

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

DOLŽNIŠKA KRIZA V EVRO OBMOČJU:
PRIMERJAVA IZBRANIH PERIFERNIH DRŽAV IN SLOVENIJE

Ljubljana, avgust 2011

LUKA SIMONETI

IZJAVA

Študent LUKA SIMONETI izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. MOJMIRJA MRAKA, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 19.8.2011

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 KONCEPT DOLŽNIŠKE KRIZE IN INDIKATORJI MERJENJA ZUNANJE DOLŽNIŠKE OBREMENJENOSTI.....	2
2 INSTITUCIONALNA UREDITEV EVRO OBMOČJA GLEDE JAVNOFINANČNE VZDRŽNOSTI	3
2.1 Fiskalna politika v Ekonomski in Monetarni Uniji	4
2.2 Maastrichtski kriteriji	4
2.3 Pakt Stabilnosti in Rasti.....	5
2.4 Kriza Pakta in njegova reforma	5
3 RAZVOJ DOLŽNIŠKE KRIZE PERIFERNIH EVRO DRŽAV	6
3.1 Razlogi za nastanek evropske dolžniške krize	6
3.2 Makroekonomsko stanje držav PIIGS in Slovenije.....	7
3.3 Tržna ocena tveganosti dolgoročnih državnih obveznic	8
3.4 Vloga bonitetnih agencij.....	10
3.5 Proces reševanja evropske dolžniške krize Grčije, Irske in Portugalske.....	12
4 INDIKATORJI JAVNIH FINANC IN ZADOLŽENOSTI IZBRANIH PERIFERNIH DRŽAV EVRO OBMOČJA IN SLOVENIJE	14
4.1 Javni dolg in proračunski primanjkljaj	14
4.2 Sposobnost servisiranja obresti dolga.....	16
4.3 Dinamika zadolževanja.....	17
4.4 Notranja in zunanja zadolženost države	19
4.5 Potencialni dolg države	20
4.6 Struktura zunanje zadolžitve nacionalne ekonomije po sektorjih	21
4.7 Neto finančna pozicija države	22
SKLEP.....	23
LITERATURA IN VIRI	26

KAZALO TABEL

Tabela 1: Gospodarska rast in brezposelnost držav skupine PIIGS in Slovenije (v %)	8
Tabela 2: Bonitetne ocene držav skupine PIIGS in Slovenije	11
Tabela 3: Proračunski primanjkljaj držav skupine PIIGS in Slovenije (v %)	16
Tabela 4: Obremenjenost obravnavanih držav s plačilom obresti v letu 2010	16
Tabela 5: Poroštva Republike Slovenije	20
Tabela 6: Neto finančna pozicija držav skupine PIIGS in Slovenije konec leta 2010 (v %)	22

KAZALO GRAFOV

Graf 1: Gibanje pribitkov držav skupine PIIGS nad donosnostjo 10-letnih nemških državnih obveznic (v %)	9
Graf 2: Gibanje deleža javnega dolga v BDP izbranih skupin držav od leta 2001 (v %)	14
Graf 3: Indeks gibanja javnega dolga v BDP izbranih skupin držav od leta 2007	15
Graf 4: Indeks gibanja javnega dolga v evrih držav skupine PIIGS in Slovenije od leta 2007	18
Graf 5: Indeks gibanja javnega dolga v BDP držav skupine PIIGS in Slovenije od leta 2007	18
Graf 6: Gibanje bruto zunanje zadolženosti Slovenije po sektorjih (v mio €)	21

UVOD

Gospodarsko finančna kriza, ki je zajela globalno gospodarstvo v letu 2007, je opozorila na številne pomanjkljivosti gospodarskega sistema Evropske Unije (EU). Posledice krize so močno poslabšale položaj javnih financ številnih držav, saj javnofinančni prihodki v krizi zaradi zmanjšanja gospodarske aktivnosti padejo, na drugi strani pa pride zaradi proti-ciklične naravnosti fiskalne politike tudi do povečanja javnofinančnih odhodkov. Največje zanimanje javnosti in strokovnjakov je zagotovo deležna dolžniška kriza nekaterih perifernih držav evro območja, saj predstavlja prvi pravi preizkus vzdržnosti evropske monetarne integracije, ki se je začela leta 1999. Ekonomska monetarna unija (EMU) je dobro delovala v času gospodarske konjunktore, kjer njene šibkosti, povezane s slabo fiskalno integracijo, niso prišle do izraza. Po nastanku dolžniške krize pa je postalo jasno, da Pakt stabilnosti in rasti ni učinkovito nadomestilo skupne institucionalne fiskalne politike.

Skupino evropskih držav, katerih zadolženost je v očeh trga in bonitetnih agencij najbolj kritična, se je v medijih prijela oznaka PIIGS (Portugalska, Irska, Italija, Grčija in Španija). Grčija, Irska in Portugalska so skozi različne mednarodne in evropske mehanizme sicer že prejele finančno pomoč, še pomembnejše vprašanje za obstoj evra pa je, ali si lahko EU privošči tudi reševanje Italije ali Španije, ki sta v primerjavi s prej omenjenimi državami bistveno večji in gospodarsko pomembnejši državi.

Namen diplomskega dela je analizirati aktualno problematiko evropske dolžniške krize, s poudarkom na obravnavi javnofinančnega stanja Slovenije v primerjavi z izbranimi perifernimi državami.

