



REPUBLIKA SLOVENIJA  
FISKALNI SVET

## **Dolg sektorja država v Sloveniji: značilnosti, srednjeročna vzdržnost in dolgoročne simulacije**

Pripravil: Aleš Delakorda

Marec 2021

Ocene so bile pripravljene na podlagi podatkov, znanih do 22. 3. 2021. Gradivo je bilo predstavljeno na kolegiju Fiskalnega sveta 24. 3. 2021.

Številka dokumenta: 30-4/2021/1

## Uvod in povzetek

Dolg sektorja država odraža neravnovesja javnih financ, zato je med najpomembnejšimi kazalniki makroekonomskega stanja posamezne države. Dolg sektorja država se je zatem, ko se po občutnem povečanju v predhodni globalni finančni krizi ni povrnil na predkrizne ravni, v tokratni krizi ponovno močno povečal v celotni EU in tudi v Sloveniji. Vloga fiskalne politike kot pomembnega orodja proticiklične ekonomske politike se je v trenutni krizi ob omogočenem začasem odstopanju od zahtevanega zasledovanja fiskalnih pravil in ob doseganju nekaterih omejitev za delovanje denarne politike okrepila. Prav izredno spodbujevalna denarna politika, ki omogoča ugodne pogoje financiranja tudi na trgih državnega dolga, je kljub hkratnemu povečanju dolga spremenila percepcijo finančnih trgov in bonitetnih agencij glede srednjeročnih tveganj javnih financ. Analiza pokaže, da bi dolg sektorja država ob upoštevanju standardnih šokov in ohranjanju spodbujevalne naravnosti denarne politike v naslednjih petih letih ostal vzdržen. Kljub temu je ob snovanju ekonomske politike nujno upoštevati povečano pogostnost endogeno ali eksogeno pogojenih obsežnih šokov, ki običajno močno povišajo raven dolga. Opozorilo je na mestu tudi, ker v ugodnih gospodarskih časih fiskalna politika praviloma ni sposobna zagotoviti ustreznega znižanja dolga oziroma ne ustvari zadostnega fiskalnega prostora, ki bi tudi brez podpore denarne politike – kot v trenutni krizi – zagotavljal dostop do trgov ter omogočal ustrezno obsežno in aktivno proticiklično politiko v recesiji. Ob tem ostajajo prisotna oziroma se bodo ob nadaljnji odsotnosti ukrepanja ekonomske politike še dodatno poglobljala predvsem dolgoročna tveganja glede vzdržnosti dolga. Ta bi prišla do izraza še posebej, če bi morebitno zaostrovanje pogojev financiranja sovpadlo s pričakovanim hitrejšim naraščanjem javnofinančnih stroškov, pogojenih s staranjem, ki smo jih zajeli v analizo dolgoročne vzdržnosti dolga. Tveganja pa s tem niso zajeta v celoti, saj se lahko v prihodnosti javnofinančni stroški povečajo tudi npr. zaradi ukrepov, povezanih s podnebnimi spremembami, oziroma s kakršnim koli prevzemanjem dodatnih obveznosti sektorja država.

V analizi pregledamo osnovne povezave med dolgom in primarnim saldonom ter obrestnimi merami in rastjo gospodarske aktivnosti, ki v bistveni meri določajo raven dolga sektorja država na dolgi rok. V analizi opišemo tudi razvoj dolga sektorja država v Sloveniji in prikažemo različne z njim povezane kazalnike. Pri tem pregledamo tudi povezanost dolga sektorja država z ostalimi makroekonomskimi kazalniki, ki jo primerjamo med državami EU. Velik del analize je posvečen oceni srednjeročne in dolgoročne vzdržnosti dolga sektorja država, kjer na podlagi različnih predpostavk, ki v pretežni meri določajo njegovo dinamiko, simuliramo možne poti prihodnjega razvoja dolga. Analizo sklenemo s pregledom tveganj in potencialnih posledic njihove realizacije na dinamiko in višino dolga.



## 1. Dolg sektorja država, primarni saldo, obrestne mere in rast gospodarske aktivnosti

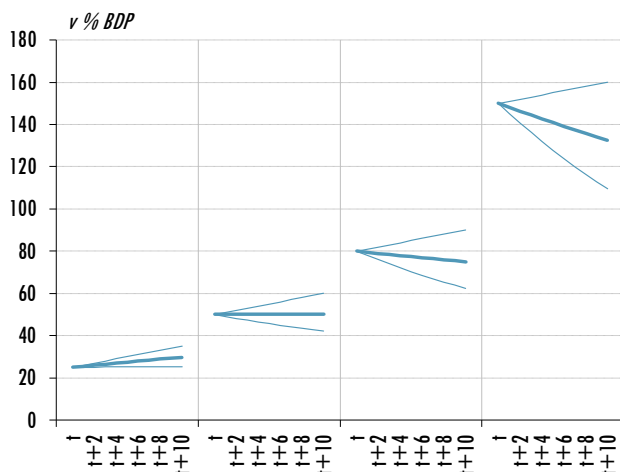
Visoka raven dolga sektorja država in predvsem njegovo hitro povišanje sta v preteklosti praviloma nakazovala visoko verjetnost finančne in fiskalne krize. Takšne ugotovitve so običajno izhajale iz analize vzdržnosti dolga, čeprav empirične analize o povezavi med dolgom, fiskalnimi krizami in gospodarsko aktivnostjo ne dajejo enostranskih zaključkov.<sup>1</sup> V tokratni krizi, ki je sovpadla z obdobjem izredno nizkih obrestnih mer, pa je še posebej po analizi Blancharda (2019) predmet mnogih akademskih in političnih razprav postala ideja, da javni dolg ne prinaša stroškov. Ideja izhaja iz ugotovitve, da fiskalni politiki ni potrebno ustvarjati primarnega presežka, če so obrestne mere v daljšem obdobju nižje od gospodarske rasti. V tem delu prikažemo nekaj osnovnih ugotovitev na podlagi te povezave.

Gibanje dolga sektorja država v osnovi določata dva dejavnika: primarni saldo ter razlika med obrestnimi merami in rastjo gospodarske aktivnosti. Primarni saldo (PB) oziroma bilanca sektorja država brez stroškov servisiranja dolga oziroma izdatkov za obresti je v veliki meri poleg gospodarskega položaja odvisna tudi od strukturnega položaja in diskrecijskih ukrepov fiskalne politike. Učinek t. i. »snežne kepe« oziroma razlika med obrestnimi merami ( $i_t$ )<sup>2</sup> in rastjo nominalne gospodarske aktivnosti ( $g$ ) pa povzroča, da se delež dolga v BDP ( $D$ ) ob vseh ostalih nespremenjenih spremenljivkah veča, če je omenjena razlika pozitivna. Velja tudi obratno: delež dolga v BDP se manjša, če so obrestne mere nižje od rasti gospodarske aktivnosti, ceteris paribus. Slednje je trenutno značilno za večino razvitih gospodarstev in je razvidno iz enačbe, s katero spremembo dolga v določenem letu ( $t$ ) zapišemo kot:

$$\Delta D_t = D_{t-1} \frac{(i_t - g_t)}{(1 + g_t)} - PB_t + SF_t \quad [1]$$

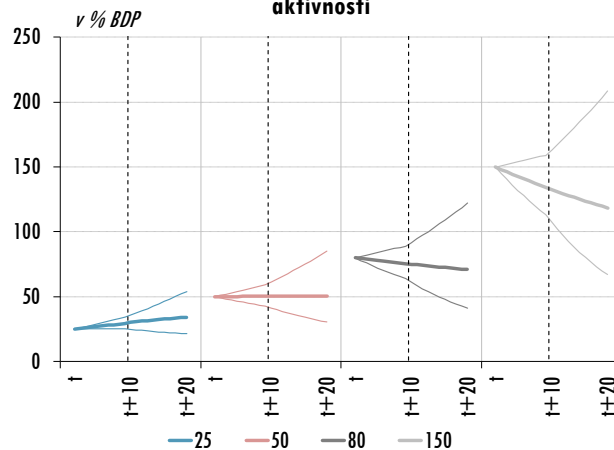
Preostanek spremembe dolga določajo t. i. prilagoditve stanja in tokov (SF), ki odražajo tisto spremembo dolga, ki ni povezana s spremembo salda sektorja država in jih bolj natančno s podatki za Slovenijo obravnavamo v naslednjem poglavju. Iz enačbe na videz paradoksalno izhaja, da se delež

Slika 1.1: Dolg sektorja država ob različnih izhodiščnih ravneh



Opomba: Polne odebeljene črte prikazujejo dolg sektorja država ob njegovih različnih izhodiščnih ravneh, primanjkljaju primarne bilance 1% BDP in  $i-g = -2$  o.t. Rahle črte prikazujejo dolg, če se razlika  $i-g$  poveča ali zmanjša za 2 o.t. Vir: FS.

Slika 1.2: Dolg sektorja država ob različnih izhodiščnih ravneh in šokih razlike med obrestno mero in rastjo gospodarske aktivnosti



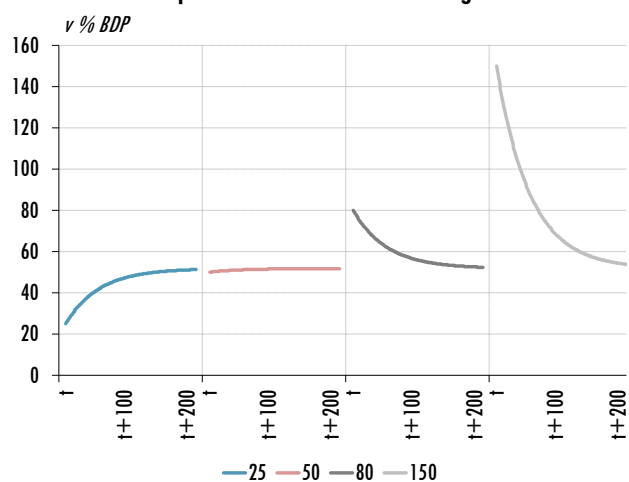
Opomba: Odebeljene črte prikazujejo dolg sektorja država ob njegovih različnih izhodiščnih ravneh dolga sektorja država, primanjkljaju primarne bilance 1% BDP in  $i-g = -2$  o.t. Rahle črte prikazujejo dolg, če se razlika  $i-g$  poveča ali zmanjša za 2 o.t. Po šoku v  $t+1$  se razlika  $i-g$  dodatno poveča ali zmanjša za 2 o.t. Vir: FS.

<sup>1</sup> Analize (Badia et. al, 2020) sicer kažejo, da je raven javnega dolga najpomembnejši kazalnik, ki predhaja krizo, ob občutnih nelinearnih učinkih, saj je vpliv visokega dolga na nastanek krize večji kot vpliv nizkega dolga na odsotnost krize.

<sup>2</sup> Pri izračunih učinka snežne kepe se običajno upošteva t.i. implicitna obrestna mera, ki odraža razliko med izdatki za obresti v tekočem letu glede na dolg sektorja država v preteklem letu. Takšna obrestna mera torej odraža strošek financiranja celotnega dolga in ne trenutnih stroškov financiranja države na finančnih trgih, zato je tudi njeno nihanje manjše od vsakokratne zahtevane donosnosti na finančnih trgih.

dolga ob ohranjanju negativne razlike med obrestnimi merami in rastjo gospodarske aktivnosti znižuje hitreje v primeru visoke izhodiščne ravni dolga (Slika 1.1). Pri tem je nujno poudariti tveganja, ki izhajajo iz morebitnih sprememb omenjene razlike. Študije (npr. Presbitero in Wiriadinata, 2020) namreč kažejo, da so takšne nenadne spremembe še posebej pogoste, ko je dolg visok, prizadete države pa so v večji meri izpostavljene domačim in globalnim šokom. Visoka raven dolga je lahko torej zaradi povečane občutljivosti na spremembe spremenljivk, ki ga določajo, dodaten vir nestabilnosti. Ker se lahko makroekonomske razmere in še bolj razmere na finančnih trgih hitro spremenijo, se zaradi visoke ravni dolga večajo tudi negotovosti pri vodenju fiskalne politike. Te se med drugim odražajo v možnih visokih razponih vrednosti deleža dolga, ko pride do šoka v razliki med obrestnimi merami in rastjo gospodarske aktivnosti pri obstoječih visokih ravneh dolga (glej npr. Sliko 1.2).<sup>3</sup> Razponi deleža dolga so po šoku enake velikosti pri nižjih ravneh dolga namreč precej manjši in zato tudi lažje obvladljivi.

**Slika 1.3: Konvergenca deleža dolga sektorja država ob danem primarnem saldu ter razliki i-g**



Opomba: Simulacija dolga sektorja država za primarni primanjkljaj -1% BDP ter  $i-g = -2$  o. t. (označeni tekst v Tabeli 1.1) ob različnih izhodiščnih ravneh dolga. Prikazano je obdobje do  $t+200$ , popolna konvergenca je dosežena okoli  $t+400$ . Vir: FS.

**Tabela 1.1: Matrika konvergenčnih vrednosti deleža dolga v BDP glede na primarni saldo ter razliko med obrestno mero in rastjo BDP**

		i-g (o.t.)					
		-1	-2	-3	-4	-5	-6
PB (% BDP)	3	<0	<0	<0	<0	<0	<0
	2	<0	<0	<0	<0	<0	<0
	1	<0	<0	<0	<0	<0	<0
	0	0	0	0	0	0	0
	-1	103	52	34	26	21	17
	-2	206	103	69	52	41	34
	-3	309	155	103	77	62	52
	-4	412	206	137	103	82	69
	-5	515	257	172	129	103	86

Opomba: Tabela prikazuje deleže dolga v BDP, ki so rezultat zelo dolgega obdobja konvergenca za nabor razlik med obrestnimi merami ( $i$ ) in rastjo gospodarske aktivnosti ( $g$ ) ter razmerja do primarnega salda (PB). Prikazana konvergenca je tipično dosežena po približno  $t+400$ . Predpostavljamo, da znaša " $g$ " 4%, njene realistično določene drugačne vrednosti pa ne bi bistveno spremenile prikazanih rezultatov. Vir: FS.

Hkrati iz enačbe [1] izhajajo, da delež dolga v BDP ob nespremenjeni razliki med obrestnimi merami in rastjo gospodarske aktivnosti ob pogoju, da so obrestne mere nižje od rasti gospodarske aktivnosti, konvergirajo k določeni vrednosti dolga ne glede na izhodiščno vrednost deleža dolga v BDP. Razlika med obrestnimi merami in rastjo gospodarske aktivnosti mora biti v primeru primanjkljaja primarnega salda ustrezno negativna. V nasprotnem primeru konvergenčna vrednost dolga ne more biti dosežena.

