

Občutljivost državnega dolga na spremembe deviznih tečajev in obrestnih mer

Mojca Žemva

Prikazali bomo glavne značilnosti državnega dolga in njegovega gibanja v Sloveniji. Opozorili bomo na razliko med državnim in javnim dolgom, ki je v primerjavi z državnim dolgom širša kategorija. Podrobneje pa se bomo posvetili vrednostnim spremembam državnega dolga.

Spremembe državnega dolga so namreč posledica črpanj novih sredstev, odplačil že nastalega dolga ter vrednostnih sprememb postavk dolga. Vrednostne spremembe ne izhajajo iz transakcij, temveč so posledica pravil vrednotenja stanja dolga in pripisa obresti. Mednje sodijo tudi spremembe dolga zaradi sprememb deviznih tečajev in obrestnih mer.

Trenutno je zaradi valutne strukture državnega dolga, dolg bolj občutljiv na nihanje tečaja SIT/EUR, kot pa na nihanje tečaja SIT/USD. Med obrestnimi merami pa ima največji vpliv gibanje TOM, kar je posledica strukture državnega dolga znotraj tistega dela dolga, ki je vezan na variabilno izračunavanje obresti ali revalorizacijo glavnice.

Simulacije za leto 2000 in 2001 so narejene na predpostavki, da se državni dolg od konca leta 1999 spreminja le zaradi sprememb deviznih tečajev in obrestnih mer, ni pa črpanj in odplačil državnega dolga. Ocene kažejo, da bi se v letu 2000 zaradi sprememb tečaja in obrestnih mer državni dolg povečal za okoli 102 mlrd SIT, za leto 2001 pa so te ocene zmernejše in znašajo okoli 36 mlrd SIT. Če se državni dolg spremeni le zaradi spremenjenih tečajev in obrestnih mer njegov delež v BDP v letu 2000 in 2001 upade. To je posledica hitrejše rasti BDP od rasti državnega dolga, pri čemer je rast dolga posledica le sprememb deviznih tečajev in obrestnih mer.

UVOD

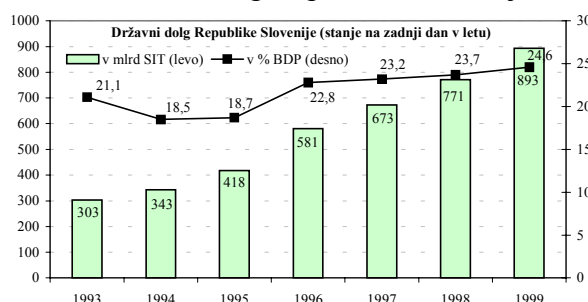
Zaradi prisotnosti proračunskega primanjkljaja, odplačil zapadlih dolgov in posebnih namenov zadolževanja nastaja v Sloveniji državni dolg. S pričujočo informacijo želimo:

- Na kratko prikazati značilnosti in gibanje državnega dolga v Sloveniji od leta 1993 dalje.
- Prikazati vpliv spremembe deviznega tečaja na državni dolg.
- Prikazati vpliv sprememb obrestnih mer na državni dolg.
- Pripraviti nekaj možnih scenarijev gibanja državnega dolga v odvisnosti od sprememb deviznih tečajev in obrestnih mer.

RAZLIKA MED DRŽAVNIM IN JAVNIM DOLGOM

V pričujoči informaciji bomo obravnavali državni dolg, ki pa ni enak javnemu dolgu. Državni dolg Slovenije po podatkih Ministrstva za finance zajema kredite in vrednostne papirje ožje opredeljene države (central government). V ožje opredeljeno državo sodijo organi zakonodajne, izvršilne in sodne oblasti ter organizacije v njihovi sestavi, ne sodijo pa na primer javna podjetja, občine, ZPIZ, ZZZS in drugi. Podatek o državnem dolgu je bil prvič objavljen za leto 1993, podatki se nanašajo na stanje in so četrtni. Letni podatki so predstavljeni v sliki 1.

