



## Izredno poročilo - Slovenija

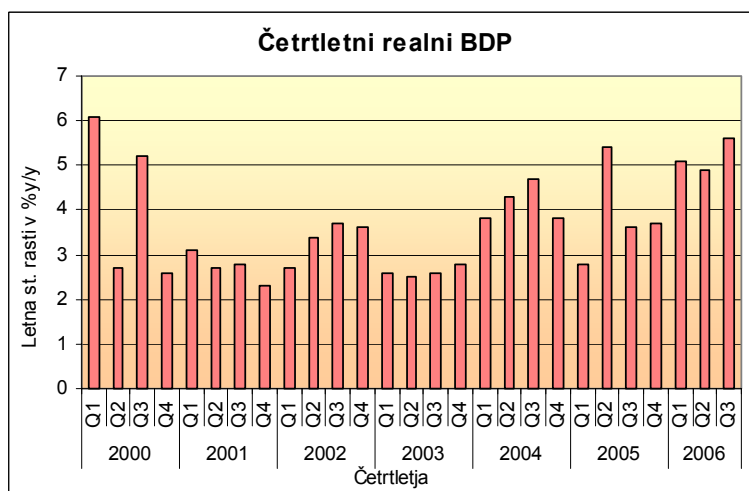
8.1.2007

- Slovenija prva od deseterice držav, ki so 1. maja 2004 vstopile v EU, prevzema evro

Slovenija v času, ko prevzema skupno evropsko valuto evro, z ugodnimi makroekonomskimi gibanji potrjuje svojo pripravljenost za vstop v evropski monetarni sistem in utrjuje položaj najbolj razvite nove članice EU.

**Bruto domači proizvod** na prebivalca znaša nekaj manj kot 14.000 evrov. V zadnjih desetih letih je Slovenija dosegla v povprečju relativno visoko, 4,0% letno gospodarsko rast, ki se je nadaljevala tudi v lanskem letu. V prvih treh četrletjih leta 2006 se je v primerjavi z enakim obdobjem leta 2005 BDP povečal za 5,2%, kar je nad prvotnimi pričakovanji. Če lahko za prvo polovico leta 2006 rečemo, da je bila zunanja trgovina glavni motor rasti v Sloveniji, pa je v tretjem četrletju gospodarska rast temeljila na domačem povpraševanju, prispevek zunanje trgovine pa je bil celo negativen. Visoka rast domačega povpraševanja je v glavnem posledica izjemno visoke rasti bruto investicij v osnovna sredstva, ki so se na letni ravni povečale za 14,5%, kar je najvišja rast po letu 1999. Rast investicij je vidna tudi pri stanovanjski gradnji ter pri infrastrukturnih projektih. Ugodna so tudi gibanja v storitvah, predvsem v trgovini, prometu in poslovnih storitvah. UMAR-jeva jesenska napoved gospodarske rasti v Sloveniji za leto 2006 v višini 4,7% je, ob nadaljevanju le-te tudi v zadnjem četrletju, nekoliko preskromna. Ob višji gospodarski rasti v večini pomembnejših trgovinskih partneric bo tuje povpraševanje še pomembnejši dejavnik gospodarske rasti, kot je bilo ocenjeno jeseni 2006.

V letu 2007 in 2008 naj bi se gospodarska rast nekoliko upočasnila, vendar naj bi bila še vedno nad 4%. Tako je pričakovati nadaljevanje ugodnih trendov v mednarodni menjavi, predvsem stabilno rast blagovnega izvoza in nadaljevanje rasti izvoza storitev. Na domače povpraševanje naj bi tako kot v letu 2006 tudi v prihodnje vplivala višja investicijska dejavnost. Predvideva se ohranjanje rasti stanovanjskih investicij in rasti gradnje avtocest, medtem ko naj bi se investicije v opremo in stroje v primerjavi z letom 2006 nekoliko umirile.