Na podlagi enačbe [1] lahko določimo tudi vrednost primarnega salda  $PB^*$ , ki ob danem obsegu dolga sektorja država ter izbranih kombinacijah razlike med obrestnimi merami in rastjo gospodarske aktivnosti, stabilizira izhodiščno raven dolga.

$$PB^* = D \frac{(i - g)}{(1 + g)}$$

<sup>3</sup> V tem primeru je za aktivno (oziroma v običajnih razmerah, v katerih ni prisotna izredno spodbujevalna denarna politika, nujno) zniževanje dolga optimalna fiskalna politika, ki je bolj restriktivna, tudi zato, ker postanejo pri visokih ravneh dolga obresti (premija za tveganje) bolj občutljive na višanje dolga (za teoretično podlago glej npr. Hauptmeier in Kamps, 2020, za dejanski obstoj nelinearne povezave pa prikaz v Evropska komisija, 2020a: str. 53). Takšna ugotovitev je lahko sicer neskladna z običajno proticiklično vlogo in krepi argumente za previdno zasnovano fiskalno politiko tudi v dobrih časih.

Izračuni kažejo, da bi lahko bil ob danih predpostavkah glede obrestne mere in rasti BDP primarni saldo, ki bi zagotovil stabilizacijo dolga na njegovi izhodiščni ravni, v večini kombinacij celo manj ugoden od tistega v nekaj letih pred krizo. V povprečju petih let pred krizo je presežek primarnega salda v Sloveniji namreč znašal okoli 1,8 % BDP. Ob tem je treba opozoriti, da je presežek primarnega salda v zadnjih dvajsetih letih v povprečju (brez upoštevanja izdatkov za reševanje bančnega sektorja v letu 2013) znašal 0,3 % BDP. Od tega je bil v šestih letih negativen, v letih po globalni finančni krizi tudi na ravneh, ki ob trenutni višini dolga ter kljub trenutni ugodni razliki med obrestnimi merami in predvideno rastjo gospodarske aktivnosti ne bi zagotovile njegove stabilizacije.

Kljub prikazanemu ugodnemu učinku razlike med obrestnimi merami in rastjo gospodarske aktivnosti na dinamiko dolga in kljub trenutnemu obdobju ugodnih pogojev financiranja, ki naj bi zagotovili tudi razmeroma hitro okrevanje gospodarske rasti, je pri zadolževanju še naprej potrebna previdnost. V obdobjih negativne razlike med obrestnimi merami in rastjo gospodarske aktivnosti se namreč javni dolg glede na študijo Evropske komisije (2021b) zniža za skoraj polovico manj, kot se poveča v obdobjih, ko je obrestna mera višja od rasti BDP. Študija IMF (Mauro in Zhou, 2020), ki je analizirala zgodovinske podatke razlike  $i-g$ , je namreč ugotovila, da je bila ta v večini primerov negativna tako v razvitih kot razvijajočih se gospodarstvih in da so bila takšna obdobja v veliko primerih dolga. Kljub temu je ena od ugotovitev navedene študije tudi, da se negativna razlika  $i-g$  pred dolžniškimi krizami običajno bistveno ne spremeni oziroma da stroški financiranja, tudi v primerjavi z rastjo gospodarske aktivnosti, praviloma hitro in močno narastejo šele tik pred krizo. Takšna gibanja so sicer značilna tudi za Slovenijo. Obdobja s pozitivno razliko  $i-g$  namreč sovpadajo z obdobji, ko se je gospodarstvo zna-

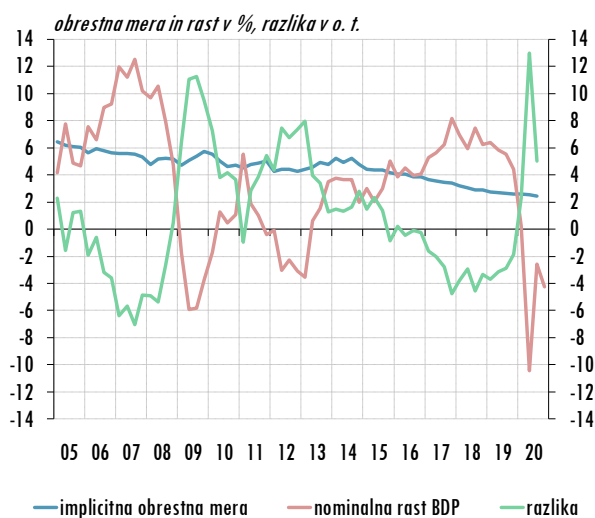
**Tabela 1.2: Primarna bilanca (PB\*), potrebna za stabilizacijo dolga sektorja država**

	v % BDP	obrestna mera $i$ (%)		
		2	3	4
rast gospodarske	3,0	-0,8	0,0	0,8
aktivnosti $g$ (%)	4,0	-1,5	-0,8	0,0
	5,0	-2,3	-1,5	-0,8

Opomba: Kot izhodiščna vrednost dolga je privzeta raven 80 % BDP.

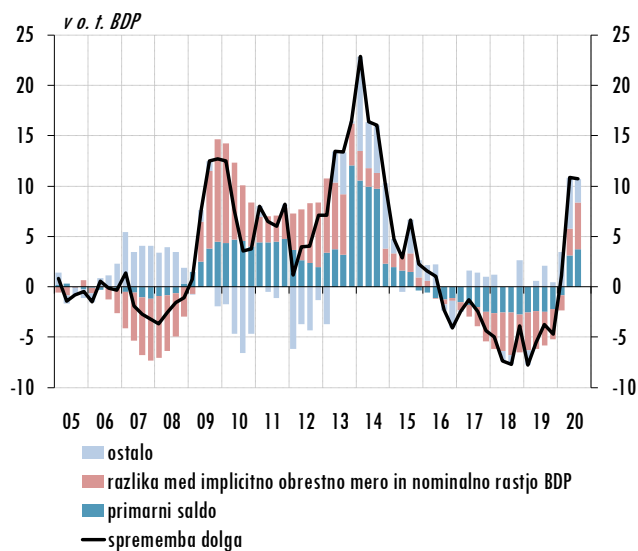
Vir: Preračuni FS.

**Slika 1.4: Razlika med implicitno obrestno mero in nominalno rastjo BDP**



Vir: SURS; preračuni FS.

**Slika 1.5: Prispevki k spremembi bruto dolga sektorja država**

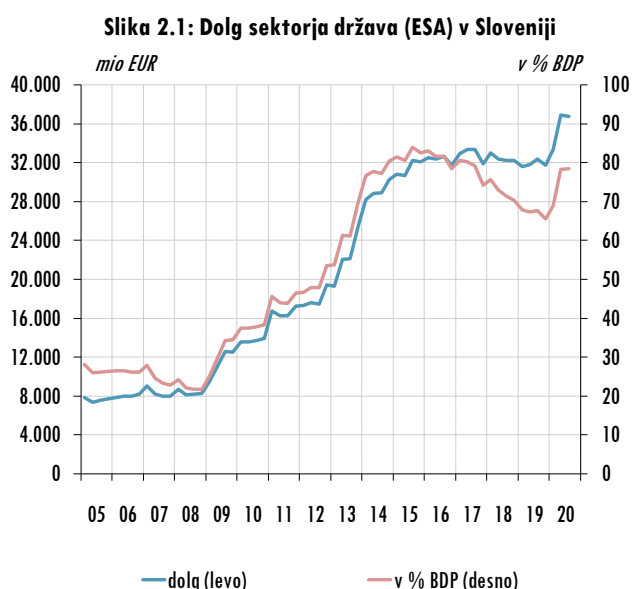


Vir: SURS; preračuni FS.

šlo v krizi in ko se je dolg najbolj povečal, tudi daljša obdobja negativne razlike navedenega razmerja (npr. 2016–2019) pa niso zadoščala za povrnitev dolga na predkrizne ravni. To je pomembno tudi, ker analiza Evropske komisije (2021a) kaže, da države EU svoje fiskalne napore najbolj znižajo v obdobjih negativne razlike med obrestno mero in rastjo gospodarske aktivnosti in da se to še posebej pogosto dogaja prav v državah z visokim deležem dolga v BDP. Takšna gibanja dodatno opozarjajo na nujnost ustvarjanja zadostnega fiskalnega prostora v časih ugodnih gospodarskih razmer.

## 2. Dolg sektorja država v Sloveniji

Dolg sektorja država je v tretjem četrtletju 2020 znašal 36,7 mrd EUR oziroma 78,5 % BDP. Glede na zadnjo javno napoved Ministrstva za finance ob pripravi Osnutka proračunskega načrta za leto 2021 naj bi dolg ob koncu leta 2020 predstavljal 82,4 % BDP, ob koncu leta 2021 pa 80,9 % BDP. Javni podatki za dolg sektorja država so na voljo od konca leta 1994, ko je dolg znašal 1,6 mrd EUR oziroma okoli 20 % BDP. Glavnino dolga sektorja država predstavlja dolg državnega proračuna. Ta je konec leta 2020 znašal 34,3 mrd EUR, zanj pa v primerjavi s podatki o dolgu sektorja država obstajajo podrobnejši podatki o strukturi, ki jih prikazujemo v nadaljevanju.



Vir: SURS, preračuni FS.

**Tabela 2.1: Leto, v katerem bi delež dolga dosegel predkrizno raven glede na predpostavke o rasti gospodarske aktivnosti in salda sektorja država**

		rast gospodarske aktivnosti g (%)			
		3	4	5	6
saldo (% BDP)	1	2025	2025	2025	2024
	0	2027	2026	2025	2025
	-1	2033	2029	2027	2026
	-2	-	2039	2031	2028
	-3	-	-	2060	2035

Opomba: Saldo in dolg sektorja država do 2021 glede na projekcije v OPN21. BDP do 2022 glede na napoved UMAR (Zimska napoved 2020). Po navedenih letih so uporabljene predpostavke iz matrike.

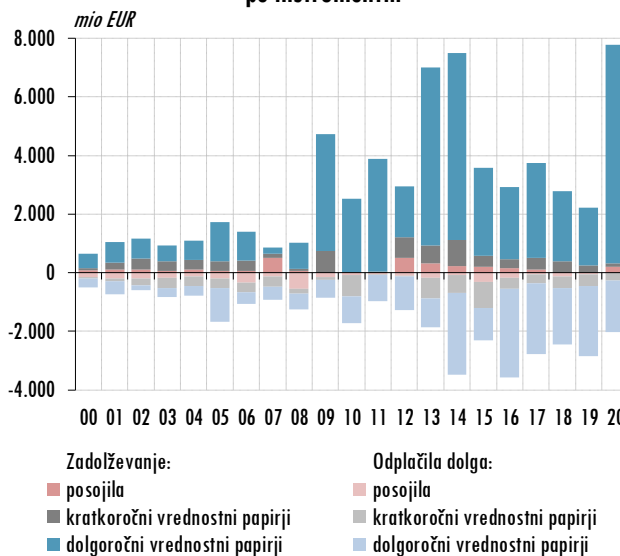
Vir: UMAR, MF. Preračuni FS

Znižanje dolga sektorja država na raven pred krizo bo zelo verjetno zgolj postopno. Če enačbo [1] še poenostavimo zaradi lažjega prikaza (dvodimenzionalne tabele), bo njegova dinamika odvisna predvsem od razlike med rastjo gospodarske aktivnosti in saldonom sektorja država. Simulacije nakazujejo, da delež dolga iz obdobja pred krizo, torej iz konca leta 2019 (okoli 65 % BDP), v primeru kombinacije vztrajanja primanjkljaja na maastrichtski meji 3 % BDP in rasti BDP, ki bi bila blizu trenutnim ocenam rasti gospodarskega potenciala v daljšem obdobju (nominalno okoli 4 %), ne bi mogel biti dosežen. Dolg bi namreč v primeru realizacije takšnih predpostavk stagniral na ravni nekaj pod 80 % BDP.



V strukturi dolga državnega proračuna med dolžniškimi instrumenti prevladujejo vrednostni papirji. Delež vrednostnih papirjev v celotnem dolgu je konec leta 2020 predstavljal okoli 97 % celotnega dolga, preostanek se nanaša na posojila. V strukturi dolžniških vrednostnih papirjev pretežni del predstavljajo dolgoročni vrednostni papirji oziroma obveznice, katerih neodplačana vrednost je ob koncu leta 2020 znašala 32,3 mrd EUR. Zakladnica Ministrstva za finance izdaja predvsem za uravnavanje likvidnosti na rednih avkcijah tudi kratkoročne vrednostne papirje oziroma zakladne menice, katerih stanje je ob koncu leta 2020 znašalo 1,1 mrd EUR. Zaradi ugodnih pogojev financiranja so pri tem pretežni delež (približno 70 %) predstavljale zakladne menice z zapadlostjo v dolžini 18 mesecev.

**Slika 2.2: Zadolževanje in odplačila dolga državnega proračuna po instrumentih**



Vir: Ministrstvo za finance, preračuni FS.

Značilnost dolga državnega proračuna v Sloveniji sta tudi prevlada fiksne obrestne mere, ki zmanjšuje negotovost glede stroška financiranja, in prevlada dolga, izdanega v domači valuti, ki niža valutno tveganje dolga. Medtem ko je bila v razmerah visoke inflacije v letih 1994 in 1995 večina (okoli tri četrtnine) dolga državnega proračuna indeksirana, je ta delež od leta 2007 zanemarljiv. Delež dolga s spremenljivo obrestno mero je ob koncu leta 2020 predstavljal le 0,7 % celotnega dolga državnega proračuna (delež dolga s spremenljivo obrestno mero v celotnem dolgu je bil z okoli 30 % najvišji v letih 1996 in 1997). Delež dolga v tujih valutah (pretežno v USD) je konec leta 2020 znašal manj kot 4 % celotnega dolga državnega proračuna, najvišji pa je bil v letu 2014, ko je dolg v USD presegel eno četrtnino celotnega dolga.