Pred pisanjem naloge sem si zadal dva cilja. Prvi cilj je predstavitev ureditve fiskalne politike na nivoju evro območja in vpliv le te na razvoj dolžniške krize nekaterih perifernih držav. Kot drugo pa bom s primerjavo različnih javnofinančnih indikatorjev in kazalcev zadolženosti skušal ugotoviti, ali se Slovenija upravičeno vse pogosteje omenja skupaj s skupino držav PIIGS.

Diplomsko delo je sestavljeno iz petih poglavji. Prvo poglavje je namenjeno teoretični opredelitvi koncepta zunanje zadolženosti in opisu indikatorjev, ki se uporabljajo za merjenje dolžniške obremenjenosti države. Kot bom podrobneje pokazal v nadaljevanju, se zaradi specifične lastnosti držav evro območja, ki jo predstavlja skupna valuta evro, uporabljajo predvsem indikatorji državnega dolga in ne zunanje zadolženosti države. V drugem poglavju bom obravnaval ureditev fiskalne politike v EMU ter predstavil dve institucionalni ureditvi, ki spodbujata oziroma obvezujeta prihodnje in sedanje članice evro območja k fiskalni odgovornosti. Naslednji del je namenjen opisu razvoja dolžniške krize perifernih evro držav, s poudarkom na vlogi bonitetnih agencij in tržnem ocenjevanju tveganja na trgu dolgoročnih državnih obveznic. V tem delu bom predstavil tudi dosednji potek reševanja Grčije, Irske in Portugalske. V četrtem poglavju, ki predstavlja najpomembnejši del diplomskega dela, pa bom podrobneje analiziral in primerjal indikatorje javnih financ in zadolženosti izbranih perifernih držav evro območja in Slovenije. V sklepnem delu bom še enkrat izpostavil glavne

ugotovitve mojega dela in poskusil dati svojo končno oceno, če se Slovenija upravičeno omenja kot ena izmed naslednjih potencialnih kandidatk evro območja za finančno pomoč.

1 KONCEPT DOLŽNIŠKE KRIZE IN INDIKATORJI MERJENJA ZUNANJE DOLŽNIŠKE OBREMENJENOSTI

Bruto zunanja zadolženost države je opredeljena kot stanje skupnega obsega dolžniških obveznosti njenih rezidentov do nerezidentov. Stanje dolga domačega gospodarstva do tujine lahko kot nakazuje spodnja enačba (1), predstavimo tudi v povezavi s tokovi dolžniškega kapitala v plačilni bilanci. Zapis nam pove, da je stanje dolga na koncu obdobja D_t enako stanju dolga ob koncu predhodnega obdobja D_{t-1} , ki mu prištejemo obseg črpanja novih kreditov v preučevanem obdobju (B_t) in odštejemo obseg odplačil glavnice (A_t). Zadnji dve komponenti imenujemo neto sprememba dolga.

$$D_t = D_{t-1} + B_t - A_t \quad (1)$$

Druga plat zadolževanja v tujini pa se pokaže v tekočem delu plačilne bilance, kjer se v obliki odplačila obresti beleži drugi del servisiranja kreditov. Tudi v tem primeru ločimo med bruto in neto konceptom plačila obresti.

V osnovi lahko celoten zunanji dolg države razdelimo na tri kategorije: javni dolg, javno zajamčen dolg in zasebni nezajamčen dolg. Pri javnem dolgu sta v vlogi dolžnika neposredno država ali centralna banka. Pri javnem zajamčenem dolgu je dolžnik oseba v javni ali zasebni lasti, vendar pa za poplačilo teh dolgov jamči država. In nazadnje, o privatnem nezajamčenem dolgu govorimo, kadar gre za dolgove subjektov neke države do nerezidentov brez jamstva države. (Mrak, 2002)

Ker nam absolutne številke o zunanjem dolgu same po sebi ne povedo kaj dosti, so se v praksi razvili različni indikatorji merjenja dolžniške obremenjenosti države. Kadar želimo analizirati zunanjo zadolženost posamezne države, uporabljamo določene kazalce, ki obseg dolga oziroma obveznosti iz naslova njegovega servisiranja postavljajo v odnos do resursov, ki jih ima država na razpolago. Najpogosteje se kot indikatorja razpoložljivih resursov pojavljata bruto domači proizvod (BDP) in izvoz blaga in storitev.

BDP nam prikazuje ekonomsko moč posamezne države in rezidenti neke države lažje poplačajo svoje obveznosti pri visokem BDP, ki predstavlja tudi podlago za pobiranje davkov in posledično višje javnofinančne prihodke države. Poleg tega je BDP tudi skupni imenovalec za primerjavo različno velikih gospodarstev, ki bi jih bilo po absolutnih podatkih težko primerjati. Devizni prihodki od izvoza blaga in storitev pa so pomembni, ker gre pri manj razvitih državah praviloma za zunanje zadolževanje v tuji valuti, zaradi česar za poplačilo dolgov potrebujejo zadostno količino tuje valute.