Vir: Statistični urad RS

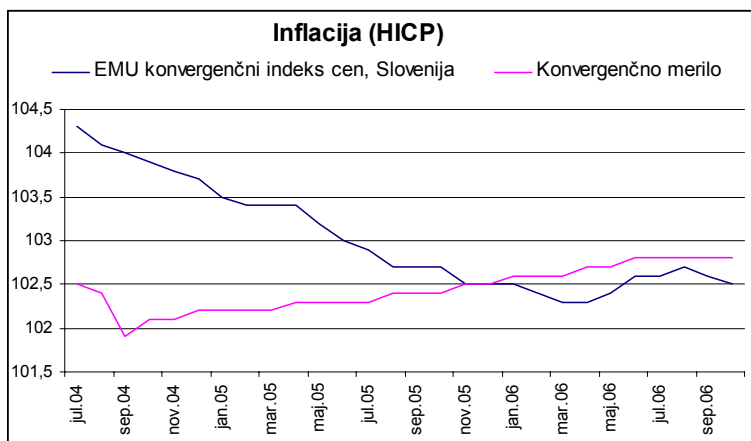
Omejitev odgovornosti:

Informacije so bile pridobljene iz virov, za katere avtorji verjamejo, da so verodostojni, vendar pa avtorji ne zagotavljajo njihove natančnosti in popolnosti. Nova Ljubljanska banka d.d. in avtorji ne prevzemajo nobene odgovornosti za posledice odločitev, ki bi bile sprejete na podlagi mnenj in informacij, podanih v tej publikaciji. Izražena mnenja avtorjev ne odražajo nujno mnenja institucije, v kateri so zaposleni.

V letu 2005 je medletna stopnja rasti harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP) znašala 2,5%, s čemer se je uspešno zaključil, od leta 2000 trajajoči, dezinfacijski proces. Ta je bil posledica prilagoditev v vodenju ekonomskih politik, predvsem uvedbe novega okvirja denarne politike, katerega primarni cilj je bila cenovna stabilnost. V letu 2006 je povprečna letna **inflacija** znašala 2,5%, medletna stopnja inflacije (dec 06/dec 05) pa 2,8%. S tem se potrjuje pripravljenost Slovenije za prevzem evra tudi z vidika zagotavljanja stabilnosti cen, kriterija, ki je nedavno pomenil odlog uvedbe evra v Estoniji, Latviji in Litvi. V Sloveniji je inflacija razmeroma stabilna vse od novembra 2005, ko se je inflacija spustila na raven maastrihtskega kriterija, dva meseca kasneje pa pod to raven, kjer se še vedno zadržuje.

**Najpomembnejši dejavnik inflacije** v Sloveniji so **cene nafte**, na katere vlada z ukrepi ekonomskih politik ne more vplivati. Lani so cene tekočih goriv za prevoz in ogrevanje k skupnemu povišanju cen prispevale praktično polovico (1,2 odstotne točke). **Trošarine** na tekoča goriva so bile vse od julija 2005 do avgusta 2006 na minimalni ravni, ki jo še dovoljujejo predpisi EU, tako da vlada ni imela manevrskega prostora za izvajanje politike acikličnega prilagajanja trošarin na tekoča goriva z namenom glajenja nihanja cen naftnih derivatov. V obdobju pred prevzemom evra je ohranjanje stabilnega tečaja tolara in nadaljevanje izvajanja restriktivnega načrta uravnavanja reguliranih cen ter uresničevanje določil socialnega sporazuma glede plačne politike omogočilo stabilno rast cen. Vlada RS je v letu 2006 nadaljevala tudi s postopno harmonizacijo trošarin na tobak in tobačne izdelke k dogovorjenim stopnjam EU, ki naj bi bila v celoti izvedena sredi leta 2007. **Zaostajanje rasti plač** za rastjo produktivnosti pa je preprečevalo morebitne pritiske na rast cen s strani povečanega povpraševanja prebivalstva ali povečanih stroškov dela.