Implicitna obrestna mera se je zaradi izboljšanih makroekonomskih razmer in s tem manjših tveganj, ki jih Sloveniji pripisujejo vlagatelji v dolžniške papirje, učinkovitega upravljanja z dolgom s strani Zakladnice Ministrstva za finance, v zadnjem obdobju pa predvsem zaradi izredno spodbujevalne denarne politike ECB občutno znižala<sup>4</sup> in dosega zgodovinsko nizke vrednosti. Projekcije implicitne obrestne mere so odvisne od vseh naštetih dejavnikov in tudi od časovne porazdelitve zapadanja posameznih dolžniških instrumentov. To je trenutno skoncentrirano do leta 2030, ko zapadeta približno dve tretjini vseh trenutno izdanih obveznic. V primeru postopnega zaostrovanja denarne politike v naslednjem

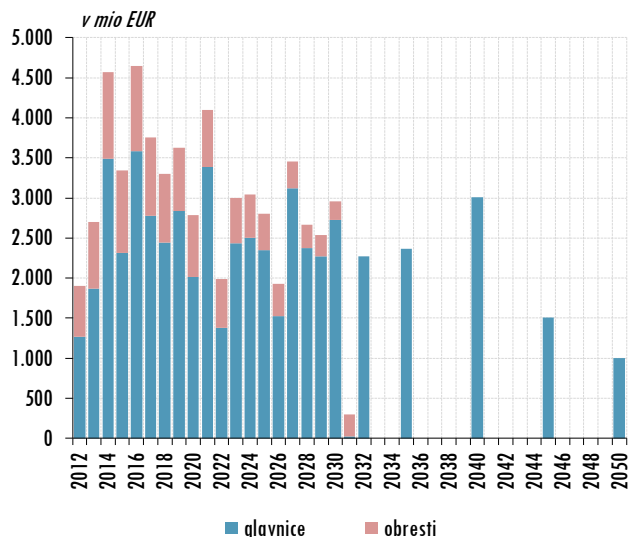
<sup>4</sup>Ena od posledic izredno ekspanzivne denarne politike ECB je tudi visok delež odkupljenih slovenskih državnih obveznic s strani Evrosistema v okviru izrednega programa odkupa vrednostnih papirjev za čas epidemije, ki je v dolgu med največjimi v evrskem območju (ob koncu januarja 2021 je znašal skoraj 12 % dolga sektorja država iz konca leta 2019 – za podatke glej <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/pepp/html/index.en.html>, za primerjavo deleža odkupov v dolgu po državah pa Fiskalni svet, 2021).

Slika 2.3: Harmonizirana dolgoročna obrestna mera (10 letne obveznice) in implicitna obrestna mera javnega dolga



Vir: ECB, SURS, preračuni FS.

Slika 2.4: Odplačila dolga državnega proračuna do 2050\*



\* Opomba: stanje 31.01.2021. Po letu 2031 ni podatkov o plačilih obresti.  
Vir: MF.

desetletju tako obstaja možnost, da se implicitna obrestna mera<sup>5</sup> in s tem strošek financiranja javnega dolga ob zapadlosti in morebitni potrebi po refinanciranju obstoječega dolga povečata.<sup>6</sup>

Povečanje dolga sektorja država ni nujno enoznačno s primanjkljajem salda država. Kot je bilo prikazano v enačbi [1], na spremembo dolga poleg primarne bilance in izdatka za obresti vplivajo tudi t. i. prilagoditve stanja in tokov. Stanje se pri tem nanaša na dolg, tok pa na saldo sektorja država. Te prilagoditve tako pomenijo spremembo stanja, na katero spremembe tokov nimajo vpliva. Takšne prilagoditve so potrebne zaradi transakcij, ki niso neposredno povezane z rezultati salda, kot so financiranje, ki se ne nanaša na financiranje primanjkljaja, in se zato npr. odraža v povečanem stanju gotovine in vlog države, prihodki iz privatizacije ali pa valutne spremembe, če dolg ni izdan v domači valuti. V zadnjem desetletju lahko tem dejavnikom pripišemo v povprečju približno eno petino dodatnega dolga, pri čemer ima njihov delež trend naraščanja. To dejstvo lahko v največji meri razložimo s povečevanjem postavke gotovina in vloge, kar odraža t. i. predfinanciranje prihodnjih obveznosti in se med drugim odraža tudi v razmeroma visokem stanju enotnega zakladniškega računa, ki trenutno kaže na ugodno likvidnost državnega proračuna.

Dolg državnega proračuna vsebuje poleg običajnih dolžniških razmerij, ki nastajajo zaradi vsakoletnega primanjkljaja, tudi dolg, ki izvira iz pomoči evropskim državam, ki je po metodologiji ESA 2010 vključen v dolg države.<sup>7</sup> Pri tem gre za bilateralno pomoč Grčiji skupaj z ostalimi sopolisnimi pogodbe in deležu Slovenije v višini 263,7 mio EUR, udeležbo v okviru odobrene finančne pomoči EFSF v višini 881,5 mio EUR in vplačilu kapitala v ESM v višini 376,9 mio EUR. Navedeni zneski so bili vplačani glede na delež Republike Slovenije v kapitalu ECB, skupni znesek navedenih pomoči pa je ob koncu leta 2019 znašal okoli 1,5 mrd EU. To je predstavljalo 3,2 % slovenskega BDP oziroma 4,8 % celotnega dolga sektorja država.

<sup>5</sup> Sprememba implicitne obrestne mere je odvisna od razlike med obstoječo implicitno obrestno mero in zahtevano donosnostjo ob refinanciranju obstoječega dolga ter od razlike v višini zapadlega in refinanciranega dolga. Zahtevana donosnost državnih vrednostnih papirjev se poveča tudi ob povišani premiji za tveganje, ki jo praviloma ob morebitnih zaznanih makroekonomskih neravnovesjih ali zgolj spremenjenih preferencah zahtevajo investitorji. Za obstoj drugih dejavnikov pri določanju zahtevane donosnosti v Sloveniji glej npr. Jesenko et al., 2011.

<sup>6</sup> Ministrstvo za finance je julija 2018 sicer pričelo z izvedbo Programa za ščitenje obrestnih mer, ki je namenjen delni omejitvi učinka morebitnega dviga obrestnih mer na obrestne izdatke državnega proračuna. Ob koncu leta 2019 je imelo sklenjenih za 4,6 mrd EUR dolgoročnih obrestnih zamenjav (okoli 16 % takratnega dolga državnega proračuna). Več v poglavju 4.3 v Ministrstvo za finance (2020).

<sup>7</sup> Ministrstvo za finance (2020).

## Okvir 2.1: Dolg sektorja država v povezavi z Mehanizmom za okrevanje in odpornost

Dolg sektorja država bo v prihodnjih letih odvisen od porabe in tudi od statistične obravnave sredstev novih instrumentov EU. Slovenija ima v naslednjih 6 letih na voljo okoli 13,3 mrd EUR sredstev iz različnih EU skladov. Od tega je za okoli 5,8 mrd na razpolago iz Sklada NextGenEU, ta bodo izplačana iz novega Mehanizma za okrevanje in odpornost (Recovery and Resilience Facility – RRF)<sup>1</sup> na podlagi pozitivnega mnenja Evropske komisije glede Nacionalnih načrtov za okrevanje in odpornost (NNOO) in Instrumenta za začasno podporo zmanjševanju tveganj za brezposelnost (SURE). Pri tem gre v dobri četrtini za nepovratna sredstva, preostanek pa bo na razpolago v obliki posojil.<sup>2</sup>

Eurostat je pripravil navodila za statistično obravnavo sredstev, porabljenih na podlagi RRF, v okviru metodologije ESA 2010 in se pri tem osredotočil na tri dileme.<sup>3</sup> Prva se nanaša na beleženje nepovratnih sredstev, ki jih bodo v okviru instrumenta NGEU prejele države članice oziroma na vprašanje, ali naj bo takšna transakcija deležna enake statistične obravnave, oziroma pravila nevtralnosti z vidika vpliva na javnofinančni saldo kot redna izplačila državam članicam v okviru drugih programov EU. Sprejeta odločitev podpira enako obravnavo tovrstnih tokov, tudi če prihaja do časovnih zamikov med prihodkom iz RRF in izdatkom, npr. za investicije države članice na drugi strani. Druga dilema se nanaša na obravnavo nepovratnih sredstev, ki bodo izviralna iz zadolževanja EU. Evropska komisija se bo za financiranje novih instrumentov zadolževala na mednarodnih finančnih trgih.<sup>4</sup> Države članice bodo pridobljena posojila vračala v obdobju 2028-2058. Vendar se glede na odločitev Eurostata zadolževanje, ki ga bo za financiranje nepovratnih instrumentov posameznih držav izvedla EU, šteje zgolj v dolg EU in ne v dolg posameznih držav, prejemnic nepovratnih sredstev. Tretje pojasnilo Eurostata se nanaša na posojila, ki jih bo RRF odobraval državam članicam. Ta se bodo odobravalna pod enakimi pogoji kot bodo prisotni ob trenutku zadolžitve EU, s čimer se EU ne bo izpostavila tveganju spremembe obrestnih mer. Takšne transakcije se bodo tako odrazile v bilanci financiranja in kot izdatek države članice ter se bodo upoštevale kot dolg sektorja država. V primeru časovne neusklajenosti med posojilom in izdatkom, npr. če do izdatka pride pred prejemom posojila, se mora država članica kratkoročno zadolžiti, kar bi moralo biti po mnenju Eurostata začasno in v omejenem obsegu. Med državami članicami in Eurostatom ter Evropsko komisijo tečejo nadaljnja usklajevanja glede prikaza retroaktivnih izdatkov za leto 2020 (države članice bodo pod posebnimi pogoji lahko del pridobljenih sredstev RRF uporabile za kritje stroškov ukrepov, ki so se pričeli izvajati po 1. februarju 2020)<sup>5</sup> ter tudi o načinu poročanja o sredstvih, povezanih z RRF, v okviru rednega poročanja o presežnem primanjkljaju.

Analize kažejo, da naj bi koriščenje novih instrumentov EU v prihodnjih petih letih delovalo v smeri zmanjševanja deleža dolga sektorja država v BDP. Simulacije v Evropska komisija (2020a) kažejo, da naj bi se delež dolga zmanjšal predvsem v državah z relativno nižjo stopnjo razvitosti (vključujoč Slovenijo) ne glede na izhodiščno raven dolga. Delež dolga naj bi se v relativno bolj razvitih državah EU na srednji rok nekoliko povečal, na dolgi rok pa naj ne bi bistveno odstopal od osnovnega scenarija. Analiza v Evropska komisija (2021a) vpliv sredstev RRF na dolg dodatno razdeli na neposredni in posredni. Neposredni vpliv se nanaša na zgoraj opisano statistično obravnavo posameznih transakcij in njihov vpliv na dolg. Posredni vpliv sredstev RRF na dolg pa je odvisen predvsem od njihovega vpliva na BDP, tako kratkoročno preko povečanega povpraševanja kot dolgoročno preko krepitve gospodarskega potenciala. Dodatno lahko sredstva RRF na dolg vplivajo tudi, če uporaba sredstev RRF sproži porabo države, ki je večja od predvidene v NNOO, pa tudi, če se izdatki za obresti znižajo zaradi ugodnejših stroškov posojil RRF od tistih, ki bi bili za posamezno državo članico dosegljivi na finančnih trgih.

<sup>1</sup> Besedilo Uredbe o vzpostavitvi RRF je na razpolago na <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/PE-75-2020-INIT/en/pdf>.

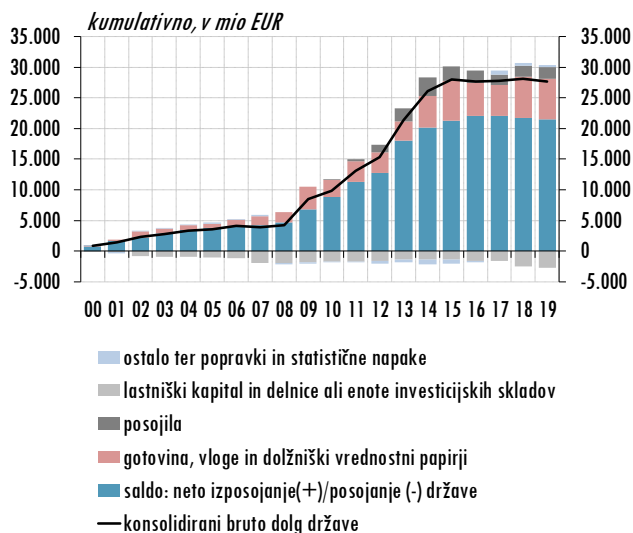
<sup>2</sup> Za več informacij o razpoložljivih sredstvih EU glej npr. Okvir 2.3 v Fiskalni svet (2020).

<sup>3</sup> Eurostat (2020). Celovit nabor metodoloških priporočil glede priprave in obdelave podatkov v obdobju epidemije Covid-19 je razpoložljiv na <https://ec.europa.eu/eurostat/data/metadata/covid-19-support-for-statisticians>.

<sup>4</sup> Glej točke A.3-A.10 v sklepih Evropskega sveta iz julija 2021, razpoložljivih na <https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf>.

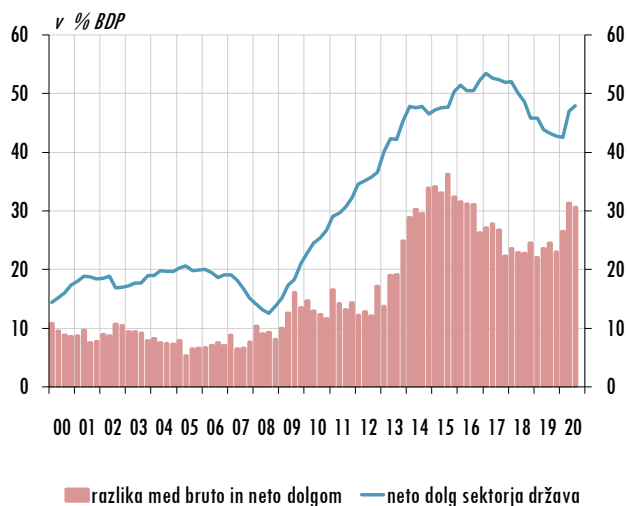
<sup>5</sup> 17. člen Uredbe o vzpostavitvi RRF.

**Slika 2.5: Sprememba salda in bruto dolga sektorja država od leta 2000**



Vir: SURS, preračuni FS.

**Slika 2.6: Razlika med bruto in neto dolgom sektorja država**



Vir: Eurostat, ECB, preračuni FS.