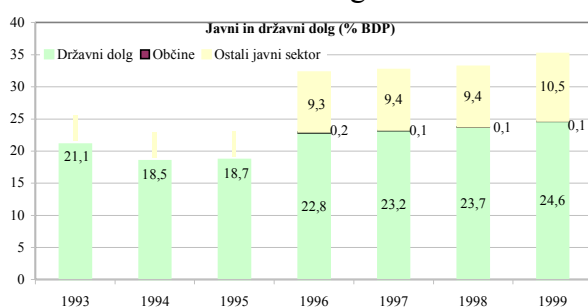
Slika 1: Državni dolg Republike Slovenije



V nominalnem znesku državni dolg od leta 1993 ves čas narašča, izražen v deležu BDP pa narašča od leta 1994 dalje. Večji porast je opaziti v letu 1996, ko je RS pričela z izdajanjem obveznic na tujih trgih.

Javni dolg zajema širše opredeljeno državo (general government). V širše opredeljeni državi je vsebovana ožje opredeljena država poleg nje pa še občine, ZZZS in ZPIZ oba v obveznem delu zavarovanja, javni gospodarski zavodi, javna podjetja in pravne osebe v katerih ima država odločujoč vpliv na upravljanje. Na voljo so le ocene javnega dolga za zadnji dan v letu od leta 1996 dalje. Tako je leta 1996 znašal javni dolg 32,2% BDP (823 mlrd SIT), leta 1997 32,7 %BDP (951,7 mlrd SIT), leta 1998 33,3 %BDP (1.081,6 mlrd SIT) in leta 1999 35,2 %BDP (1.280,1 mlrd SIT). Primerjava med javnim in državnim dolgom je podana v sliki 2.

Slika 2: Javni in državni dolg RS



Dolg občin in ostalega javnega sektorja je približno na ravni 9,5 % BDP, porast je zaznati le v letu 1999, ko je znašal 10,6 %BDP. Občine, ZZZS in ZPIZ pokrivajo razmeroma majhen delež dolga ostalega javnega sektorja (okoli 0,4 % BDP). Večji del pa pripada DARSu, Slovenskim Železnicam, Slovenskim Železarnam, Nuklearni Krško, Telekomu Slovenije, TE Šoštanj in Slovenskemu odškodninskemu skladu (okoli 7,4 % BDP).

Na potencialno zadolženost ožje opredeljene države, pa vplivajo tudi nekateri drugi dejavniki, ki se ne štejejo v državni dolg. Če bi državnemu dolgu prišteli še:

- Državni dolg, ki je v postopku prevzema in se nanaša na Pariški klub, bi se znesek državnega dolga od leta 1996 dalje povečal za manj kot odstotek BDP (leta 1996 je Slovenija prevzela 98,9 mlrd SIT dolga po NFA).
- Jamstva RS (ožje države), ki predstavljajo potencialni državni dolg, bi se znesek državnega dolga povečal za približno 4 do 7 % BDP (npr. v letu 1993 so jamstva RS znašala 3,7% BDP ali 52,6 mlrd SIT, nato pa so ves čas naraščala in v letu 1999 znašala 7,1% BDP ali 256,7 mlrd SIT, za orientacijo pa dodajmo, da je v letu 1999 morala RS izplačati 4,7 mlrd SIT iz naslova unovčenih jamstev).
- Kot smo že omenili, lahko državnemu dolgu prištejemo še dolg ostalega javnega sektorja, da dobimo javni dolg. Znesek državnega dolga bi bil višji za približno 9,5 do 10,6 % BDP.

Spremembe v strukturi državnega dolga v obdobju od leta 1993 do 1999 pokažejo predvsem večanje deleža zunanje zadolžitve (povečanje v strukturi državnega dolga iz 13% na 49%). V zadolževanju z izdajo vrednostnih papirjev v primerjavi z najemanjem kreditov ter v kratkoročni zadolžitvi v primerjavi z dolgoročno ni bistvenih sprememb, malenkostno le v korist zadolževanja z vrednostnimi papirji in kratkoročnega zadolževanja.

Na dan:	Struktura državnega dolga (%)						Državni dolg (mlrd SIT)
	Notranji	Zunanji	Krediti	VP	Kratkor.	Dolgor.	
31.12.1993	87	13	20	80	0	100	303
30.06.2000	51	49	18	82	2	98	1.017

Vir: Bilten javnih financ

Na višino državnega dolga vplivajo nova črpanja (njihova zgornja meja je določena vsako leto z Zakonom o proračunu), odplačila dolgov in vrednostne spremembe državnega dolga. V nadaljevanju bomo predstavili vpliv sprememb deviznih tečajev in obrestnih mer na višino državnega dolga, kar sodi med vrednostne spremembe državnega dolga. Za orientacijo še omenimo, da so vrednostne spremembe državnega dolga v letu 1999 znašale 65,8 mlrd SIT.