Na naslednji strani so naštetih štiri indikatorji, ki jih je v osemdesetih letih razvila za spremljanje zunanje zadolženosti držav v razvoju Svetovna banka:

- Delež zunanjega dolga v bruto domačem proizvodu
- Delež zunanjega dolga v deviznih prihodkih od izvoza blaga in storitev
- Delež letnega servisiranja zunanjega dolga v deviznih prihodkih od izvoza blaga in storitev
- Delež letnega servisiranja obresti zunanjega dolga v deviznih prihodkih od izvoza blaga in storitve

Vsak izmed naštetih indikatorjev ima svoje prednosti in slabosti, strokovnjaki pa se strinjajo, da ni mogoče izpostaviti enotnega kriterija, ki bi nudil zanesljivo oceno sposobnosti države za redno servisiranje svojega zunanjega dolga. Svetovna banka se je na temeljno kritiko indikatorjev, ki opozarja na njihovo statičnost in odvisnost od preteklih podatkov, odzvala z dvema novima indikatorjema, ki temeljita na konceptu neto sedanje vrednosti:

- Neto sedanja vrednost servisiranja zunanjega dolga kot delež bruto nacionalnega proizvoda
- Neto sedanja vrednost zunanjega dolga kot delež izvoza blaga in storitev

Kot že rečeno, je potrebno vse zgoraj omenjene indikatorje jemati z določeno rezervo in le kot začetek preučevanja zunanjega dolžniškega položaja države. Če želimo celovito analizirati dolžniško obremenjenost države pa moramo upoštevati tudi strukturne lastnosti države, makroekonomsko stanje in plačilnobilančne perspektive države v prihodnjih letih. Potrebno se je zavedati, da obseg zunanje zadolženosti sam po sebi še ne determinira prezadolženost posamezne države. Bolj pomembno je, ali so bili tuji krediti dovolj produktivno uporabljeni, da država lahko nemoteno tekoče servisira svoje obveznosti do tujine. (Mrak, 2002)

V primeru dolžniške krize perifernih evro držav zgoraj predstavljeni indikatorji niso v središču pozornosti, saj so nastali za preučevanje držav, ki imajo lastno valuto in financirajo svoj razvoj s tujo akumulacijo na podlagi posojil v tuji valuti. Osredotočenost v evro državah je na indikatorjih javnega dolga, ki ga lahko financirajo tako rezidenti kot nerezidenti, in le del dolga, ki ga financirajo slednji, se šteje v zunanjo zadolženost države. Razlog je v tem, da gre za države s skupno valuto in skupno monetarno politiko. Kot bom podrobneje razložil kasneje, sta najpogosteje uporabljena indikatorja javnofinančnega položaja teh držav delež javnega dolga in proračunskega primanjkljaja v BDP.

2 INSTITUCIONALNA UREDITEV EVRO OBMOČJA GLEDE JAVNOFINANČNE VZDRŽNOSTI

Decembra 1991 je Evropski svet na zasedanju v Maastrichtu sprejel odločitev za oblikovanje ekonomske in monetarne unije, do uresničitve sklepa pa je prišlo leta 1999, ko je enajst izmed petnajstih tedanjih članic EU uvedlo skupno valuto evro. Z uvedbo skupne valute so se države odrekle svoji monetarni suverenosti, ki se je prenesla na Evropsko Centralno Banko (ECB). ECB in nacionalne centralne banke držav članic EU, ki so kot skupno valuto sprejele evro, tvorijo tako imenovani Evrosistem. Evrosistem je s pogodbo o delovanju Evropske unije in Statutom ESCB in ECB zavezan k izpolnjevanju svojega poglobitnega cilja, ki je ohranjanje srednjeročne stabilnosti cen. (Delovanje Evrosistema, 2006)

1.1 Fiskalna politika v Ekonomski in Monetarni Uniji

S sprejetjem skupne valute so se države odpovedale lastni monetarni politiki, kar pomeni, da fiskalna politika predstavlja edino orodje za vpliv na domačo ekonomsko aktivnost, ki je tem državam še ostalo na voljo. To je tudi pglavlni razlog, da se države, ki so sprejele evro, niso bile pripravljene odreči fiskalni suverenosti, kljub temu, da večina ekonomske stroke verjame, da je za uspešno monetarno integracijo ključnega pomena tudi sočasna fiskalna integracija. To je pripeljalo do tega, da imamo v EMU dve dimenziji fiskalne politike. Prva je fiskalna politika, ki jo samostojno vodi posamezna država članica. Druga, ki jo predstavlja proračun EU, pa je na nadnacionalni ravni, a je zaradi omejenosti z razpoložljivimi sredstvi ter nefleksibilnosti pri sami strukturi porabe v primerjavi z nacionalnimi politikami bistveno manj pomembna. Obseg proračuna je premajhen, da bi se lahko uporabil kot učinkovit mehanizem skupne fiskalne politike. Iz tega lahko zaključimo, da fiskalna politika tako v evro območju kot v sami EU ostaja pretežno v domeni držav članic. (Lavrač, 2003)

Kadar smo kot v primeru EMU priča najvišji stopnji monetarne integracije, je za doseganje makroekonomske stabilnosti potrebno imeti odgovorno fiskalno politiko vseh držav članic. V nasprotnem primeru, ko posamezna članica vodi neprimerno fiskalno politiko, lahko pride do negativnih eksternalij za celotno območje skupne valute. Ob tem pa se pojavi tudi potencialni problem moralnega hazarda, saj pride do situacije, da določene države vodijo neodgovorno fiskalno politiko, njihovo reševanje in velik del posledic njihovega ravnanja pa pade na pleča ostalih držav članic monetarne unije. Za preprečitev oziroma omejitev tega sta bili sprejeti dve fiskalni pravili, ki jih bom podrobneje predstavil v naslednjih dveh točkah tega poglavja. Maastrichtski kriteriji veljajo za države, ki želijo postati članice evro območja, medtem ko Pakt stabilnosti in rasti opredeljuje zahteve fiskalnih politik po vstopu v EMU.