Usmeritve ključnih ekonomskih politik, ki so prispevale k znižanju inflacije na raven, ki je primerljiva s povprečjem EU, se bodo nadaljevale tudi v letu 2007. To bo omogočilo, da bo rast cen, ki je pod vplivom teh politik, ostala primerljiva lanske, to je na ravni okrog 2,7%. V letošnjem letu se na podlagi sprejetih dogovorov o politiki plač v javnem in zasebnem sektorju ne pričakuje povečanih pritiskov na rast cen s strani povečanih stroškov dela. Poleg ohranjanja protinflacijske naravnosti makroekonomskih politik, je tudi izpeljava strukturnih reform ključna za stabilnost cen in izboljšanje cenovne konkurenčnosti slovenskega gospodarstva v prihodnjih letih. Največji tveganji, ki sta povezani z morebitnimi pritiski na rast cen življenjskih potrebščin sta v prvi vrsti prav uvedba evra in liberalizacija trga elektrike v letošnjem letu.



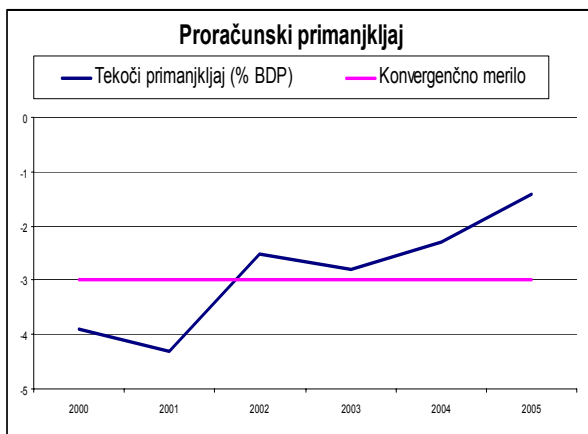
Vir: Statistični urad RS

Ob prevzemu evra Slovenija izpolnjuje tudi **ustrezno proračunsko stanje v državi**, s čemer se potrjuje, da je bila fiskalna politika vzdržna in previdna. Relativno nizka raven dolga sektorja države pomeni srednjeročno vzdržnost javnega zadolževanja. Zmanjšanje javnofinančnega primanjkljaja v obdobju od vstopa v ERM II pa je znak zrelosti fiskalne politike, ki je dokazala sposobnost varčevanja v ugodnem makroekonomskem okolju.

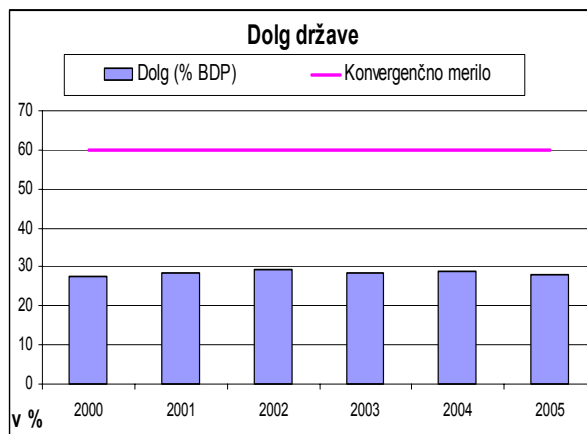
Kljub izpolnjevanju fiskalnih kriterijev za prevzem evra pa osnovni **cilj javnofinančne politike** v Sloveniji ostaja odprava strukturnega javnofinančnega primanjkljaja. Tako je predvideno nadaljnje zniževanje in prestrukturiranje izdatkov države. Ob racionalizaciji javnih izdatkov pa se bo nadaljevalo izvajanje davčne reforme s ciljem znižanja davčne obremenitve dela, povečevanja zaposlenosti ter krepitve gospodarske rasti. V skladu z dosedanjimi načrti vlade naj bi se proračunski primanjkljaj v letu 2006 znižal na 1,1%, leta 2007 na 0,9% in leta 2008 na 0,8% BDP-ja. V prihodnjih letih naj bi se še zniževal, tako, da bi ob ugodni gospodarski rasti leta 2011 imeli izravnano bilanco proračunskih prihodkov in odhodkov.