VPLIV SPREMEMB DEVIZNIH TEČAJEV NA DRŽAVNI DOLG

Valutna struktura, v relativno dolgem obdobju od leta 1993 do 2000, kaže precejšnje spremembe. Predvsem se je povečal delež domače valute (za 38,8 odstotnih točk), kar je posledica povečane aktivnosti izdajanja domačih obveznic v SIT in zakladnih menic. Zmanjšal pa se je delež DEM oziroma EURa (za 26 odstotnih točk).

Na dan:	Valutna struktura (%)				Državni dolg (mlrd SIT)
	SIT	USD	EUR*	Ostalo	
31.12.1993	4,3	9,8	69,4	16,5	303
31.12.1994	4,4	11,6	69,4	14,6	343
31.12.1995	46,4	14,4	25,8	13,5	418
31.12.1996	38,2	31,6	24,5	5,7	581
31.12.1997	55,2	29,3	12,8	2,7	673
31.12.1998	53,8	17,6	26,4	2,2	771
31.12.1999	53,0	15,7	30,2	1,1	893
30.06.2000	42,6	14,5	42,9	0,0	1.017

Opomba: * do 1.1.1999 DEM

Vir: Bilten javnih financ

Spremembe valutne strukture od konca leta 1999 do konca prvega polletja letos izkazujejo zmanjševanje deleža USD (za 1,2 odstotne točke) in večanje deleža EUR (za 12,7 odstotnih točk) z izdajo Euro-obveznic, kar je tudi v skladu z gibanjem njunih tečajev. Zaradi večjega obsega izdaje Euro-obveznic v prvem polletju letos v primerjavi z obsegom izdaj v tolarjih, pa se je zmanjšal delež domače valute v strukturi državnega dolga (za 10,4 odstotni točki).

Pri analizi vpliva sprememb deviznih tečajev na državni dolg smo za izhodišče pri obravnavi vzeli zadnji razpoložljivi podatek o državnem dolgu z dne 30.06.2000. Spreminjali bomo le devizni tečaj ob predpostavki, da vse ostalo ostaja nespremenjeno.

- Če bi se tečaj SIT/EUR povečal za 1% (za 2 SIT), kar pomeni iz 205,3542 na 207,4077 (vse ostalo pa bi bilo nespremenjeno), bi se državni dolg povečal za 4,4 mlrd SIT oziroma 0,11 %BDP in bi znašal 1.021,5 mlrd SIT ali 24,9 %BDP.
- Če bi se razmerje med EUR/USD povečalo za 1%, kar pomeni iz 0,9507 na 0,9602, pri tem pa bi se spremenil le tečaj SIT/USD (znižal bi se za 2 SIT), tečaj SIT/EUR in vse ostalo pa bi ostalo nespremenjeno, bi se državni dolg zmanjšal za 1,5 mlrd SIT oziroma 0,04 %BDP in bi znašal 1.015,6 mlrd SIT ali 24,8 %BDP.

Državni dolg in tečajne spremembe	SIT/EUR			EUR/USD		
	-5	1	5	-5	1	5
Sprememba deviznega tečaja (%)						
Devizni tečaj	195,09	207,41	215,62	0,90	0,96	1,00
Državni dolg (mlrd SIT)	995	1.021	1.039	1.025	1.016	1.010
Državni dolg (%BDP)	24,3	24,9	25,3	25,0	24,8	24,6
Sprememba državnega dolga (mlrd SIT)	-21,8	4,4	21,8	7,8	-1,5	-7,0
Sprememba državnega dolga (%BDP)	-0,53	0,11	0,53	0,19	-0,04	-0,17

Opomba: Vse spremembe se računajo od 30.06.2000. BDP je ocena ZMAR za leto 2000.