2.2 Maastrichtski kriteriji

Maastrichtski konvergenčni kriteriji so bili sprejeti v Maastrichtskem sporazumu decembra leta 1991. Osnovna ideja kriterijev je, da morajo države pred sprejetjem skupne valute doseči določeno stopnjo konvergence izbranih makroekonomskih spremenljivk. Pet konvergenčnih kriterijev lahko razdelimo med tri monetarne in dva fiskalna kriterija. V prvo skupino sodijo nizka stopnja inflacije, nizka stopnja obrestnih mer in stabilni valutni tečaj. V drugo skupino pa sodi zahteva po zdravih javnih financah, ki vsebuje kriterija o višini javnega dolga in proračunskega primanjkljaja. Za celovito obravnavo vsebine diplomskega dela sta pomembna predvsem zadnja dva. Kriterij javnega dolga od držav zahteva, da je delež javnega dolga nižji od 60% BDP. Kriterij proračunskega primanjkljaja pa zahteva, da proračunski primanjkljaj v posameznem letu ne sme preseči 3% BDP. (Blanchard, Amighini, & Giavazzi, 2010)

V skladu s pogodbo so skupno valuto lahko sprejele tudi posamezne države, ki so presegale referenčno mejo o višini javnega dolga, vendar so se morale zavezati k zmanjševanju le tega. Tako sta v EMU vstopili tudi Belgija in Italija, katerih javni dolg je krepko presegal zgoraj navedene vrednosti. Iz tega lahko vidimo, da so se dopuščale relativno velike fiskalne razlike med državami, kljub temu, da bi po teoriji med njimi morala obstajati čim večja konvergenca.

2.3 Pakt stabilnosti in rasti

Pakt stabilnosti in rasti, katerega glavna pobudnica je bila Nemčija, predstavlja nekakšen nadomestek skupni institucionalni fiskalni politiki držav EMU in je bil sprejet leta 1997 v Amsterdamu. V nasprotju s konvergenčnimi kriteriji, Pakt opredeljuje zahteve fiskalnih politik posameznih držav članic po vstopu v EMU. Sprejet je bil z namenom nadaljnega ohranjanja fiskalne konvergenca, ki predstavlja enega izmed ključnih dejavnikov zagotavljanja stabilnosti evro območja. Proračunska disciplina je predpogoj za stabilno makroekonomsko okolje, ki omogoča gospodarsko rast in visoko stopnjo zaposlenosti. Zasnova Pakta temelji na fiskalnih Maastrichtskih kriterijih, ki sem ju na kratko opisal zgoraj.

Pakt delimo na preventivni in korektivni del. V skladu s prvim mora posamezna država članica vsako leto predložiti letni program za stabilnost, v katerem razloži kako namerava v srednjeročnem obdobju doseči uravnotežen fiskalni položaj. Ključna določila so zagotoviti srednjeročno vzdržen proračun, kar naj bi bilo doseženo ob upoštevanju zahtev, ki narekujejo proračunski primanjkljaj nižji od 3% BDP in zgornjo mejo javnega dolga na nivoju 60% BDP. S sprejetjem Pakta se je vzpostavil tudi mehanizem za preverjanje izpolnjevanja predpisanih meril, ki Evropski komisiji in Svetu omogoča izdajo opozoril ter po potrebi tudi uvedbo postopka proti državi, ki ni spoštovala predpisanih določil. V posebnih okoliščinah države, kljub prekoračitvi dovoljenih vrednosti posameznih kriterijev, niso kaznovane. Za posebne okoliščine se štejejo nenavadni dogodki, ki niso pod nadzorom države in imajo velik vpliv na njeno finančno stanje. Prav tako se ne kaznuje prekoračitev proračunskega primanjkljaja, ki je posledica več kot 2% padca BDP. (Evropska Komisija, b.l.)

2.4 Kriza Pakta in njegova reforma

Določila Pakta so bila, predvsem po začetku obdobja recesije leta 2001, s strani različnih držav večkrat kršena. Države so prekoračile dovoljeno mejo proračunskega primanjkljaja, ob tem pa so se nekatere izmed njih vse bolj približevale tudi kritični meji javnega dolga. Tako je bil med obdobjem 2001-2005 Pakt deležen številnih kritik. Predvsem se je izpostavljala njegova togost, da ne vsebuje primernih spodbud, da države odvrta od gospodarskih reform in da spodbuja pro-ciklično obnašanje ekonomske politike. (Eijffinger, 2002)

V oči še posebej bode primer največjih evropskih ekonomij Nemčije in Francije, ki sta kljub večletni kršitvi določil Pakta od leta 2002 dalje, ostali nekaznovani. V njunem primeru je ECOFIN, ena izmed devetih možnih formacij Sveta EU v sestavi finančnih oziroma gospodarskih ministrov, leta 2003 glasoval proti začetku postopka. S tem je Svet zavrnil stališče Evropske Komisije, da državi nista sprejeli učinkovitih ukrepov za znižanje proračunskega primanjkljaja. Evropsko sodišče je podalo mnenje, da morata obe strani poiskati skupno sprejemljivo rešitev. To je povzročilo, da so države ponovno preučile Pakt, ter sprejele njegovo reformo. Temeljne določbe pakta so ostale nespremenjene, je pa postal bolj fleksibilen. Izboljšave oziroma spremembe Pakta lahko razdelimo v tri skupine: izboljšanje nadzora, krepitev preventivnega dela in izboljšave izvajanja postopka ob prekoračitvi referenčne meje proračunskega primanjkljaja. (ECOFIN, 2005)