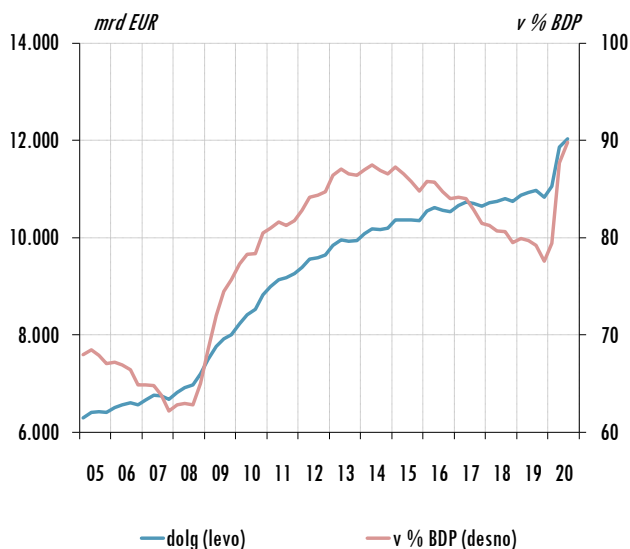
Ker lahko upravljanje z dolgom in njegovo likvidnostjo povzroči večji dolg sektorja država, kot ga odraža zgolj financiranje primanjkljaja, bruto javni dolg ni vedno najbolj primeren kazalnik zadolženosti sektorja država. Bruto dolg namreč ne odraža dejanske sposobnosti odplačevanja dolga brez dodatnega zadolževanja. Zakladnice običajno v negotovih razmerah ali pa v razmerah, ki so ocenjene kot ugodne za zadolževanje, na računih ohranjajo višje zneske, kot so potrebni za tekoče upravljanje z likvidnostjo dolga. Zato se v analizi pogosto uporablja kazalnik neto javnega dolga. Pri kazalniku neto javnega dolga tako od obveznosti države odštejemo finančno premoženje, ki sovpada z uporabo dolžniških instrumentov (glej Eurostat, 2014). Med takšno finančno premoženje štejemo gotovino in vloge, dolžniške vrednostne papirje in posojila (postavke A.2, A.3 in A.4 iz statistike finančnih računov), torej finančno premoženje z razmeroma visoko likvidnostjo. Kazalnik neto javnega dolga za Slovenijo kaže v povprečju na okoli 16 o. t. BDP nižjo raven od deleža bruto javnega dolga v preteklih dvajsetih letih s tendenco večanja razlike in tudi na počasnejšo dinamiko večanja neto dolga glede na bruto javni dolg v in po globalni finančni krizi. Največja razlika med bruto in neto dolgom je znašala okoli 34 o.t. BDP v letu 2015.

### 3. Primerjava dolga sektorja država v Sloveniji in v EU

Dolg sektorja država je v državah EU tako kot v prejšnji močno narasel tudi v trenutni krizi. Pred tokratno krizo se je njegov delež v BDP znižal le za okoli dve petini povečanja v globalni finančni krizi pred enim desetletjem.<sup>8</sup> V dobri polovici obdobja, za katerega so na voljo podatki oziroma projekcije (2000–2022), je bilo število držav EU z deležem dolga sektorja država v BDP manjšim od 60 % BDP, večje od števila držav z dolgom, večjim od 60 % BDP. Vendar se je ob tem število slednjih v celotnem obdobju povečevalo, delež dolga sektorja država v BDP pa naj bi v letu 2022 dosegel doslej najvišje ravni. Če je bil delež držav z dolgom pod 60 % BDP v letu 2000 podoben v EU in v državah evrskega območja, naj bi takšne države v letu 2022 predstavljale dobro tretjino držav EU in le eno četrtno držav evrskega območja.

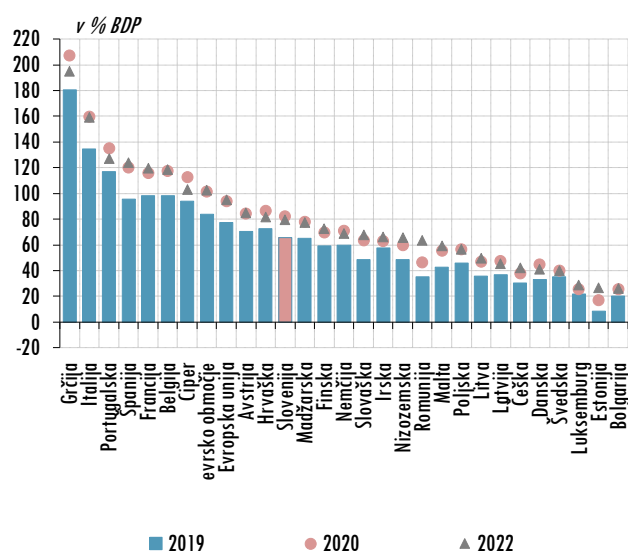
Delež bruto dolga sektorja država v BDP je v Sloveniji nižji od povprečja EU, medtem ko se po povečanju glede na obdobje pred začetkom tokratne krize Slovenija trenutno uvršča v zgornjo tretjino med državami EU. Po napovedih Evropske komisije iz jeseni 2020 (Evropska komisija, 2020b) naj bi bilo povečanje deleža dolga v BDP do leta 2022 v Sloveniji sicer nižje od povprečja EU. Podatki Eurostata za dolg sektorja država do tretjega četrtletja 2020 kažejo, da se je delež dolga v krizi (od konca leta 2019) praviloma bolj povečal v državah, kjer je bil visok že pred krizo. Struktura zadolžitve sektorja država kaže, da je tudi ta v Sloveniji podobna tisti v večini držav EU, kjer med instrumenti prevladujejo obveznice. Le v treh državah EU (Švedska, Estonija in Grčija) namreč obveznice predstavljajo manj kot polovico vseh instrumentov zadolževanja.

Slika 3.1: Dolg sektorja država (ESA) - EU27



Vir: Eurostat, preračuni FS.

Slika 3.2: Konsolidirani dolg sektorja država



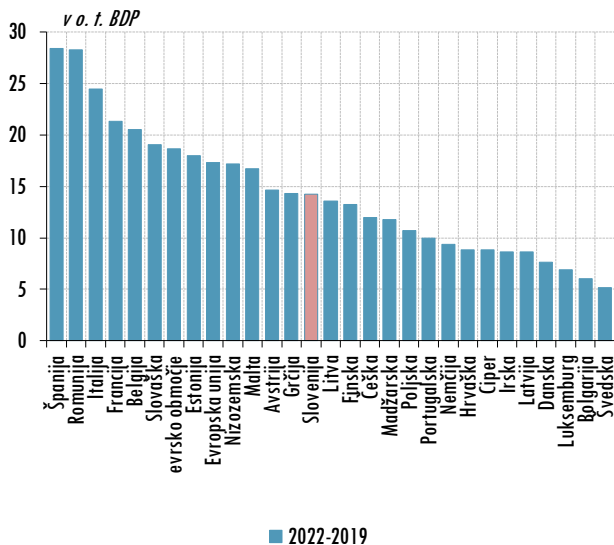
Vir: Eurostat, napoved EK (Autumn 2020), preračuni FS.

Stroški servisiranja dolga v Sloveniji presegajo povprečje EU, razlika med implicitno obrestno mero in rastjo gospodarske aktivnosti pa je nekoliko bolj ugodna. Slovenija sodi zaradi razmeroma visokega povečanja dolga sektorja država tudi med države s predvidenim najmanjšim znižanjem izdatkov za obresti, čeprav so pogoji financiranja izredno ugodni. Delež izdatkov sektorja država za obresti v BDP naj bi se po napovedih Evropske komisije v letu 2022 glede na dolgoletno povprečje za manj kot v Sloveniji zmanjšal v 6 državah EU, glede na leto 2019 pa v 12 državah EU.<sup>9</sup> Tako med države z

<sup>8</sup> To je skladno tudi z ugotovitvami analize Evropske komisije (2021b).

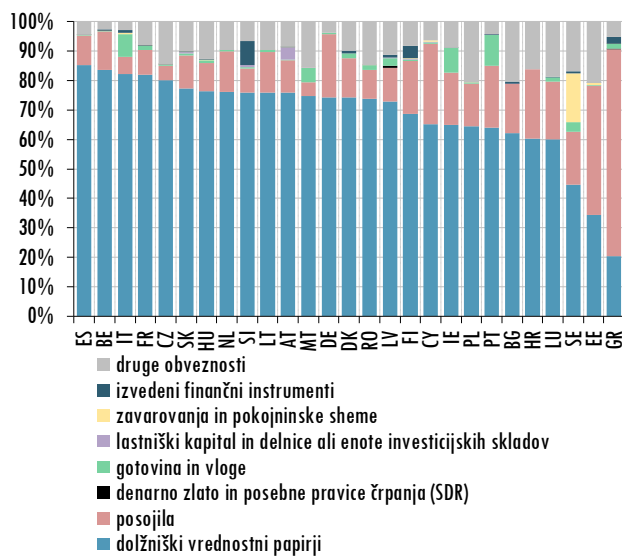
<sup>9</sup> V slednji primerjavi naj bi se delež izdatkov za obresti na Češkem, v Estoniji, Romuniji ter na Madžarskem in v Romuniji povečal.

Slika 3.3: Sprememba konsolidiranega dolga sektorja država



Vir: Eurostat, napoved EK (Autumn 2020), preračuni FS.

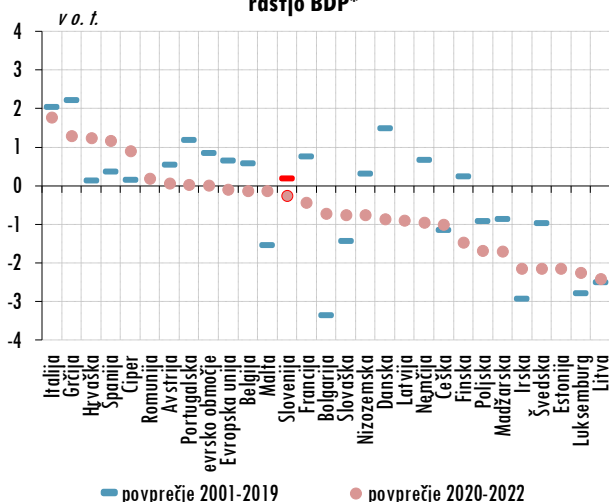
Slika 3.4: Struktura obveznosti sektorja država po državah EU - 2020Q3



Vir: ECB, preračuni FS.

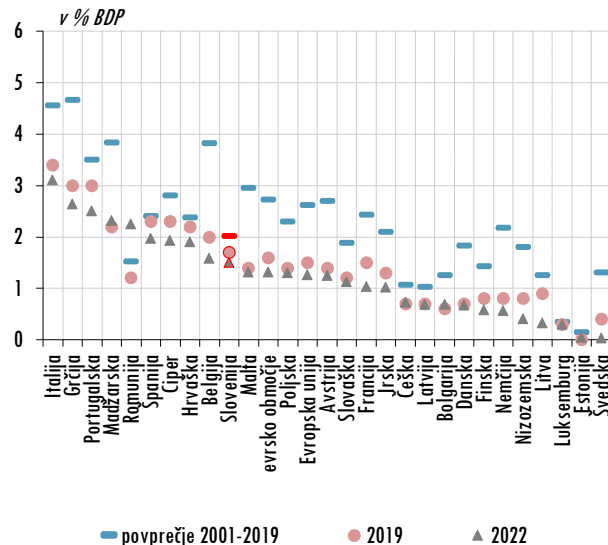
najvišjimi izdatki za obresti kot med države z neugodno razliko med implicitno obrestno mero in rastjo gospodarske aktivnosti pretežno spadajo države z višjo ravniyo dolga. Poleg tega v skupino držav s pričakovano ugodno razliko med implicitno obrestno mero in rastjo gospodarske aktivnosti spadajo tudi takšne z dolgom v bližini povprečja EU, ki pa jim finančni trgi pripisujejo visoke bonitetne ocene (npr. Finska, Nemčija) oziroma jih zaznamuje visoka pričakovana gospodarska rast (npr. Irska, Madžarska). Razlika med implicitno obrestno mero in rastjo gospodarske aktivnosti naj bi glede na dolgo-ročno povprečje v Sloveniji v obdobju krize in po njej postala bolj ugodna. Kljub temu naj bi bila sprememba te razlike manjša kot v povprečju EU oziroma manjša kot v slabi polovici držav EU. Ob tem naj bi razlika med obrestno mero in rastjo gospodarske aktivnosti v enakem obdobju postala manj ugodna v tretjini držav EU.

Slika 3.5: Razlika med implicitno obrestno mero in nominalno rastjo BDP\*



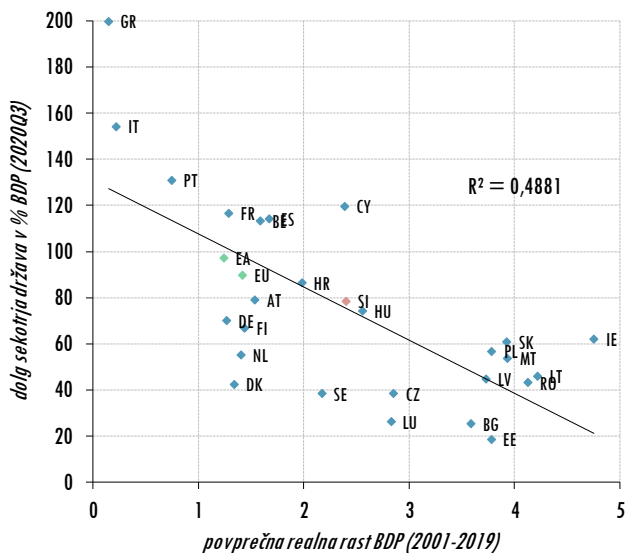
Opomba: \* za 2020 realizirana nominalna rast BDP.  
Vir: Eurostat, napoved EK (Autumn 2020), preračuni FS.

Slika 3.6: Obresti sektorja država



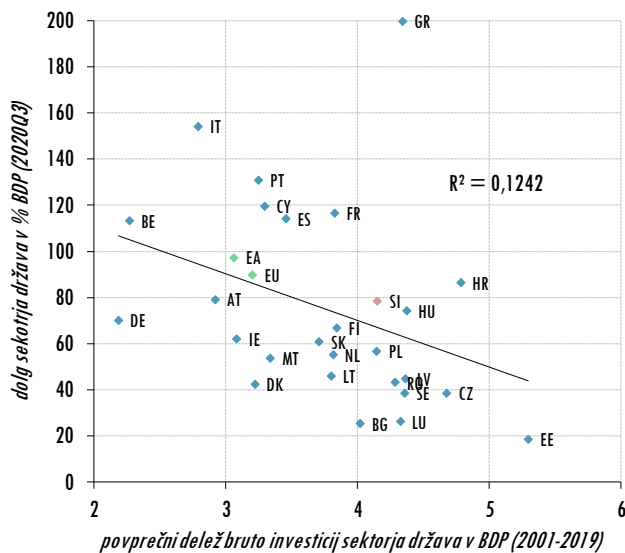
Vir: Eurostat, napoved EK (Autumn 2020), preračuni FS.