Vir: Bilten javnih financ, preračuni ARC

VPLIV SPREMEMB OBRETNIH MER NA DRŽAVNI DOLG

Struktura državnega dolga glede na obrestno mero je pomembna pri analizi vpliva sprememb obrestnih mer na državni dolg. Namreč zanima nas kolikšen del dolga je vezan na nespremenljivo obrestno mero in kolikšen na spremenljivo. Ministrstvo za finance po novi metodologiji od leta 1999 med dolg s spremenljivo obrestno mero ne vštevava več tistega dela dolga, kjer je indeksirana samo glavnica (in ne obresti)¹. V pričujoči informaciji pa je kriterij za variabilnost dolga tako indeksacija glavnice, kot tudi variabilnost izračuna obresti. Zato se struktura dolga po načinu obrestovanja v tej informaciji razlikuje od strukture dolga po načinu obrestovanja, ki je objavljena v novejših Biltenih javnih financ Ministrstva za finance (od februarke številke za leto 2000 dalje).

Na dan:	Obrestna struktura (%)		Državni dolg (mlrd SIT)
	fiksna	variabilna	
31.12.1993	10,5	89,5	303
31.12.1994	9,5	90,5	343
31.12.1995	7,7	92,3	418
31.12.1996	15,0	85,0	581
31.12.1997	19,9	80,1	673
31.12.1998	33,2	66,8	771
31.12.1999	39,8	60,2	893

Vir: Bilten javnih financ, januar 2000,
Poročilo o dolgu RS za leto 1999

V obdobju od leta 1993 do 1999 je delež dolga, vezanega na stalno obrestno mero narasel iz 10,5% na 39,8%. Delež dolga, vezan na spremenljivo obrestno mero pa padel iz 89,5% na 60,2%. Preobrat v dinamiki padanja oziroma naraščanja deležev je zaznati v letu 1996, ko je delež dolga s stalno obrestno mero začel naraščati (od leta 1993

do 1995 pa je padal). Obratno velja za dolg z variabilno obrestno mero. Vzrok za preobrat je pričetek izdajanja obveznic na tujih trgih v letu 1996. Te se namreč izdajajo po fiksni obrestni meri, ki predstavlja manjše tveganje za državo pri izplačevanju dospelih obveznic.

Pri vplivu sprememb obrestnih mer na državni dolg izhajamo iz zadnjih razpoložljivih podatkov za strukturo državnega dolga znotraj variabilne obrestne mere, ki se nanašajo na 31.12.1999. V spodnji tabeli podajamo v prvi vrstici nekoliko poenostavljen prikaz obrestne strukture na ta dan. Poenostavitve so naslednje:

- (1) Predpostavljamo, da je del dolga, ki je vezan na devizno klavzulo, vezan na spremembe DEM (oziroma EUR), ker je 99% tovrstnega dolga izdanega v DEM.
- (2) Dolg, vezan na LIBOR tudi razdelimo na del, ki se nanaša na spremembe DEM (oziroma EUR) in na del, ki se nanaša na spremembe USD, glede na denominacijo ob izdaji dolga. V drugi vrstici je podan izračun, ki pove za koliko se spremeni državni dolg, če se dotična obrestna mera spremeni za 1 odstotno točko (vse ostalo pa ostane nespremenjeno).

Državni dolg in spremembe obr. mer	fiksna	D-DEM	TOM	LIBOR-DEM	LIBOR-USD	IBRD	90%DPC	Skupaj
Delež državnega dolga (%) *	39,8	6,6	36,6	1,4	6,7	1,7	7,1	100
Sprememba državnega dolga zaradi spremembe obr. mere za 1o.t.								
- izraženo v mlrd SIT		0,6	3,3	0,1	0,6	0,2	0,6	5,4
- izraženo v % državnega dolga *		0,07	0,37	0,01	0,07	0,02	0,07	0,60
- izraženo v % spremembe držav. dolga **		0,5	2,7	0,1	0,5	0,1	0,5	4,4

Opomba: * Državni dolg je državni dolg na dan 31.12.1999. ** Sprememba državnega dolga je stanje državnega dolga na dan 31.12.1999 minus stanje na dan 31.12.1998. DPC je indeks drobnoprodajnih cen, IBRD so obrestne mere, ki jih sporoča IBRD.

Vir: Poročilo o dolgu RS za leto 1999, Almanah 1999, preračuni ARC

Iz zgornje tabele je razvidno, da je največji del variabilnega dolga vezan na TOM. Zvišanje vseh obrestnih mer za 1 odstotno točko bi povečalo državni dolg za 5,4 mlrd SIT, največ pa k povečanju doprinese sprememba TOM (3,3 mlrd SIT). Povečanje državnega dolga, zaradi spremembe variabilnih obrestnih mer za 1 odstotno točko, predstavlja 0,6 % državnega dolga z dne 31.12.1999 oziroma 4,4 % spremembe državnega dolga v letu 1999.