Pri tem velja poudariti, da se že od sprejetja Pakta dalje pojavljajo kritike, ki temeljijo na dejstvu, da gre v primeru EMU za države, ki se po gospodarski razvitosti in trenutnem stanju močno razlikujejo. Zato se pojavljajo dvomi o primernosti enotnega številčno določenega kriterija za vse članice, saj bi bilo v določenih primerih za nekatere države ekonomsko povsem upravičeno preseči dane omejitve. Drugič, že po samem namenu Pakta je jasno, da omejuje fiskalne politike posameznih držav, ki pa so že tako ali tako brez samostojne monetarne politike. Čeprav obstaja še veliko drugih kritik, ki so si enotne, da številčno opredeljena referenčna vrednost predstavlja številne pomanjkljivosti, pa prinaša tudi pomembno prednost, saj preprosta pravila omogočajo lažji nadzor nad državami članicami.

3 RAZVOJ DOLŽNIŠKE KRIZE PERIFERNIH EVRO DRŽAV

Pretrsi na finančnih trgih jeseni 2007 so hitro povzročili velik upad gospodarske aktivnosti, zato državam ni preostalo drugega, kot da skušajo na različne načine stabilizirati svoja gospodarstva. V času recesije smo priča negativnemu učinku avtomatičnih stabilizatorjev, zaradi katerih pride v obdobju zmanjšanja gospodarske aktivnosti do strmega padca davčnih prihodkov in povečanja socialnih izdatkov, predvsem nadomestil za brezposelnost. Na drugi strani pa so bile države prisiljene tudi v reševanje finančnega sektorja, saj bi bili stroški neukrepanja za celotno gospodarstvo previsoki. Uporaba državnih intervencij je močno poslabšala položaj javnih financ, saj takšne intervencije skozi povečanje javnih izdatkov s seboj prinesejo tudi večje primarne primanjkljaje in posledično tudi višji javni dolg.

3.1 Razlogi za nastanek evropske dolžniške krize

Zgoraj opisano stanje je bilo značilno za večino evropskih držav, a nekatere izmed njih so zaradi svojih specifičnih lastnosti postale še posebej ranljive. Prva skupna lastnost evropskih perifernih držav je, da monetarna politika vodena s strani ECB v obdobju gospodarske rasti pred krizo, za njih ni bila optimalna. Politiko nizkih obrestnih mer je v teh državah spremljala visoka kreditna rast, ki je bila večinoma usmerjena v domačo potrošnjo, kar je povzročalo pregrevanje gospodarstev. To je pri obrobni državah evro območja, z izjemo Irske, preko pritiskov na zvišanje plač močno poslabšalo konkurenčnost. Posledica tega so bili poleg rasti kreditiranja in napihovanja nepremičninskih balonov tudi vse večja zunanja neravnotežja v obliki plačilnobilančnih neravnotežji in neto prilivov kapitala.

Za poglavitni razlog grških javnofinančnih težav bi lahko ob splošnih negativnih makroekonomskih dejavnikih določili tudi neprimerno in neodgovorno vodenje fiskalne politike. Po začetku finančno gospodarske krize je Grčija zaradi želje po izpolnjevanju evropskih fiskalnih zahtev začela resnične podatke o stanju proračunskega primanjkljaja celo namerno prikrivati. Država je trošila preko svojih meja in imela visok proračunski primanjkljaj s katerim je financirala obsežen javni sektor in visoke socialne izdatke. V nasprotju z nekaterimi drugimi perifernimi državami kot sta Španija in Irska, je bila bančna kriza v grškem primeru sekundarnega pomena.

Predvsem pri Irski javnofinančne težave izvirajo iz državnega reševanja finančnega sektorja, ki ga je kriza povsem upostošila. Irski bančni sektor je z agresivnim izposojanjem in vlaganjem v irski, britanski in ameriški nepremičninski trg v času pred krizo prevzemal prekomerna tveganja ter postal predimenzioniran. Na koncu državi ni preostalo drugega, kot da na račun poslabšanja javnofinančnega položaja prepreči najhujše.

Portugalski v obdobju visoke gospodarske rasti, ki je bila do uvedbe evra nad povprečjem EU in je temeljila na domačem zadolževanju, ni uspelo spodbuditi tudi rasti produktivnosti. Posledica povečanja plač je bila višja inflacija in nižja konkurenčnost gospodarstva.

Ranljivost Španske ekonomije pred krizo bi lahko razložili s kombinacijo nepremičninskega balona in preobsežnega gradbenega sektorja, slabšanja konkurenčnosti ter zadolževanja v tujini. Španski bančni sektor ni bil vpleten v tvegane mednarodne naložbe, temveč je v težave prišel zaradi posledic poka domačega nepremičninskega balona.

Kot zadnja med državami skupine PIIGS pa je pod strogim nadzorom investorjev tudi Italija. Njen visok javni dolg izhaja še iz let pred uvedbo evra. Lahko bi rekli, da ima država v območju evra poseben položaj, saj v zadnjem desetletju, kljub visokem preseganju referenčne meje javnega dolga, ni bila deležna nobenih večjih sankcij. Morda sta ravno dolga zgodovina uspešnega servisiranja visokega javnega dolga in relativno nizek proračunski primanjkljaj razloga, da je njen trenuten položaj manj kritičen od ostalih držav skupine PIIGS.