Tako kot proračunski primanjkljaj se je tudi dolg države v preteklem obdobju v največji meri generaliral na centralni ravni države. Le-ta se je z 28,3% BDP-ja leta 2002 do leta 2005 zmanjšal na 27,7% BDP-ja. Ocene in napovedi kažejo, da bo konec leta 2006 nekonsolidiran dolg centralne ravni države 28,8% BDP-ja. Celotni dolg države se je od leta 2002 z 29,1% BDP-ja do leta 2005 znižal na 28%, napovedi za leto 2006 pa kažejo na 29,4%.

Z uvedbo evra, ko je denarna politika v celoti v pristojnosti ECB oziroma predmet skupnega dogovora, bo postala fiskalna politika ključni instrument za blažitev morebitnih asimetričnih šokov in ohranjanje stabilnih makroekonomskih razmer v Sloveniji.



Vir: Statistični urad RS



Vir: Statistični urad RS

Jesenska napoved UMAR-ja

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
				forecast	forecast	forecast
<b>BDP</b>	2,70	4,20	3,90	4,70	4,30	4,20
<b>Inflacija (I-XII/I-XII)</b>	5,60	3,60	2,50	2,70	2,70	2,50
<b>Inflacija (XII/XII)</b>	4,60	3,20	2,30	3,00	2,70	2,20
<b>Stopnja brezposelnosti</b>	10,90	10,30	10,20	9,80	9,50	9,10
<b>Povprečna bruto plača (I-XII/I-XII)</b>	1,90	2,00	2,20	2,20	2,50	3,00

Vir: UMAR

## Trg slovenskih državnih vrednostnih papirjev

Do konca lanskega leta je za Slovenijo veljalo, da ima precej majhen, nelikviden in plitek trg državnih vrednostnih papirjev. Temu primerno so bili donosi državnih papirjev precej nad primerljivimi v državah EU tudi potem, ko je bilo jasno, da se bo z letom 2007 Slovenija vključila v Evroobmočje. Nelikviden trg je pomenil tudi veliko razliko v donosu med kotiranim nakupnim in prodajnim donosom. S ciljem zvišanja likvidnosti in povečanja kroga potencialnih kupcev, kar bi naj pripeljalo do cenejšega zadolževanja države, je Ministrstvo za finance pripravilo nekatere ukrepe za nadaljnji razvoj primarnega in sekundarnega trga.

Glavnina poslov na sekundarnem trgu je bila do sedaj opravljena preko Trga uradnih vzdrževalcev likvidnosti (TUVL), ki bo najverjetneje ukinjen v začetku letošnjega. Donosi slovenskih obveznic so bili tako za okoli 20 osnovnih točk nad donosi nemških državnih vrednostnih papirjev primerljive ročnosti, kar pa je glede na precej dober slovenski rating (AA) nekoliko preveč. Pričakujemo, da se bo z vstopom Slovenije v Evroobmočje še povečal interes tujih vlagateljev za slovenskimi obveznicami.

Eden izmed ciljev Ministrstva za finance je tudi zagotovitev referenčnih obrestnih mer za Slovenijo. Ker je kritični obseg višine izdaje posamezne obveznice okoli 1 mrd EUR in ker Slovenija po predvidevanju nima tako visokih potreb po financiranju, bo prišlo do predčasnega odkupovanja nekaterih že izdanih obveznic. S tem bo Slovenija po nekaj letih dobila časovno krivuljo obrestnih mer, tako, da bo vsako leto zapadlo določeno število obveznic, ki jih bo nadomestila nova izdaja.