¹ Torej, če se najprej revalorizira glavnica, nato pa se nanjo pripišejo še obresti po fiksni obrestni meri, to ne sodi v variabilni del, temveč v fiksni del državnega dolga.

SCENARIJI VPLIVA DEVIZNIH TEČAJEV IN OBRESTNIH MER NA DRŽAVNI DOLG

Izračunali bomo koliko bi znašal državni dolg ob koncu leta 2000 in leta 2001 ob uporabi grobe predpostavke, da se dogajajo le vrednostne spremembe, ki so posledica sprememb deviznih tečajev in obrestnih mer, vse ostalo pa v državnem dolgu ostaja nespremenjeno (torej ni ne črpanj, ne odplačil državnega dolga). Spremenili pa smo tudi podatek za BDP (napoved ZMAR), kar je pomembno pri izražanju državnega dolga v odstotkih BDP. Izhajamo iz podatkov o državnem dolgu ob koncu leta 1999. Stanje državnega dolga na zadnji dan v letu 2000 in 2001 bomo predstavili po treh scenarijih gibanja deviznih tečajev in obrestnih mer. Predpostavke scenarijev in rezultati izračuna državnega dolga so predstavljeni v spodnji tabeli.

Predpostavke	<i>SIT/EUR</i>	<i>EUR/USD</i>	<i>D-DEM</i>	<i>TOM</i>	<i>LIBOR-DEM</i>	<i>LIBOR-USD</i>	<i>90%DPC</i>
Izhodišče v letu 1999:	197	1,00					
Za leto 2000:							
1. scenarij	212	0,85	7,4	9,1	4,7	6,9	8,8
2. scenarij	215	0,87	9,0	9,4	5,0	7,2	9,2
3. scenarij	210	0,83	6,4	9,0	4,4	6,6	8,6
Za leto 2001:							
1. scenarij	222	1,00	4,7	7,5	5,5	7,9	8,1
2. scenarij	225	1,02	5,6	8,0	5,8	8,2	8,6
3. scenarij	220	0,98	4,3	7,0	5,2	7,6	7,2
Rezultati	<i>Državni dolg</i>		<i>Vrednostne spremembe</i>		<i>Sprememba drž. dolga</i>		
	<i>mlrd SIT</i>	<i>% BDP*</i>	<i>držav. dolga (mlrd SIT)</i>		<i>izražena v odstotnih točkah BDP</i>		
Izhodišče v letu 1999:	893	24,6	66				
Za leto 2000:							
1. scenarij	995	24,3	102		-0,3		
2. scenarij	1.000	24,4	107		-0,2		
3. scenarij	994	24,2	101		-0,4		
Za leto 2001:							
1. scenarij	1.031	22,9	36		-1,4		
2. scenarij	1.039	23,1	39		-1,3		
3. scenarij	1.026	22,8	32		-1,4		

Opomba: Izračuni za leto 2001 izhajajo iz izračunov za leto 2000, po enako označenem scenariju.

Sprememba za leto 2000 je izračunana glede na 31.12.1999, za leto 2001 pa glede na 31.12.2000.

* BDP za leto 1999 je 3.637 mlrd SIT, za 2000 je ocena 4.099 mlrd SIT in za 2001 ocena 4.494 mlrd SIT.

Vir: Preračuni ARC, za BDP ocene ZMAR

Predpostavke v scenarijih so postavljene tako, da je prvi scenarij nekako najbolj verjeten, druga dva pa nato izhajata iz njega. Tako so vrednosti spremenljivk v drugem scenariju v primerjavi s prvim nekoliko višje, v tretjem pa v primerjavi s prvim nekoliko nižje.