Tudi Sloveniji bi lahko pripisali nekaj zgornjih lastnosti. Konkurenčnost gospodarstva se je v zadnjih letih zaradi hitrejše rasti plač od produktivnosti postopoma zmanjševala. Banke, ki so se pretežno zadolževale v tujini, so financirale nepremičninski trg, gradbeni sektor in lastniško konsolidacijo, kar se je izkazalo za zgrešeno strategijo in prineslo velike izgube. Država je v krizi reševala likvidnost bančnega sektorja, dodaten pritisk na javne finance pa predstavlja tudi vzdrževanje socialnega položaja najbolj ogroženih skupin prebivalstva.

Pomembno se je zavedati, da tudi med državami znotraj skupine PIIGS obstajajo pomembne razlike, ki jih je potrebno poznati za razumevanje celotne slike dolžniške krize in za primerjavo s Slovenijo.

3.2 Makroekonomsko stanje držav PIIGS in Slovenije

Nekaj let pred krizo do vključno leta 2007, ko je v središče pozornosti prišla finančna kriza povezana s pokom nepremičninskega balona v Združenih državah, so države skupine PIIGS in Slovenija imele relativno visoko gospodarsko rast. Za omenjene države je v letu 2007 v povprečju zanašala 4,4%.

V naslednjem letu pa je prišlo do preloma, saj so negativni učinki finančne krize že vplivali na realno gospodarstvo (glej Tabela 1). Italija in Irska sta v tem obdobju že imeli negativno gospodarsko rast, medtem ko je Portugalska imela ničelno stopnjo rasti BDP. Slovenski BDP je še zmeraj rasel z zavirljivimi 3,7%, a je vseeno šlo za skoraj polovično znižanje rasti glede na predhodno leto. V letu 2009 pa so že vse obravnavane države imele negativno stopnjo

rasti, ki je v povprečju znašala -4,9%. Zanimivo je, da je prednjačila ravno Slovenija, katere gospodarstvo se je skrčilo za -8,1%. V letu 2010 so Slovenija, Portugalska in Italija ponovno imele pozitivno gospodarsko rast, medtem ko so se gospodarstva Španije, Irske in Portugalske še naprej krčila. Po napovedih Eurostata (2011) naj bi v prihodnjem letu Grčija in Portugalska imeli negativno gospodarsko rast, ostale države pa naj bi dosegle skromne pozitivno rast.

Tabela 1: Gospodarska rast in brezposelnost držav skupine PIIGS in Slovenije (v %)

		2007	2008	2009	2010	2011 napoved
Grčija	brezposelnost	8,30	7,70	9,50	12,60	
	gospodarska rast	4,30	1,00	-2,00	-4,50	-3,50
Irska	brezposelnost	4,60	6,30	11,90	13,70	
	gospodarska rast	5,60	-3,50	-7,60	-1,00	0,60
Italija	brezposelnost	6,10	6,70	7,80	8,40	
	gospodarska rast	1,50	-1,30	-5,20	1,30	1,00
Portugalska	brezposelnost	8,10	7,70	9,60	11,00	
	gospodarska rast	2,40	0,00	-2,50	1,30	-2,20
Slovenija	brezposelnost	4,90	4,40	5,90	7,30	
	gospodarska rast	6,80	3,70	-8,10	1,20	1,90
Španija	brezposelnost	8,30	11,30	18,00	20,10	
	gospodarska rast	3,60	0,90	-3,70	-0,10	0,80

Vir: Eurostat, Real GDP Growth Rate (2011); Eurostat, Harmonised Unemployment Rate (2011).

Znižanje gospodarske aktivnosti je negativno vplivalo tudi na dogajanje na trgu delovne sile. Zaradi zmanjšane povpraševanja in posledično krčenja proizvodnje in stečajev se je število brezposelnih v času krize močno povečalo. Stopnja brezposelnosti se je od leta 2008 dalje poveševala v vseh obravnavanih državah in je leta 2010 za države skupine PIIGS znašala v povprečju 13,2%, medtem ko je v Sloveniji dosegla 7,3%. Med obravnavami državami je bila leta 2010 daleč najvišja stopnja brezposelnosti v Španiji, kjer je presegala 20%.

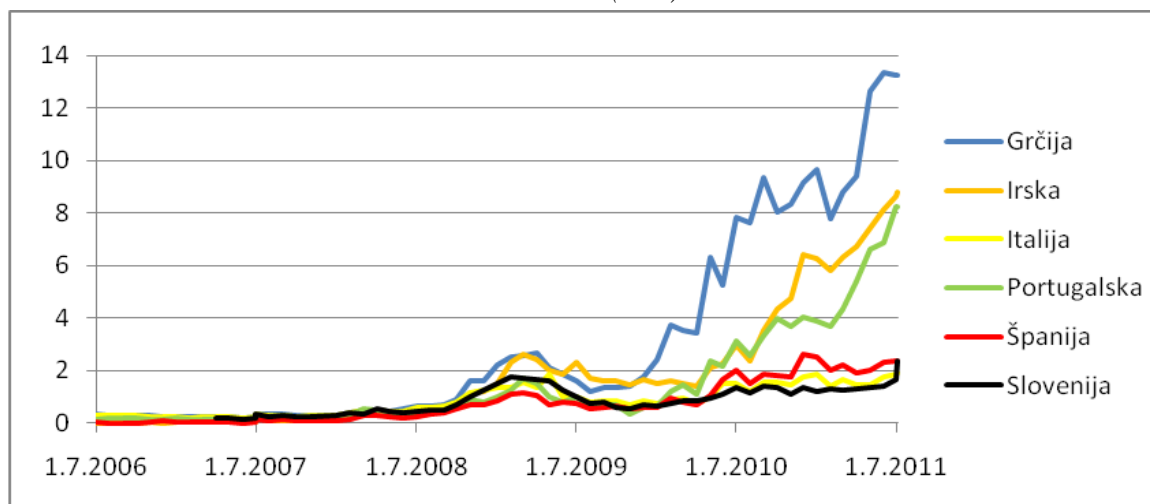
3.3 Tržna ocena tveganosti dolgoročnih državnih obveznic