Slika 3.7: Dolg sektorja država v BDP in realna rast BDP



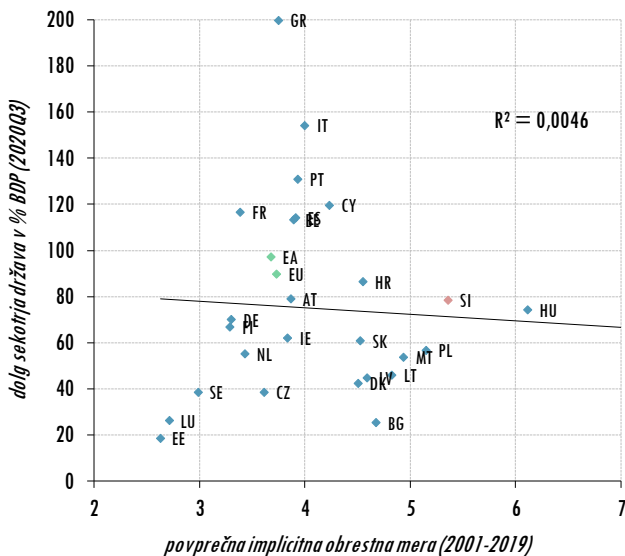
Vir: Eurostat, napovedi EK, preračuni FS.

Slika 3.8: Dolg sektorja država in delež investicij sektorja država v BDP



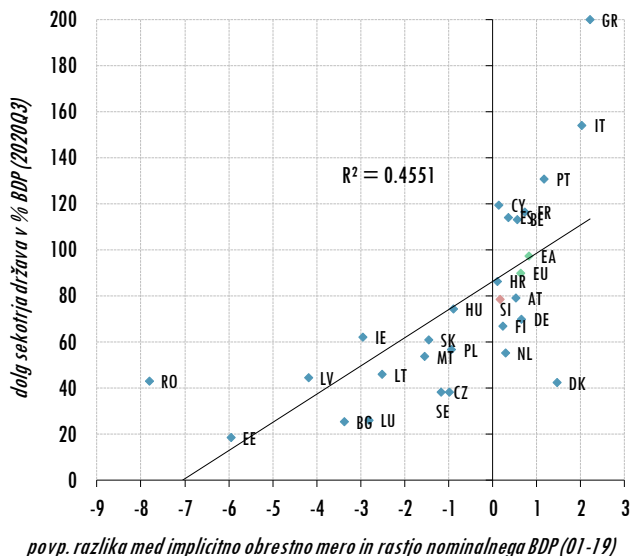
Vir: Eurostat, napovedi EK, preračuni FS.

Slika 3.9: Dolg sektorja država v BDP in implicitna obrestna mera



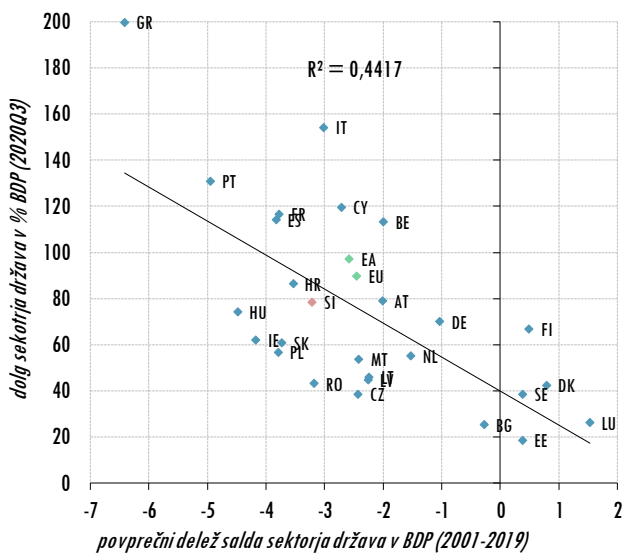
Vir: Eurostat, napovedi EK, preračuni FS.

Slika 3.10: Dolg sektorja država v BDP ter razlika med implicitno obrestno mero in nominalno rastjo BDP



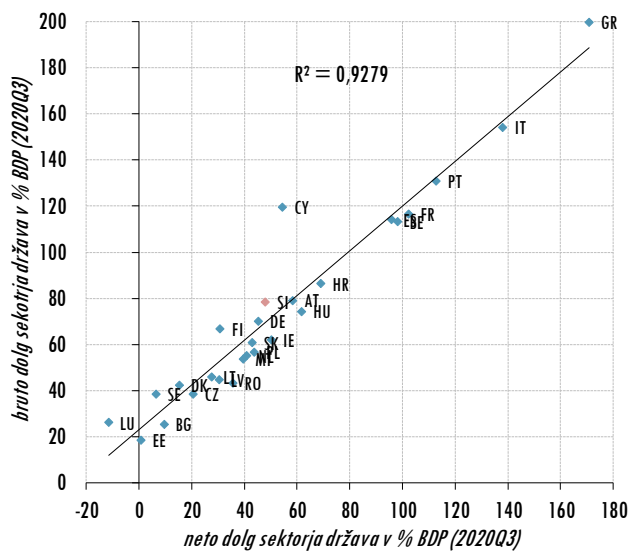
Vir: Eurostat, napovedi EK, preračuni FS.

Slika 3.11: Dolg in saldo sektorja država v BDP



Vir: Eurostat, napovedi EK, preračuni FS.

Slika 3.12: Bruto in neto dolg sektorja država v BDP



Vir: Eurostat, napovedi EK, preračuni FS.



Primerjava dolga sektorja država z nekaterimi makroekonomskimi kazalniki v državah EU kaže na pretežno pričakovane povezave. Višina javnega dolga je tako negativno povezana z rastjo BDP in z rastjo investicij sektorja država. Medtem ko primerjava višine javnega dolga in implicitne obrestne mere ne odraža močne povezanosti, imajo države z večjim učinkom snežne kepe oziroma z manj ugodno razliko med obrestnimi merami in rastjo gospodarske aktivnosti praviloma tudi višji dolg. Z višjim dolgom je v povprečju razmeroma močno povezan tudi večji primanjkljaj sektorja država, skoraj enotna povezava pa velja za razmerje med neto in bruto javnim dolgom. Slovenija se v vseh navedenih povezavah nahaja v bližini regresijske premice oziroma v nobeni od navedenih povezav ne odstopa bistveno od povprečja. Med državami EU je podobno blizu povprečni povezanosti med dolgom in ostalimi pregledanimi makroekonomskimi kazalniki še Avstrija.

#### 4. Srednjeročna vzdržnost dolga

Analiza vzdržnosti dolga kaže na sposobnost države, da financira obveznosti, ki izhajajo iz usmeritev njene pretekle in prihodnje javnofinančne politike ob določenih makroekonomskih in javnofinančnih šokih. V okviru analize vzdržnosti dolga, izvedene s pomočjo podlage, ki jo je razvil Mednarodni denarni sklad,<sup>10</sup> se najprej pripravi osnovni scenarij, ki temelji na makroekonomskih in javnofinančnih projekcijah, ter več alternativnih scenarijev, ki prikazujejo odzivnost dolga na različne šoke. Odzivnost oziroma spremembe dinamike in ravni dolga sektorja država kažejo na ranljivost države v primeru šokov, ki niso vključeni v osnovni scenarij, čeprav lahko dejanski šoki odstopajo od tistih uporabljenih v analizi tako glede smeri kot glede velikosti.

V srednjeročni analizi vzdržnosti dolga smo upoštevali osnovni scenarij OPN2021 in Zimsko napoved UMAR 2020, popravljeno za realizacijo v letu 2020. Okvir analize zajema obdobje 2021–2026, pri čemer smo projekcije javnofinančnih agregatov od zaključka obdobja projekcij OPN2021 (za leto 2021) do konca analiziranega obdobja dopolnili na podlagi enotnih elastičnosti za prihodke, izdatke pa smo določili tako, da je razlika med rastjo prihodkov in izdatkov podobna kot v desetletju 2010–2019.<sup>11</sup> V osnovnem scenariju smo upoštevali še predpostavko, da se visoko stanje gotovine in vlog (stanje na EZR države) v letih 2021 in 2022 zniža za po 1 mrd EUR na leto. Analiza srednjeročne vzdržnosti dolga vsebuje več alternativnih scenarijev, v katerih so šoki določeni v standardnih velikostih, vezanih predvsem na zgodovinska nihanja spremenljivk, ki so v scenarijih podvržene šokom. V alternativnem scenariju nižje rasti realnega BDP so šoki določeni v višini enega standardnega odklona rasti realnega BDP v obdobju 2011–2020, pri čemer se upošteva elastičnost odziva inflacije in obrestnih mer na spremembo BDP oziroma na poslabšanje primarne bilance v višini 0,25 oziroma -0,25. V tem scenariju bi realni BDP v letih 2022 in 2023 v povprečju rasel zgolj za okoli 1% na leto (v osnovnem scenariju bi glede na uporabljene predpostavke rasel s stopnjami okoli 4%). Tudi alternativni scenarij poslabšane primarne bilance je zasnovan na podlagi dolgoročnega odstopanja ter odzivnosti obrestnih mer v enaki višini kot v primeru šoka realnega BDP. Po tem scenariju bi bil primanjkljaj primarne bilance v obdobju 2022–2023 približno dvakrat večji od tistega v osnovnem scenariju.

<sup>10</sup> Trenutno razpoložljiva podlaga je dostopna na <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/mac.htm>. IMF (2021a) nakazuje razvoj posodobljenega okvira za analizo vzdržnosti dolga, ki bo vseboval tudi kratkoročne kazalnike in elemente analize dolgoročne (10 let) vzdržnosti dolga. Večina neodvisnih fiskalnih institucij v EU za analizo srednjeročne vzdržnosti uporablja prav okvir IMF. Za podrobnosti glede trenutne uporabe metodologij pri analizi vzdržnosti dolga v neodvisnih fiskalnih institucijah glej EU IFI (2021a).

<sup>11</sup> Izdatki sektorja država brez izdatkov za obresti v tem primeru v obdobju 2021–2026 v povprečju rastejo po 4,3% na leto. Njihova rast ob takšni predpostavki zaostaja za rastjo prihodkov v tem obdobju v povprečju za okoli 1,5 odstotne točke na leto. To je enako kot je v desetletju 2010–2019 veljalo za razliko med rastjo prihodkov in rastjo izdatkov sektorja država brez izdatkov za obresti in kapitalskih transferov (predvsem pomoči bančnemu sektorju). Ob takšnih predpostavkah se primanjkljaj sektorja država na raven okoli 3% BDP zniža v letu 2026. Z navedeno izbiro fiksnega razmerja med rastjo prihodkov in izdatkov je zagotovljeno, da se projekcije dolga sektorja država ne bi bistveno spremenile niti, če pride do sprememb v napovedih UMAR.

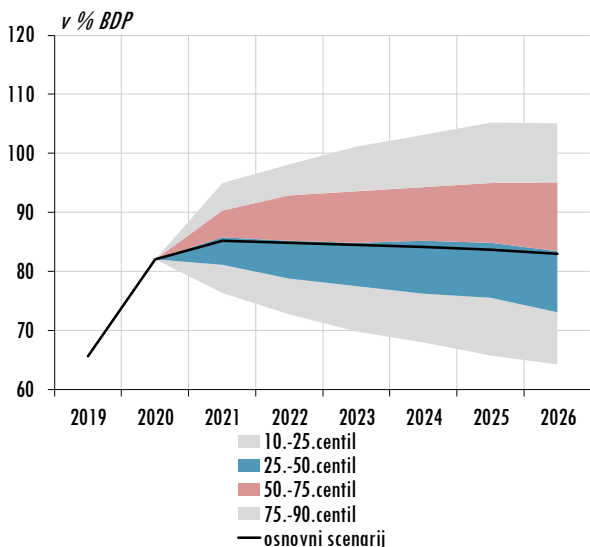


Šok obrestnih mer je izveden s standardiziranim pribitkom v višini 200 b. t. na obrestne mere iz osnovnega scenarija v obdobju 2022-2026.

Analiza ob uporabljenih predpostavkah nakazuje vzdržno dinamiko dolga sektorja država ob tveganjih v primeru nekaterih šokov na srednji rok. Tveganja so asimetrična in v nekoliko večji meri koncentrirana na zgornji strani porazdelitev projekcije dolga (glej Sliko 4.1). Ocena o tveganjih za vzdržnost dolga na srednji rok izhaja predvsem iz morebitne nižje gospodarske rasti, na višjo oceno tveganja pa bi vplivala tudi poslabšana primarna bilanca. V navedenih primerih bi se lahko dolg v nekaj letih povečal na raven blizu oziroma nad 90 % BDP, v primeru kombiniranega makroekonomsko-fiskalnega šoka pa bi se lahko povečal na nekaj pod 100 % BDP. Šok obrestnih mer ne bi imel pomembnejšega vpliva na spremembo ravni dolga zaradi (i) visokih sredstev iz predfinanciranja in posledično razmeroma nizke potrebe po financiranju z novim dolgom, (ii) vztrajanja predpostavke o razmeroma nizkih obrestnih merah novega zadolževanja ter (iii) strukture dolga, ki vsebuje le zanemarljiv delež obveznosti, vezanih na variabilno obrestno mero. Rezultati dodatne simulacije morebitne realizacije implicitnih obveznosti pokažejo, da bi dolg sektorja država postal nevzdržen oziroma bi se pojavila visoka tveganja glede njegove vzdržnosti na srednji rok, če bi na primer v posameznem letu v opazovanem obdobju prišlo do tovrstnega šoka v višini okoli 3 % BDP (1,4 mrd EUR)<sup>12</sup> oziroma če bi takšni šoki v vsakem letu v opazovanem obdobju znašali blizu oziroma nekaj pod 1 % BDP (0,5 mrd EUR).