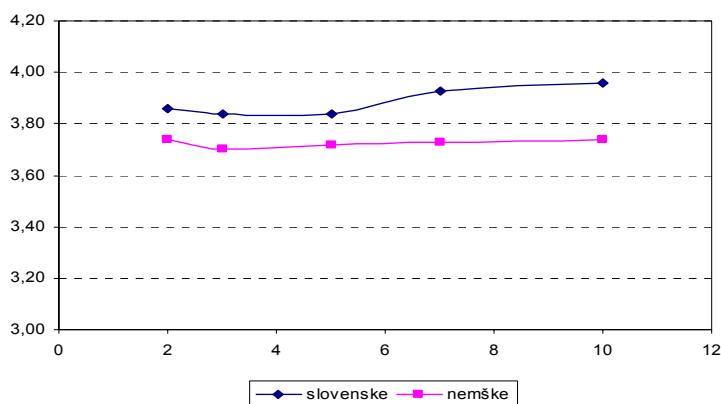
Tabela: Donos slovenskih tolarskih obveznic, evroobveznic in nemških državnih papirjev primerljive ročnosti

Ročnost (leta)	Obveznica	Donos slovenskih tolarskih državnih obveznic*(v %)	Donos slovenskih evroobveznic (v %)	Donos nemške državne obveznice primerljive ročnosti (v %)	Razlika v donosu (v BT)
2	RS58	3,86	3,85	3,74	12
3	RS60	3,84		3,70	14
5	RS61	3,84	3,83	3,72	12
7	RS57	3,93		3,73	20
10	RS62	3,96		3,74	22

Vir: TUVL

\*Zaradi nizke likvidnosti slovenskega TUVL trga so predstavljeni donosi do dospelja dejansko sklenjenih poslov s posameznimi obveznicami.

Krivulja donosnosti slovenskih in nemških državnih obveznic



Vir: Bloomberg, TUVL

### Planirane izdaje državnih vrednostnih papirjev v letu 2007

Za leto 2007 Ministrstvo za finance predvideva obseg dodatnega zadolževanja v višini 1,18 mrd EUR. Od tega dolgoročno zadolževanje v višini 918 mio EUR in z zakladnimi menicami 200 mio EUR. Zaradi potrebnega minimalnega števila referenčnih obveznic v višini 1 mrd EUR za ustrezno likvidnost na sekundarnem trgu, planira Ministrstvo za finance odpoklice in odkupe nekaterih obstoječih obveznic in izdajo novih obveznic. Predvidevajo odpoklic obveznice, s pravico predčasnega odpoklica, vezane na temeljno obrestno mero (TOM) RS 47 v višini približno 290 mio EUR ter odkupe obstoječih obveznic, razen RS59 do višine približno 1 mrd EUR. Od uspešnosti odkupov obveznic bo odvisna dokončna višina izdanih obveznic v letu 2007.

Tako naj bi Slovenija v letu 2007 izdala naslednje obveznice:

- reodprtje RS59 do višine 1 mrd EUR v januarju 2007,
- izdaja dolgoročne standardizirane obveznice z ročnostjo 10,5 do 11 let v višini 1 mrd EUR v začetku marca,
- izdaja 5-letne standardizirane obveznice do nominalne vrednosti 1 mrd EUR proti koncu junija; dokončna višina vrednosti izdaje pa bo odvisna od uspešnosti odkupov obstoječih obveznic.

Kar se tiče kratkoročnih vrednostnih papirjev planira MF izdajati 3 in 6-mesečne zakladne menice. Višina posamezne izdaje bo okoli 50 mio EUR. Datuma izdaje zakladnih menic pa Ministrstvo za finance še ni objavilo.

Tabela predvidenih izdaj slovenskih državnih obveznic v letu 2007

Ročnost obveznice	Predviden čas izdaj	Predvidena višina izdaje (v mio EUR)
5	jun.07	1000
9	jan.07	300
10-11	mar.07	1000

Vir: Ministrstvo za finance.