Rezultati za leto 2000 prikazujejo naslednje: Ob danih predpostavkah bi državni dolg leta 2000 znašal po prvem scenariju 995 mlrd SIT (24,3 % BDP), po drugem 1.000 mlrd SIT (24,4 % BDP) in po tretjem 994 mlrd SIT (24,2 % BDP). Zardi sprememb deviznih tečajev in obrestnih mer v skladu s predpostavkami, bi državni dolg v enem letu po prvem scenariju porasel za 102 mlrd SIT, po drugem za 107 mlrd SIT in po tretjem za 101 mlrd SIT. Izraženo v deležu BDP bi se državni dolg zaradi vrednostnih sprememb znižal. Vzrok za znižanje je hitrejša rast nominalnega BDP v primerjavi z rastjo državnega dolga (državni dolg se poveča le zaradi sprememb deviznih tečajev in obrestnih mer). V primeru prvega scenarija namreč rast nominalnega BDP znaša 12,7 %, medtem ko rast državnega dolga znaša manj, to je 11,4 %. Zato delež državnega dolga v BDP po prvem scenariju pade iz 24,6 % BDP na 24,3 % BDP kar pomeni za 0,3 odstotne točke, po drugem scenariju za 0,2 odstotne točke in po tretjem za 0,4 odstotne točke.

Rezultati za leto 2001 prikazujejo nekoliko manjše povečanje dolga v primerjavi z izračuni za leto 2000. Za leto 2001 smo namreč predpostavili zniževanje domače inflacije in padec tečaja dolarja. Zato so se predpostavke, glede na leto 2000 nekoliko spremenile. Predpostavili smo:

- padec tečaja dolarja (oziroma povečanju EUR/USD),
- zmanjšanje rasti tečaja SIT/EUR,
- posledično nižjo devizno klavzulo na DEM in
- znižanje TOM v letu 2001.

Ob danih predpostavkah bi državni dolg leta 2001 znašal po prvem scenariju 1.031 mlrd SIT (22,9 % BDP), po drugem 1.039 mlrd SIT (23,1 % BDP) in po tretjem 1.026 mlrd SIT (22,8 % BDP). Zaradi sprememb deviznih tečajev in obrestnih mer v skladu s predpostavkami, bi državni dolg od konca leta 2000 do konca leta 2001 po prvem scenariju porasel za 36 mlrd SIT, po drugem za 39 mlrd SIT in po tretjem za 32 mlrd SIT. Delež državnega dolga v BDP bi se znižal (iz enakih vzrokov, kot pri simulaciji za leto 2000) po prvem scenariju za 1,4 odstotne točke, po drugem za 1,3 in po tretjem za 1,4 odstotne točke.

SKLEP

Državni dolg v Sloveniji počasi raste in trenutno znaša okoli 25 % BDP. Razlikovati ga moramo od javnega dolga, ki je širša kategorija in znaša okoli 35 % BDP. V pričujoči informaciji obravnavamo predvsem vrednostne spremembe državnega dolga. Spremembe državnega dolga so posledica črpanj novih sredstev, odplačil že nastalega dolga ter vrednostnih sprememb postavk dolga. Vrednostne spremembe ne izhajajo iz transakcij, temveč so posledica pravil vrednotenja stanja dolga in pripisa obresti. Mednje sodijo tudi spremembe dolga zaradi sprememb deviznih tečajev in obrestnih mer. Kako močno bodo spremembe deviznih tečajev ali obrestnih mer vplivale na državni dolg je seveda odvisno od velikosti teh sprememb in občutljivosti državnega dolga na te spremembe. Trenutno je zaradi valutne strukture državnega dolga, dolg bolj občutljiv na nihanje tečaja SIT/EUR, kot pa na nihanje tečaja SIT/USD. Med obrestnimi merami pa ima največji vpliv gibanje TOM, kar je posledica strukture državnega dolga znotraj tistega dela dolga, ki je vezan na variabilno izračunavanje obresti ali revalorizacijo glavnice. Simulacije za leto 2000 in 2001 so narejene na predpostavki, da se državni dolg od konca leta 1999 spreminja le zaradi sprememb deviznih tečajev in obrestnih mer, ni pa črpanj in odplačil državnega dolga. Ocene kažejo, da bi se v letu 2000 zaradi sprememb tečaja in obrestnih mer državni dolg povečal za okoli 102 mlrd SIT, za leto 2001 pa so te ocene zmernejše in znašajo okoli 36 mlrd SIT. Če se državni dolg spremeni le zaradi spremenjenih tečajev in obrestnih mer njegov delež v BDP v letu 2000 in 2001 upade. To je posledica hitrejše rasti BDP od rasti državnega dolga, pri čemer je rast dolga posledica le sprememb deviznih tečajev in obrestnih mer.