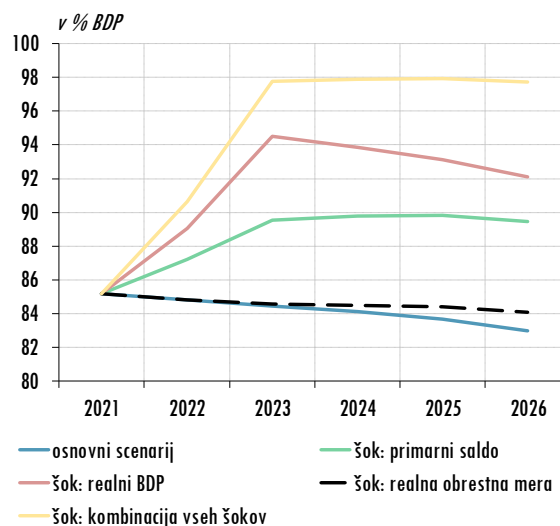
Ob tem velja ponoviti opozorilo, da se v zadnjem desetletju pojavljajo razmeroma visoki endogeno in eksogeno pogojeni šoki. Velja tudi, da lahko (tudi trenutno) ugodna razlika med obrestnimi merami in rastjo gospodarske aktivnosti zamegli nastajanje neravnotežij, da se ta razlika običajno spremeni hitro in da takšno spremembo običajno spremlja visoko povišanje dolga sektorja država. Hkrati velja, da v ugodnih gospodarskih časih fiskalna politika praviloma ni sposobna zagotoviti ustreznega znižanja dolga oziroma ne ustvari zadostnega fiskalnega prostora, ki bi omogočal ustrezno obsežno in aktivno proticiklično politiko v recesiji. Razmeroma manjšo občutljivost rezultatov simulacij na standardizirane šoke v primerjavi s povečanjem dolga države v obdobju globalne finančne ter bančne krize v začetku

Slika 4.1: Verjetnostna porazdelitev projekcij dolga sektorja država



Vir: FS

Slika 4.2: Odzivi dolga sektorja država na šoke



Vir: FS

<sup>12</sup> To je dobra četrtina vseh danih državnih poroštev glede na stanje iz decembra 2020 (zadnji razpoložljiv podatek) oziroma približno dve tretjini državnih poroštev, danih javnim nefinančnim družbam (glej tudi poglavje 6). Na podobnih ravneh deleža v BDP so bile glede na dosedanje izkušnje realizirane potencialne obveznosti oziroma javnofinančni stroški težav zasebnega sektorja v svetovnem merilu (brez finančnih institucij; glej Tabela 6.2).

oziroma sredini prejšnjega desetletja je tako moč pojasniti prav z občutno večjimi dejanskimi kombiniranimi šoki v gospodarstvu v krizah, ki presegajo standardizirane šoke v analizi srednjeročne vzdržnosti dolga.

Ugotovitve o srednjeročni vzdržnosti dolga so v pretežni meri podobne tistim iz analize Evropske komisije (2021b).<sup>13</sup> Dolg sektorja država se na podlagi te analize za Slovenijo glede na različne uporabljene predpostavke v celotnem obdobju nahaja blizu 80 % BDP. Odziv dolga sektorja država v Sloveniji na standardizirane šoke obrestnih mer in gospodarske rasti je podoben oziroma celo manjši od povprečnega odziva držav EU, čeprav so prav s tem povezana tveganja poleg povečane ravni dolga v krizi v analizi Evropske komisije navedena kot dejavnik, ki Slovenijo uvršča med države z visokim tveganjem glede srednjeročne vzdržnosti dolga.<sup>14</sup> Stohastične simulacije, ki jih je pripravila Evropska komisija (2020c), ob tem kažejo na več kot 50 % verjetnost, da bo delež dolga v BDP v letu 2025 v Sloveniji večji kot v letu 2020, kar naj bi bilo podobno kot za polovico držav EU in tudi za povprečje EU. Slovenija je tako glede na kazalnik S1<sup>15</sup> uvrščena med države s srednje velikim tveganjem glede srednjeročne vzdržnosti dolga. Na takšen rezultat najbolj oziroma skoraj v dvakrat večjem obsegu kot v povprečju EU vplivajo predvideni povečani stroški staranja, v manjši meri oziroma za polovico manj kot v povprečju EU pa javnofinančna konsolidacija, zahtevana zaradi preseganja meje dolga na ravni 60 % BDP.

## 5. Dolgoročne simulacije

Dolgoročne simulacije, ki smo jih pripravili, nakazujejo veliko verjetnost nevzdržnih gibanj dolga v primeru neukrepanja na področju sistemov socialne varnosti. To bi veljalo še posebej, če bi nadaljnje večanje izdatkov za staranje spremljalo postopno zaostrovanje denarne politike, pri čemer v analizo niso bili vključeni drugi potencialni bodoči javnofinančni stroški, kot so npr. tisti, povezani s podnebnimi spremembami. Kljub razmeroma ugodnim rezultatom analize srednjeročne vzdržnosti dolga do leta 2026 dolgoročne simulacije že z upoštevanjem ozkega nabora bodočih implicitnih javnofinančnih obveznosti kažejo, da bi lahko dolg sektorja država ob predpostavki nespremenjene ekonomske politike v večini – oziroma v tistih bolj realističnih – scenarijev v naslednjih 30 letih precej presegel 150 % BDP.

Bistveno vlogo pri dolgoročnih simulacijah imajo poleg v našem primeru privzete predpostavke o izdatkih še predpostavke o razliki med obrestno mero in rastjo gospodarske aktivnosti ter o gibanju javnofinančnih prihodkov. V vseh scenarijih so za začetni leti simulacij, 2020 in 2021, privzete vrednosti za deleže prihodkov, izdatkov in dolga v BDP iz Osnutka proračunskega načrta 2021. Predpostavko o implicitni obrestni meri smo spreminjali glede na možne skupne spremembe dveh spremenljivk, netvegane obrestne mere in premije za tveganje.<sup>16</sup> Za predpostavko o gospodarski rasti je za leti 2021 in 2022 uporabljena napoved UMAR, v letih do konca desetletja smo predpostavili rast realnega BDP v

<sup>13</sup> V analizi EK je kot srednjeročno obdobje obravnavano obdobje 10 let oziroma 2021-2031. Tudi daljše obdobje analize, v katerem se npr. lahko dodatno kumulirajo pričakovani povišani javnofinančni stroški staranja, bi lahko bilo razlog za višjo oceno tveganja srednjeročne vzdržnosti dolga.

<sup>14</sup> Dodatna kazalnika, ki naj bi po oceni EK nakazovala na povečana tveganja sta sorazmerno visok delež dolga sektorja država v lasti nerezidentov in visok delež slabih posojil.

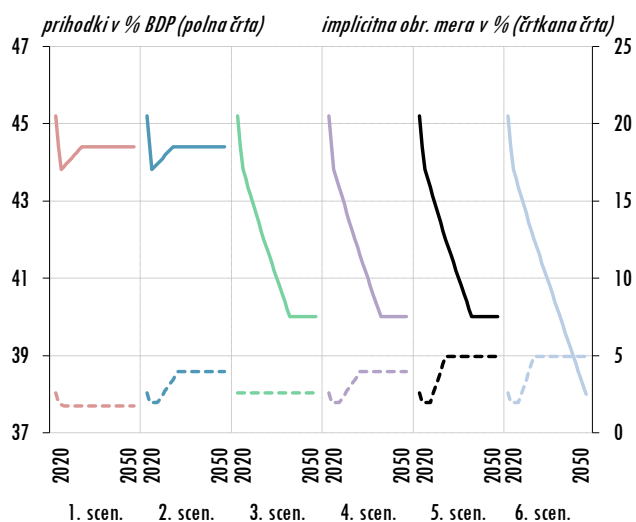
<sup>15</sup> Kazalnik srednjeročne vzdržnosti dolga, ki ga uporablja Evropska komisija. Več npr. v Evropska komisija (2021c), poglavje 3.3.

<sup>16</sup> V analizi torej ni eksplicitno upoštevana možnost, da bi se zaradi spremenjenih ravni dolga spremenila premija za tveganje (običajno se meri kot pribitek na netvegano obrestno mero, npr. na ključno obrestno mero denarne politike ali na zahtevano donosnost nemških državnih obveznic). Zaradi običajno nelinearnih učinkov višine dolga na premijo za tveganje (glej npr. Evropska komisija, 2020a: str. 53) in povratnih učinkov premije na dolg lahko zato sklepamo, da so rezultati simulacij dolga – sploh pri njegovih višjih ravneh – verjetno podcenjeni. Analiza je tudi sicer zelo poenostavljena in med drugim ne upošteva stanja in morebitnih sprememb ročnosti strukture dolga. Zaradi dolgega obdobja analize, ki precej presega povprečno ročnost dolga slovenskega državnega proračuna do zapadlosti (ob koncu januarja 2021 je ta po podatkih Ministrstva za finance znašala 9,6 let), so učinki tega elementa sicer manj pomembni kot npr. pri srednjeročni analizi vzdržnosti dolga.

višini 3 % in nato rast, skladno s projekcijami iz Programa stabilnosti 2019. Za celotno obdobje smo predpostavili, da bo deflator BDP rasel s stopnjo 2 % na leto. Dinamika primarnih izdatkov je v celoti privzeta glede na dolgoročne projekcije iz zadnjega Poročila o staranju (2018) glede gibanja javno-finančnih stroškov, povezanih s staranjem.<sup>17</sup> Predpostavka o prihodkih je povezana izključno z možnimi posledicami staranja na število aktivnih prebivalcev. Simulacije, ki jih prikazujemo v nadaljevanju, niso napovedi, saj upoštevajo t. i. predpostavko nespremenjene ekonomske politike. Dolgoročne simulacije so tako namenjene predvsem pregledu možnih poti gibanja dolga sektorja država na dolgi rok ob realizaciji uporabljenih eksogenih predpostavk in s tem odražajo tveganja, ki jim je lahko izpostavljen dolg sektorja država.<sup>18</sup> Bistvena razlika med dolgoročnimi in srednjeročnimi simulacijami, prikazanimi v predhodnem poglavju, je časovna dimenzija, v kateri določeni trendi zaradi kumulacije v daljšem obdobju, predvsem pa zaradi predvidene pospešitve stroškov staranja po zaključku obdobja simulacij v okviru analize srednjeročne vzdržnosti dolga, postanejo bolj očitni.

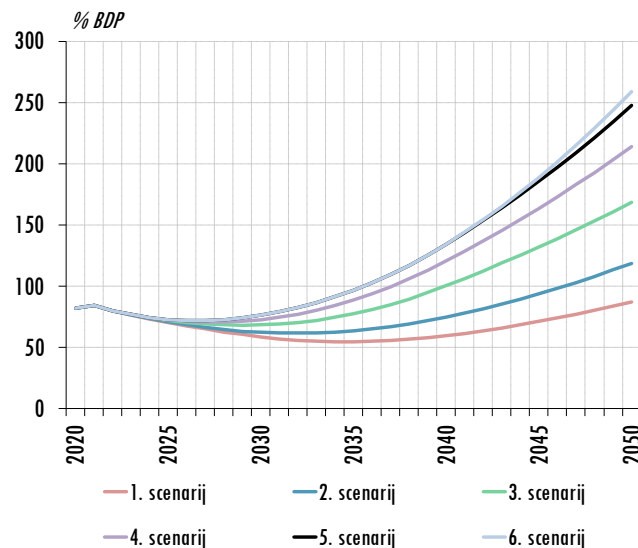
Predpostavke za deleže prihodkov, primarnih izdatkov in za implicitno obrestno mero so določene tako, da omogočajo pripravo čim širšega nabora smiselnih scenarijev. V 1. scenariju je tako uporabljena kombinacija domala nespremenjene implicitne obrestne mere<sup>19</sup> ter razmeroma stabilnega deleža prihodkov v BDP. Enaka raven prihodkov je ob predpostavki postopno naraščajočih obrestnih mer uporabljena tudi v 2. scenariju. V preostalih scenarijih je namesto konstantnega deleža prihodkov v BDP predpostavljeno postopno upadanje prihodkov, ki je skladno s predvidenim upadanjem deleža delovno aktivnega prebivalstva v predpostavkah iz predhodnega (2018) in tudi prihodnjega Poročila o staranju (2021), velikost padca pa je v pretežni meri še nekoliko večja kot v dolgoročnih projekcijah iz Programa stabilnosti 2019. Predvsem v 5. in v 6. scenariju je poleg tega uporabljena tudi predpostavka o razmeroma močnem povišanju obrestnih mer, ki najvišjo raven dosežejo v letu 2030, v preo-

Slika 5.1: Predpostavke dolgoročnih scenarijev



Vir: 2020 in 2021 - MF OPN21, preostalo obdobje predpostavke FS.

Slika 5.2: Rezultati dolgoročnih simulacij dolga sektorja država



Vir: OPN21 in predpostavke FS, preračuni FS.

<sup>17</sup> Fiskalni svet namerava v prihodnje okrepiti analitično zmogljivost analize dolgoročne vzdržnosti dolga sektorja država predvsem iz vidika večje vključenosti parametrov sistemov socialne zaščite tudi s pomočjo tehnične pomoči, financirane s strani Evropske komisije. Glej [https://ec.europa.eu/slovenia/news/tsi-projects\\_sl](https://ec.europa.eu/slovenia/news/tsi-projects_sl).

<sup>18</sup> Za podobne simulacije glej EU IFI, 2021b.

<sup>19</sup> Opozarjamo na predpostavko o izredno visoki implicitni obrestni meri, ki izhaja iz osnovnega scenarija dolgoročnih projekcij, predstavljenih v zadnjem javnem dolgoročnem scenariju (Tabela 13) iz Programa stabilnosti 2019 (april, 2019). Povečanje izdatkov za obresti je bilo namreč v tem dokumentu npr. za približno štirikrat večje od povečanja starostno pogojenih izdatkov. Verjetno je takšna predpostavka odražala modelsko pogojeni endogeni odziv zahtevane donosnosti vrednostnih papirjev na višanje ravni dolga sektorja država. Takšnega scenarija zaradi nerealistično visokega porasta implicitne obrestne mere (po naših izračunih je v letu 2070 presegla 20 %) v našo analizo dolgoročne vzdržnosti dolga nismo vključili.

stanku obdobja obeh scenarijev pa ostanejo nespremenjene. Predpostavko o močnejšem povišanju obrestnih mer v obeh navedenih scenarijih je mogoče razložiti z morebitno hitrejšo normalizacijo denarne politike ali pa s povišanjem premije za tveganje. V scenarijih, v katerih je predvideno višanje obrestnih mer, se le-to prične šele v letu 2025. Najvišja raven predpostavljene implicitne obrestne mere v 5. in 6. scenariju je nekaj manj kot 5 %. To je približno 0,3 o. t. pod najvišjo ravniyo implicitnih obrestnih mer, doseženih v desetletju 2011-2020. Ker obstaja v prihodnosti glede na trenutne stanje in napovedi povečana verjetnost za normalizacijo obrestnih mer in upadanje javnofinančnih prihodkov, ocenjujemo, da so scenariji z uporabo tovrstnih predpostavk bolj verjetni. Tako za najbolj verjetnega trenutno ocenjujemo 4., nekoliko manj verjetni pa so tudi 3., 5. in 6. scenarij. V vseh prikazanih dolgoročnih scenarijih je predpostavljena ugodna razlika med obrestno mero in rastjo gospodarske aktivnosti, ki je negativna vsaj do leta 2030 (5. in 6. scenarij), v 1. in 2. scenariju pa v celotnem obdobju do 2050.<sup>20</sup>

Rezultati dolgoročnih simulacij dolga sektorja država nakazujejo razmeroma visoka tveganja vzdržnosti dolga zaradi spremenjenih makroekonomskih in demografskih okoliščin. Glede na uporabljene predpostavke je razumljiv tudi razmeroma visok razpon rezultatov simulacij deleža dolga v BDP, ki se v letu 2050 nahaja med 90 % in 250 % BDP oziroma nad 150 % BDP v scenarijih, ki so bolj realistični. Simulacije kažejo ob realizaciji pričakovanih stroškov staranja v obliki povečanih javnofinančnih izdatkov tudi na izredno velik pomen prihodkov, kar se npr. odraža v razliki med rezultati 2. in 4. scenarija. Hkrati na pomen gibanja obrestnih mer za dolgoročno dinamiko dolga sektorja države opozarjajo razlike med 1. in 2. scenarijem ob nespremenjeni ravni prihodkov ali pa še v večji meri med 3. in 5. scenarijem ob predpostavljeni upadajoči ravni prihodkov. Rezultati scenarijev z izjemo verjetno manj realističnih 1. in 2. scenarija tako opozarjajo na tveganja dolgoročne vzdržnosti dolga sektorja država. Ta namreč postanejo posebej očitna, ko bi se neugodnim javnofinančnim posledicam demografskih gibanj na izdatkovni in na prihodkovni strani pridružilo eksogeno ali v najslabšem scenariju dodatno endogeno pogojeno zaostrovanje pogojev financiranja.