Tveganost dolga posamezne države v očeh trga lahko spremljamo preko donosnosti dolgoročnih državnih obveznic na mednarodnem trgu, saj se države v večji meri zadolžujejo preko izdajanja obveznic. Drugi način prikazovanja tveganja državnih obveznic pa predstavlja cena instrumentov kreditne zamenjave CDS-jev (*credit default swaps*), katerih nakup predstavlja nekakšno zavarovanje za primer neplačila dolga s strani države dolžnice. Gre za pogodbo med lastnikom dolžniškega vrednostnega papirja in prodajalcem zaščite v primeru neplačila. Kupec zaščite je tako zaščiten pred kreditnim tveganjem, a mora plačati ceno, ki je obratno sorazmerna s kreditno sposobnostjo države dolžnice. Tako nam gibanje cen instrumentov kreditne zamenjave podobno kot zahtevane donosnosti državnih obveznic prikazuje tržno zaznavanje kreditnega tveganja posamezne države.

Kot je razvidno iz Grafa 1 so se pred krizo donosnosti do dospelja obveznic držav članic evro območja gibale zelo usklajeno. Investitorji, kljub opaznim razlikam v makroekonomskem stanju posameznih držav, med njimi iz vidika tveganosti niso delali večjih razlik. Prevladovalo je mišljenje, da med članicami EMU obstaja trdna medsebojna solidarnost in da se ne more zgoditi, da katera izmed članic doživi bankrot in ogrozi obstoj evra. Razlike med

tveganjem neplačila Nemčije, kot najbolj stabilne in verodostojne članice, ter kakšne periferne države z slabo konkurenčnostjo in neodgovorno fiskalno politiko praktično ni bilo zaznati. Še bolj zanimivo kot to, da pomembnih makroekonomskih razlik niso upoštevali investitorji in bonitetne agencije, pa je bilo obnašanje ECB, ki pri sprejemanju obveznic kot obliko zavarovanja prav tako ni delala nobenih razlik glede na državo dolžnico. (Frankel, 2011)

Graf 1: Gibanje pribitkov držav skupine PIIGS nad donosnostjo 10-letnih nemških državnih obveznic (v %)



Vir: Bonds&rates,(2011).

Po uvedbi številnih intervencij s strani evropskih držav kot odgovor na finančno krizo, so se stvari začele spreminjati tudi na trgu državnih obveznic. Prvi odziv trga, ki je pozitivno vplival na strošek zadolževanja večine evropskih držav, je bil tako imenovani »beg k varnosti« (*flight to safety*). Gre za proces umikanja iz bolj tveganih finančnih naložb, kot so delnice in obveznice podjetji, ter preusmerjanje teh sredstev v relativno varnejše državne vrednostne papirje. Na trgu se to izrazi kot povečanje povpraševanja in posledično znižane zahtevane donosnosti za državne obveznice. Bolj zanimivo za vsebino obravnavane tematike pa je, da se je leta 2008 začel pojavljati vse večji pribitek (*spread*) za donosnosti obveznic držav, ki so bile v relativno slabšem fiskalnem položaju kot Nemčija (glej Graf 1). Investitorji so na trgu pričeli upoštevati kreditno sposobnost posameznih držav, potencialno možnost njihovega neplačila ter likvidnostno tveganje, kar je z zaostrovanjem situacije le še povečevalo pribitek nad donosnostmi nemških obveznic in donosnostmi obveznic ostalih evropskih držav, predvsem že omenjenih perifernih držav. (Riet, 2010)

Empirična raziskava (Attinasi, Checherita, & Nickel, 2011) je pokazala, da so glavni dejavniki, ki vplivajo na spremembo pribitka nad donosnostmi nemških obveznic, sprememba splošnega odnosa do tveganja, kreditna sposobnost države, likvidnostno tveganje in objave različnih makroekonomskih podatkov in reševalnih paketov. V času krize se je na globalni ravni odnos do tveganja močno zaostрил, zato so investitorji za sprejemanje tveganj želeli vse višjo nagrado, ki se pri dolžniških vrednostnih papirjih kaže v povečani zahtevani donosnosti. Kreditna sposobnost države je v očeh trga oblikovana glede na pričakovani proračunski primanjkljaj in javni dolg. Zanimiv pa je primer Francije, kateri se, kljub slabšemu

pričakovanemu javno finančnemu stanju v primerjavi z Nemčijo, strošek zadolževanja ni izrazitejše povečal. Razlog je pozitiven vpliv nizke likvidnostne premije te države na strošek njenega zadolževanja. Za druge države evro območja, pa se je likvidnostna premija, ki je odvisna od relativne velikosti trga državnih obveznic glede na Nemčijo, bistveno povečala. Med različnimi objavami, pa so se za najpomembnejše izkazale objave o pomočeh bančnemu sektorju. Zaradi državne pomoči bankam pride do prenosa tveganj iz zasebnega v javni sektor, kar poveča kreditno tveganje države.