### Primarni in sekundarni trg z začetkom leta 2007

Z vstopom Slovenije v območje evra je prišlo do določenih sprememb na primarnem in sekundarnem trgu slovenskih državnih vrednostnih papirjev. Po novem bodo izdaje državnih obveznic potekale preko sindikata. Ministrstvo za finance bo izbralo od 8 do 10 primarnih vpisnikov, od tega 4 domače in 4 do 6 tujih, ki bodo zavezani k uradnemu vzdrževanju trga državnih obveznic na sekundarnem trgu na MTS Slovenija platformi. Izmed teh 8 - 10 primarnih vpisnikov bo Ministrstvo za finance na primarni izdaji izbralo 3 vodje sindikata (»lead managerje«). Ostali primarni vpisniki so člani sindikata (»co-manager«), ki lahko skupaj kupijo oz. prodajo od 10-20% zneska izdanih obveznic.

Po novem bo trgovanje na sekundarnem trgu potekalo preko MTS Slovenija. Najverjetneje bo ukinjena trgovalna platforma TUVL (trga uradnih vzdrževalcev likvidnosti), ki je bila do sedaj glavni trg za slovenske toolarske obveznice in zakladne menice.

### Zaključek

Slovenija je do sedaj veljala za zgodbo o uspehu, saj je prva med novimi članicami brez večjih pretresov prevzela evro. Vendar se mora dokazati tudi pri sprejetju določenih reform oz. ukrepov, ki bodo povečali učinkovitost njene ekonomije. Eno takih je priključitev slovenskega finančnega trga razvitemu evropskemu, kar daje nove možnosti za izboljšanje poslovanja slovenskih bank in podjetij v smislu dostopa do novih produktov. Temu mora slediti tudi razvoj trga slovenskih državnih vrednostnih papirjev, kjer imamo v mislih predvsem povečanje njegove likvidnosti z vzpostavitvijo mednarodne infrastrukture za trgovanje z njenimi vrednostnimi papirji. Relativno ugodne gospodarske napovedi v naslednjih letih naj bi slovenijo pripeljale bližje povprečni razvitosti EU, zato pričakujemo večje povpraševanje po slovenskih državnih obveznicah in posledično nižjo razliko med slovenskimi in nemškimi državnimi vrednostnimi papirji.

Pripravila: Sonja Mlakar ([sonja.mlakar@nlb.si](mailto:sonja.mlakar@nlb.si))  
Leon Hodošček ([leon.hodoscek@nlb.si](mailto:leon.hodoscek@nlb.si))

<b>PODROČJE FINANČNIH TRGOV IN ZAKLADNIŠTVA SKUPINE NLB</b> <b>Group Treasury &amp; Financial Markets</b> direktor: Branko Kobal +386 1 476 91 98			
<b>Poslovni sektor za upravljanje bilance banke</b> <b>Assets and Liabilities Management – ALM</b> direktorica: Nataša Veselinovič +386 1 476 91 78		<b>Poslovni sektor trgovanja s finančnimi instrumenti</b> <b>Financial Markets – Front Office</b> direktor: Jernej Doles +386 1 476 91 81	
Analyze in raziskave (Research & Analysis)			
Dunja Ukmar Hvastija (vodja)	+386 1 476 91 33	Poslovanje z valutami (FX desk)	
Sonja Mlakar	+386 1 476 91 34	Bojan Pliberšek (vodja)	+386 1 476 91 54
Upravljanje likvidnostnega in valutnega tveganja		Poslovanje z obveznicami (Bond desk)	
Liquidity & FX Risk Management		Damjana Križaj (vodja)	+386 1 476 91 53
Orjana Mikuž (vodja)	+386 1 476 91 76	Poslovanje z denarjem (Money market)	
		Helena Trpin (vodja)	+386 1 476 91 55
Upravljanje obrestnega tveganja		Poslovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti (Derivatives)	
Interest Risk Management		Igor Langerholc (vodja)	+386 1 476 91 82
Marko Jernejčič (vodja)	+386 1 476 91 51	Poslovanje s strankami (Sales desk)	
Leon Hodošček	+386 1 476 91 59	Žarko Škraba (vodja)	+386 1 476 91 64