## 6. Tveganja dolga in potencialne obveznosti

Ocena tveganj predstavlja eno temeljnih komponent analize dolga. Javnofinančna tveganja lahko razdelimo na neposredna in posredna ter na eksplicitne in implicitne obveznosti. Neposredna tveganja predstavljajo obveznosti, ki se bodo zagotovo pojavile, medtem ko so posredne obveznosti tiste, ki se lahko ali pa se ne odrazijo v javnofinančnih rezultatih glede na to, ali pride do realizacije določenih dogodkov. Eksplicitne obveznosti so tiste, ki izvirajo iz zakonodaje ali iz pogodb in jih vlada mora priznati. Implicitne obveznosti pa predstavljajo moralno zavezo vlade, ki jih vlada praviloma prizna zaradi pričakovanj ali političnih pritiskov, čeprav je zakonodaja k temu ne zavezuje.

Zgolj podatki o dolgu niso zadostni za celovito oceno dolgoročne vzdržnosti javnih financ, saj ne zajemajo vseh bodočih obveznosti javnih blagajn. Neposredne obveznosti iz leve strani gornje matrike, povezane s tekočimi obveznostmi proračuna in obveznosti, povezane npr. s staranjem prebivalstva, smo obravnavali v predhodnih dveh poglavjih, zato se v tem poglavju posvečamo prikazu preostalih dolgoročnih tveganj javnih financ in predvsem obsegu poroštev države.

Mednarodne primerjave kažejo, da so lahko javnofinančni stroški, ki izhajajo iz posrednih obveznosti države, dokaj veliki. IMF (Bova et al., 2016) je te obveznosti ocenil za 200 primerov v 80 državah v

<sup>20</sup> Ista predpostavka izhaja tudi iz napovedi za obdobje 2020-2022, ne pa tudi iz dejanske razlike med obrestno mero in rastjo gospodarske aktivnosti v dolgoročnem obdobju 2001-2019. Oboje je prikazano v Sliki 3.5.

Tabela 6.1: Matrika javnofinančnih tveganj

Viri obveznosti	Neposredne obveznosti (obveznost nastane v vsakem primeru)	Pogojne obveznosti (obveznost nastane, če pride do določenega dogodka)
<b>Eksplicitne</b>  <i>obveznost vlade izvira iz zakonodaje ali pogodb</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Državni dolg (posojila in vrednostni papirji, ki jih izda sektor država)</li> <li>• Izdatki na podlagi proračunske zakonodaje</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Državne garancije za zadolževanje in prevzemanje drugih obveznosti s strani institucij sektorja država ter javnih in zasebnih subjektov (razvojne banke)</li> <li>• Krovne državne garancije za različne vrste posojil (hipotekarna posojila, študentska)</li> <li>• Garancije na področju mednarodne menjave in ščitenja deviznega tečaja, ki jih izda država</li> <li>• Državne garancije za zasebne naložbe</li> <li>• Državni sistemi zavarovanja (zavarovanje depozitov, dohodkov iz zasebnih pokojninskih skladov)</li> </ul>
<b>Implicitne</b>  <i>moralna obveznost vlade na podlagi pritiskov javnosti in interesnih skupin</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prihodnje pokojnine</li> <li>• Sistemi socialne varnosti</li> <li>• Prihodnji stroški aktivnih javnih investicijskih projektov</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nesposobnost plačila obveznosti institucij sektorja država ter javnih in zasebnih subjektov za del dolga, kjer država ni prevzela garancije</li> <li>• Težave bančnega sektorja (dodatna podpora danemu zavarovanju države, če to obstaja)</li> <li>• Prevzemanje obveznosti privatiziranih subjektov</li> <li>• Nesposobnost plačila obveznosti nezajamčenega pokojninskega sklada, sklada za zaposlovanje ali ostalih skladov socialne varnosti (zaščita malih)</li> <li>• Morebitna negativna neto vrednost in / ali nesposobnost plačila obveznosti centralne banke</li> <li>• Obnova okolja, stroški naravnih nesreč</li> </ul>

Vir: Brix in Schick (2002).

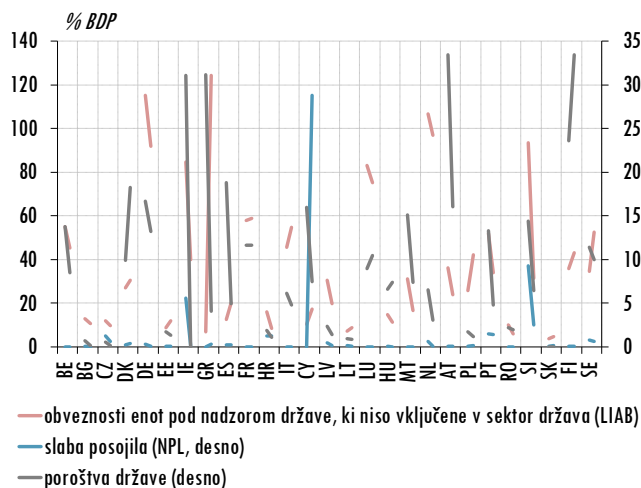
obdobju 1990-2014. Najdražje iz javnofinančnega vidika, v povprečju blizu 10% BDP, so realizacije posrednih obveznosti v finančnem sektorju. Do realizacije posrednih obveznosti pride običajno v času recesije, kar praviloma vodi do uresničitve več dogodkov hkrati, kar sproži visoke javnofinančne stroške. Ista analiza kaže tudi, da so javnofinančni stroški, povezani s posrednimi obveznostmi, nižji v državah z manjšimi nihanjem gospodarske aktivnosti in z učinkovito delujočimi institucijami (npr. za nadzor finančnih trgov), z ustrezno urejenim upravljanjem s podjetji v lasti države, učinkovitimi sistemi ravnanja ob naravnih nesrečah itd.

Tabela 6.2: Javnofinančni stroški posrednih obveznosti sektorja država

Vrsta realizirane pogojne obveznosti	Povprečni javnofinančni stroški (% BDP)	Maksimalni javnofinančni stroški (% BDP)
Finančni sektor	9,7	56,8
Zakonodaja	7,9	15,3
Podraven sektorja država	3,7	12
Podjetja v lasti države	3,0	15,1
Naravne nesreče	1,6	6,0
Zasebna nefinančna podjetja	1,7	4,5
PPPs	1,2	2,0
Ostalo	1,4	2,5
<b>Skupaj</b>	<b>6,1</b>	<b>56,8</b>

Vir: Bova et al. (2016).

Slika 6.1: Pogojne obveznosti sektorja država, 2013 in 2019



Vir: Eurostat. Opomba: Če podatki za 2013 in 2019 niso bili na voljo, je za začetno/končno leto prikazano najbližje leto s podatki:  
 NPL: začetek BE:2017, HR:2015, konec FR:2014,  
 LIAB: začetek CY:2012, konec FR, NL, AT: 2018.

Poročanje o potencialnih posrednih obveznostih je v EU zahtevala Direktiva 2011/85/EU, na podlagi katere morajo države članice objavljati podatke o potencialnih obveznostih, ki bi lahko imele pomemben vpliv na javnofinančni saldo. Med te obveznosti Direktiva uvršča predvsem podatke o poroštvih države, slabih posojilih in obveznostih, ki izvirajo iz delovanja javnih podjetij, ki so pod nadzorom države, a metodološko v sektor država niso vključena. Države članice so o navedeni obveznostih dolžne letno poročati Eurostatu, ki podatke od leta 2014 (prvo poročilo se je nanašalo na leto 2013) objavlja na svoji spletni strani.<sup>21</sup>

Slovenija se uvršča med države z razmeroma visokim deležem potencialnih obveznosti države glede na BDP, a hkrati med države, ki se jim je ta delež v obdobju, za katerega so razpoložljivi podatki (praviloma 2013-2019), tudi najbolj znižal. To velja tako za porošstva države kot za obveznosti družb, ki so v lasti ali pod nadzorom države in tudi za slaba posojila na aktivni strani bilanc državnih institucij.<sup>22</sup> Največje znižanje je v povprečju omenjenih treh kategorij v navedenem obdobju dosegla Irska. Glede na trenutne podatke imajo večji delež poroštev države v BDP v primerjavi s Slovenijo npr. Belgija, Danska, Nemčija, Avstrija in Finska, medtem ko je delež obveznosti družb, ki so pod nadzorom države (metodološko pa v sektor država niso vključene), poleg v večini naštetih držav večji tudi npr. v Luksemburgu, na Nizozemskem in na Švedskem.

Dana porošstva, ki jih daje država, v Sloveniji redno spremlja Ministrstvo za finance. Objavlja jih v mesečnih pregledih javnofinančnih gibanj, podrobneje pa jih predstavlja v letnih poročilih o upravljanju z javnim dolgom RS (glej Ministrstvo za finance (2020)).<sup>23</sup> Zadnji razpoložljivi podatki za december 2020 kažejo, da je stanje državnih poroštev znašalo okoli 5,1 mrd EUR oziroma 11,2 % BDP. Med poroštvu se največji delež oziroma dobri dve petini nanašata na javne nefinančne družbe (in od tega okoli 85 % na DARS, d. d., pri katerem je velika večina vseh obveznosti iz zadolževanja 100 % zava-

<sup>21</sup> Pojasnila o zbiranju informacij o potencialnih obveznostih sektorja država v državah EU so dostopna na <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/contingent-liabilities>, na kateri je tudi povezava do relevantnih podatkovnih baz.

<sup>22</sup> Pri slednjih gre v primeru Slovenije večinoma za slaba posojila v upravljanju DUTB, ki je skladno z metodologijo ESA 2010 uvrščena v sektor država.

<sup>23</sup> Kljub obsežnemu poročilu v njem ni seznama pravnih oseb iz 87. člena ZJF. 87. člen ZJF navaja, da država med drugim izdaja porošstva posrednim uporabnikom državnega proračuna, Zavodu za zdravstveno zavarovanje Slovenije in Zavodu za pokojninsko in invalidsko zavarovanje Slovenije, javnim gospodarskim zavodom, javnim podjetjem in pravnim osebami, v katerih ima država odločujoč vpliv na upravljanje. Njihov seznam iz leta 2019 je razpoložljiv na <https://www.gov.si/assets/ministrstva/MF/Javno-premozenje/DOKUMENTI/SUJP/e-Dolg-drzavni-nivo/Seznam-pravnih-oseb-iz-87.-clena-Zakona-o-javnih-financah.pdf>

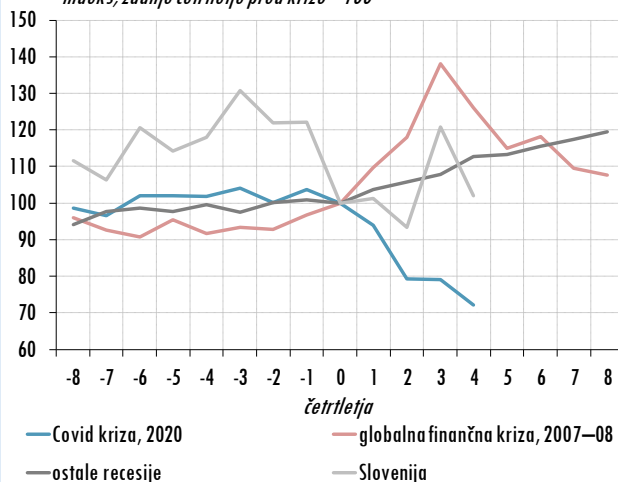
## Okvir 6.1: Stečajni v krizi in implicitne obveznosti države

Globoka gospodarska kriza se zaenkrat še ni bistveno odrazila v stečajih podjetij. Podatki za razvite države kažejo, da število stečajev eno leto po pričetku epidemiološke krize upada, kar je v nasprotju z dogajanjem v običajnih krizah. Podobno je tudi v Sloveniji, kjer je dinamika stečajev sicer nekoliko bolj skladna z običajnim številom stečajev, a je to trenutno kljub temu nižje od tistega v povprečni recesiji. Pri tem delež nesolventnih podjetij v Sloveniji glede na mednarodne primerjave (Ebeke et al., 2021) ob bolj ugodnem izhodiščnem stanju zaradi ukrepov ekonomske politike v krizi ostaja precej pod povprečjem razvitih držav EU, čeprav se je v krizi delež podjetij s prekomerno zadolženostjo povečal podobno kot v povprečju EU. Iz tega bi lahko sklepali, da je glede na trenutne razmere nekoliko manjša tudi potreba po dodatnem kapitalu slovenskih podjetij.<sup>1</sup>

Takšno dogajanje je verjetno poleg boljšega izhodiščnega stanja glede na predhodne krize v veliki meri posledica ukrepov, ki so jih za omejevanje posledic epidemije sprejemale vlade. Hkrati je ta kriza drugačna ob običajnih, do katerih pride pretežno zaradi nakopičenih neravnotežij in so za odpravo le-teh potrebne spremembe v strukturi gospodarstva. Slovenska podjetja so v povprečju v primerjavi s preteklimi krizami vstopila z dokaj visokimi likvidnostnimi rezervami in nizko zadolženostjo (npr. Banka Slovenije, 2020 in Ebeke et. al 2021).<sup>2</sup> Ukrepi so se v dosedanjem poteku krize večinoma nanašali na krepitev likvidnostnega položaja podjetij. Fiskalni svet med takšne ukrepe v Sloveniji šteje odloge in obročna plačila davkov, neobračunane in neplačane akontacije davčnih obveznosti, povračila fiksnih stroškov, poročstva in likvidnostne kredite (SID banka in SPS) ter odlog plačila kreditnih obveznosti.<sup>3</sup> Do februarja 2021 so ti ukrepi skupaj državni proračun neposredno oziroma posredno obremenili za približno 1 mrd EUR, kar je približno ena tretjina vseh ukrepov za omejevanje posledic epidemije. Poleg tega je interventna zakonodaja (97. člen ZIUZEOP iz aprila 2020)<sup>4</sup> uvedla tudi moratorij na stečajne postopke, ki bi bili sproženi kot posledica poslabšanja poslovanja zaradi razglasitve pandemije.

Prehitro umikanje podpornih ukrepov ali umajanje ukrepov, ki so potrebni za zagotavljanje kapitalske trdnosti podjetij, lahko močno poslabša položaj podjetij. Hkrati bo šele po odpravi ukrepov oziroma s časovnim zamikom tudi nekaj let, če upoštevamo dogajanje po globalni finančni krizi,<sup>5</sup>

**Slika: Stečajni podjetij v Sloveniji v trenutni krizi ter v razvitih gospodarstvih ob nedavnih in trenutni gospodarski krizi**  
indeks, zadnje četrletje pred krizo=100



Opomba: Podatki za Slovenijo se nanašajo na skupno število izbrisanih subjektov iz poslovnega registra zaradi stečaja.

Vir: IMF World Economic Outlook Update January 2021 (Slika 6) in AJPEŠ. Preračuni FS.



mogoče ugotoviti, v kolikšni meri je bilo gospodarstvo dejansko prizadeto. Simulacije (Evropska komisija, 2021d) kažejo, da bi v primeru odsotnosti pomoči skoraj ena četrtnina podjetij v EU zašla v likvidnostne težave.<sup>6</sup> Te se lahko pri podjetjih, ki so bila finančno ranljiva že pred pričetkom krize, v večji meri pokažejo tudi kot težave s solventnostjo, v primerjavi med državami pa so tovrstne težave odvisne od strukture gospodarstva, izpostavljenosti epidemiji in od ukrepov, ki so v veljavi v posameznih državah. Za razliko od nekaterih držav evrskega območja se slovenska podjetja v krizi niso naslonila na bančno kreditiranje v večji meri, temveč so ga majhna in srednje velika podjetja celo zmanjševala. Pri tem so hkrati povečala obseg odobrenih, vendar nečrpanih posojil. Podjetja so se v veliki meri opirala tudi na posojila nadrejenih tujih družb oziroma na pritok lastniškega kapitala iz tujine. Anketa majhnih in srednje velikih podjetij v EU je za prvi val krize pokazala, da dostop do financiranja ni bil glavna ovira pri poslovanju, čeprav je bil delež slovenskih podjetij, ki so ocenila, da se je dostop do državnih podpor vključno s poroštvi izboljšal, približno trikrat manjši kot v povprečju EU.<sup>7</sup> Kljub temu se je njihov finančni položaj glede na sektorsko raznolik vpliv krize poslabšal vsaj v nekaterih dejavnostih. Na to kažejo tudi podatki Banke Slovenije o nedonosnih izpostavljenostih bančnega sektorja, ki so se v enem letu do decembra 2020 povečale v dejavnostih kmetijstva, prometa in skladiščenja, gostinstva, informacijskih in komunikacijskih dejavnostih, ter v rekreacijskih in kulturnih dejavnostih. Po podatkih Bank Lending Survey ECB, ki so razpoložljivi za evrsko območje, so banke ob koncu leta 2020 pričele zaostroovati posojilne standarde in zahteve po zavarovanju posojil.

Nadaljnje poslabšanje položaja podjetij bi lahko povzročilo realizacijo potencialnih obveznosti sektorja država, kjer tveganja trenutno sicer niso posebej izrazita, predvsem pa posredne učinke, ki lahko imajo negativen vpliv na javne finance. Neposredni učinki bi lahko izvirali iz unovčenja danih poroštev države ali težav podjetij, v katerih je država večinski lastnik. Sestava portfelja naložb SDH je močno koncentrirana, saj je 20 največjih naložb, ki so večinoma iz področij energetike, prometa in telekomunikacij, ob koncu leta 2019 predstavljalo več kot 96 % knjigovodske vrednosti celotnega portfelja v upravljanju, ki znaša nekaj nad 10 mrd EUR (SDH, 2020). Tudi če o strukturi podjetij, ki lahko povzročijo tovrstne neposredne učinke, sklepamo na podlagi seznama podjetij iz opombe 28, neposredni učinki ne bi smeli biti visoki, saj gre v pretežni meri za podjetja iz področij energetike in ostale infrastrukture ter za javne agencije. Poroštva, odobrena v krizi s strani SID banke in SPS, so do sredine februarja znašala okoli 200 mio EUR.

Posredni učinki dodatno poslabšanega finančnega položaja podjetij ob umikanju ukrepov se nanašajo predvsem na poslabšanje razmer na trgu dela, na morebitne vertikalne in horizontalne posledice v dobavnih verigah gospodarstva ter tudi na slabšanje portfelja bančnega sektorja. V primerjavi s prejšnjo krizo je v Sloveniji v državnem lastništvu precej manjši delež bank, kar se je odrazilo tudi v zmanjšanju potencialnih obveznosti sektorja država (glej Sliko 6.1). Kljub temu so poleg nujne pozornosti pri časovnici umikanja ukrepov in večje ciljne usmerjenosti ukrepov potrebni pravočasna prilagoditev stečajne zakonodaje in možnost prestrukturiranja obveznosti podjetij, ki izkazujejo sposobnost rasti v obdobju po epidemiji, v določenih primerih in pretežno začasno tudi z morebitno vključitvijo države ob aktivnem sodelovanju bank.<sup>8</sup> Takšno usklajeno delovanje bi lahko v veliki meri preprečilo obstoj prekomernega števila t. i. »zombie«<sup>9</sup> podjetij oziroma, skladno z naravo krize, »zombie« dejavnosti. Prav slednje na daljši rok, ob tem, da omejujejo alokacijo proizvodnih dejavnikov in nižajo agregatno produktivnost ter s tem krčijo javnofinančne prihodke, večajo tudi tveganja za nastanek potencialnih obveznosti sektorja država.



<sup>1</sup> Takšne ugotovitve verjetno podcenjujejo dejansko stanje, saj so v analizi upoštevani vsi najavljeni in ne dejansko izvedeni ukrepi.

<sup>2</sup> Pri tem opozarjamo na analizo Bircan et al. (2020), ki kaže, da naj bi majhna in srednje velika slovenska podjetja v krizo vstopila z razmeroma nizkimi zalogami likvidnosti in z razmeroma visoko zadolženostjo. Glede na analizo v Lušina in Tavčar (2021) naj bi šlo pri tem predvsem za mikro podjetja (do 9 zaposlenih), ki so predstavljala več kot polovico prezadolženih podjetij na podlagi poslovnih izidov za leto 2019. Mikro družbe so v letu 2019 predstavljale skoraj tri četrtine pravnih oseb z neporavnanimi obveznostmi in ob tem dolgovale več kot polovico vseh neporavnanih obveznosti.

<sup>3</sup> Glej redno spremljanje učinkov ukrepov za omilitve posledic epidemije Fiskalnega sveta na [www.fs-rs.si](http://www.fs-rs.si).

<sup>4</sup> Razpoložljivo na <http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=ZAKO8190>.

<sup>5</sup> Glej analizo v Tavčar (2021).

<sup>6</sup> Zelo podobni so tudi rezultati za segment majhnih in srednje velikih podjetij v Avstriji (KMU Forschung Austria, 2021), ki hkrati ugotavljajo, da bi se lahko delež plačilno nesposobnih podjetij brez pomoči države glede na obdobje pred krizo povečal za tri- do petkrat.

<sup>7</sup> To lahko sicer kaže tudi na razmeroma pozno uvedena poročstva države v interventnih zakonih. Rezultati ankete SAFE, ki se nanaša na obdobje od aprila do septembra 2020, so razpoložljivi na <https://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/data-surveys/>. Nasprotno so tako velika kot podjetja v anketi BS in SID banke poudarila, da dostop do državnih pomoči v krizi ne predstavlja omejitvenega dejavnika pri njihovem poslovanju (anketa, v kateri so upoštevani odgovori do konca novembra 2020, je razpoložljiva na <https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/rezultati-ankete-o-virih-financiranja-podjetij-2020.pdf>).

<sup>8</sup> K slednjemu poziva tudi Banka Slovenije. Glej <https://bsi.si/mediji/1621/ureditev-na-podrocju-moratorijev>

<sup>9</sup> T. i. »zombie«<sup>9</sup> podjetja so podjetja, ki niso sposobna plačevati stroškov lastnega dolga in je zato njihov obstoj odvisen od kreditodajalcev. Termin se je izoblikoval na podlagi japonske izkušnje po krizi nepremičninskega trga v 2001, ko so banke odpravljale in obnavljale posojila nesolventnim podjetjem zaradi prikrivanja izgub v lastnih bilancah, pa tudi zaradi izogibanja kritikam javnosti, da s posojili niso pripravljene pomagati podjetjem v stiski. Več o tej tematiki v času koronakrize glej Laeven et al. (2020).

rovana s poroštvom Republike Slovenije), slaba tretjina pa na poročstva za posojila EFSF. Glede na ročnost in upnika se pri tem tri četrtine nanašajo na dolgoročni zunanji dolg.

Potencialne obveznosti sektorja država v obliki danih poroštev se v pretežni meri odražajo v dolgu poslovnih subjektov, ki jih določa 87. člen Zakona o javnih financah, in je objavljen v publikaciji Ministrstva za finance (2020). Dolg teh pravnih oseb je ob koncu leta 2019 znašal 5,1 mrd EUR oziroma 10,5 % BDP. Dolg pravnih oseb iz 87. člena Zakona o javnih financah se v zadnjih petih letih niža, najvišje ravni pa je dosegel v letih 2013 in 2014, ko je znašal okoli 20 % BDP.

## Literatura

Badia, M.M., Medas, P., Gupta, P. in Y. Xiang (2020). Debt Is Not Free. IMF Working Paper. WP 20/1. January. International Monetary Fund. Washington D.C.

Banka Slovenije (2020). Poročilo o finančni stabilnosti. November.

Bircan, C., De Haas, R., Schweiger, H. in A. Stepanov (2020). Coronavirus credit support: Don't let liquidity lifelines become a golden noose. June. Razpoložljivo na: <https://voxeu.org/article/coronavirus-credit-support-don-t-let-liquidity-lifelines-become-golden-noose>

Blanchard, O. (2019). Public Debt and Low Interest Rates. American Economic Review 109 (4). pp. 1197-1229.

Bloch, D. in F. Fall (2015). Government debt indicators: understanding the data. Economics Department Working Papers No. 1228. June. OECD. Paris.

Bova, E., Ruiz-Arranz, M., Toscani, F. in H. Elif Ture (2016). The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset. IMF Working Paper. WP 16/14. January. International Monetary Fund. Washington D.C.

Brix, H. P. in A. Schick (2002). Government at Risk: Contingent Liabilities and Fiscal Risk. World Bank. Washington D.C.

Ebeke, C., Jovanovic, N., Valderrama, N. in J. Zhou (2021). Corporate Liquidity and Solvency in Europe during COVID-19: the Role of Policies. IMF Working Paper. WP 21/56. March. International Monetary Fund. Washington D.C.

EU IFI (2021a). The role of the Independent Fiscal Institutions in the new era of high public debt. February. The Network of EU Independent Fiscal Institutions.

EU IFI (2021b). The public debt outlook in the EMU post-Covid: A key challenge for the EU fiscal framework. February. The Network of EU Independent Fiscal Institutions.

Eurostat (2014). Measuring net government debt: theory and practice – 2014 edition. Statistical working papers. Luxembourg.

Eurostat (2020). Draft guidance note on the statistical recording of the Recovery and Resilience Facility. Methodological note. November. Directorate D – Government Finance Statistics. Eurostat. Luxembourg.

Evropska komisija (2020a). Identifying Europe's recovery needs. Commission Staff Working Paper. SWD (2020) 98 final/2. May. European Commission. Brussels.

Evropska komisija (2020b). European Economic Forecasts Autumn 2020. Institutional Paper 136. November. European Commission. Brussels.

Evropska komisija (2021c). Debt Sustainability Monitor 2020. European Economy Institutional Paper 143. February. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. European Commission. Brussels.

Evropska komisija (2021d). Corporate solvency of European enterprises: the state of play. Note to the

Eurogroup Working Group. February. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. European Commission. Brussels.

Fiskalni svet (2020). Ocena proračunskih dokumentov za leti 2021 in 2022. Oktober.

Fiskalni svet (2021). Javnofinančna in makroekonomska gibanja. Februar.

Hauptmeier, S. in C. Kamps (2020). Debt rule design in theory and practice: the SGP's debt benchmark revisited. Working Paper Series No. 2379. March. European Central Bank. Frankfurt.

IMF (2021a). Review of the Debt Sustainability Framework for Market Access Countries. IMF Policy Paper. January. International Monetary Fund. Washington D.C.

IMF (2021b). World Economic Outlook Update. January. International Monetary Fund. Washington D.C.

Jesenko, M., Roter, M. in L. Žakelj (2011). Ali so zahtevane donosnosti na slovenske obveznice previsoke? Prikazi in analize 6/2011. Banka Slovenije.

KMU Forschung Austria (2021). Abschätzung der betriebswirtschaftlichen Situation der Unternehmen 2020/2021. Kurzstudie. Februar. Wien.

Laeven, L., Schepens, G. in I. Schnabel (2020). Zombification in Europe in times of pandemic. October. Razpoložljivo na: <https://voxeu.org/article/zombification-europe-times-pandemic>

Lian, W., Presbitero, A. in U. Wiradinata (2020). Public debt and r-g at risk. IMF Working Paper. WP 20/137. March. International Monetary Fund. Washington D.C.

Lušina, U. in B. Tavčar (2021). Izpostavljenost podjetniškega sektorja plačilni nesposobnosti v letu 2020. Kratke analize. Januar. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.

Mauro, P. in J. Zhou (2020).  $r-g < 0$ : Can We Sleep More Soundly? IMF Working Paper. WP 20/52. March. International Monetary Fund. Washington D.C.

Ministrstvo za finance (2020). Poročilo o upravljanju z javnim dolgom Republike Slovenije 2019.

SDH (2020). Letno poročilo o upravljanju kapitalskih naložb RS in SDH za leto 2019 - Poročilo SDH Državnemu zboru RS. Oktober. Slovenski državni holding.

Tavčar, B. (2021). Kriza in insolventnost poslovnih subjektov v Sloveniji. Kratke analize. Marec. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.