Med dejavnike, ki vplivajo na gibanje vrednosti državnih obveznic, bi lahko vključili tudi ocene bonitetnih agencij, saj se je pokazalo, da objave znižanja bonitetnih ocen nekaterih perifernih držav evro območja negativno vplivajo na strošek zadolževanja le teh. Pomembnost bonitetnih ocen potrjuje tudi nedaven burni odziv vodilnih v EU, ki se nikakor niso želeli sprijazniti z znižanjem bonitetne ocene Portugalske julija 2011. Še več, analiza odziva trga na že omenjeno spremembo bonitetne ocene kaže tudi, da ta odločitev ni imela negativnih posledic le za državo, na katero se ocena nanaša, ampak na celotno skupino držav PIIGS. Pribitek nad donosnostjo 10-letne nemške obveznice se je za Portugalsko v dnevu objave močno povečal. Hkrati so v istem dnevu narasli pribitki tudi za vse ostale države skupine PIIGS, kar nakazuje, da vpliv znižanje bonitetne ocene ni bil omejen le na obravnavano državo, ampak na celotno regijo perifernih evro države.

3.4 Vloga bonitetnih agencij

Med bonitetnimi agencijami prevladujejo tri privatne agencije s sedežem v Ameriki: Moody's, Standard & Poor's ter Fitch. Njihova naloga je spremljati delovanje podjetji in držav ter ocenjevati njihovo kreditno sposobnost oziroma sposobnost odplačila dolga.

V zadnjih letih so bile deležne številnih kritik na račun svojega delovanja. Med drugim so bile obtožene, da so zaradi slabega razumevanja tveganj, povezanih z izvedenimi finančnimi instrumenti, imele eno izmed ključnih vlog za nastanek finančne krize. Večini drugorazrednih ameriških hipotekarnih kreditov, ki so bili vključeni v procesu listninjenja in so bili kasneje središče nastanka krize, so bile dodeljene najvišje bonitetne ocene. To je povzročilo, da so te naložbe kupovale tudi institucije in skladi, ki jim je dovoljeno vlagati le v najvarnejše naložbe na trgu. Primer jasno kaže, da ima presoja bonitetnih ocen, še posebej če je povsem napačna, lahko izjemen vpliv na celotno gospodarstvo.

Nedavna študija (Gärtner, Jung, & Griesbach, 2011) je pokazala, da znižanje bonitetne ocene države večinoma vodi do višjega stroška zadolževanja, kljub temu, da analiza temeljnih ekonomskih kazalcev države to znižanje le delno upravičuje. Iz tega lahko sklepamo, da se investitorji na trgu državnih vrednostnih papirjev zanašajo na presojo bonitetnih agencij, čeprav ekonomski podatki države pravijo nasprotno. Posledično je država primorana plačevati višje obresti kot bi jih morala ob pravilni presoji, kar lahko povzroči, da pride celo do uresničitve napačne napovedi. V študiji so pokazali tudi, da so bila znižanja bonitetnih ocen držav skupine PIIGS od leta 2009 glede na njihovo ekonomsko stanje pretirana (glej Tabela 2). Model je pokazal, da bi morale države s podobnim makroekonomskim stanjem, če bi agencije te dejavnike upoštevale do enake mere kot v preteklosti, imeti bistveno višjo oceno.

Tabela 2: Bonitetne ocene držav skupine PIIGS in Slovenije

	Portugalska	Italija	Irska	Grčija	Španija	Slovenija
1.9.2007	AA	AA-	AAA	A	AAA	AA
spremembe	AA- (24.3.2010) A+ (23.12.2010) A- (24.3.2011) BBB- (1.4.2011)		AA+ (8.4.2009) AA- (4.11.2009) A+ (6.10.2010) BBB+ (9.12.2010)	A- (22.10.2009) BBB+ (8.12.2009) BB+ (14.1.2011) B+ (20.5.2011) CCC (13.7.2011)	AA+ (28.5.2010)	
20.7.2011	BBB-	AA-	BBB+	CCC	AA+	AA

Vir: Fitch Ratings, *Complete Sovereign Ratings History*, (2011).

V zvezi z dodeljevanjem ocen državam s strani bonitetnih agencij pa je odprto še eno zanimivo vprašanje. Po mnenju Gomesa (2011) se bonitetni agenciji ob upoštevanju različnih ekonomskih faktorjev izplača v svojo lastno oceno z določeno utežjo vključiti tudi oceno drugih bonitetnih agencij. Tako imenovani »piggy backing«, ki je neke vrste problem zastojkarstva, omogoča agencijam izboljšanje natančnosti svojih ocen ob hkratnem zmanjšanju stroškov nadzora posameznih držav. Prva slabost tega početja je, da se napake pri ocenah ene agencije lahko prenesejo tudi na ostale. Ravno nasprotno pa lahko pride tudi do stanja, ko agencija, kljub zaznavi večjega kreditnega tveganja, enostavno ne reagira zaradi mirovanja ocen drugih agencij. Ključno vprašanje tega početja pa je, ali lahko to povzroči zmanjšanje celotnega nadzora nad državami in posledično prinese manj natančne ocene.

V kontekstu bonitetnih agencij pa ostaja odprta še ena zanimiva tema, ki pa je zaradi omejitev obsega v tem diplomskem delu ne bom obravnaval. Gre za vprašanje, ali so bonitetne agencije res tiste, ki posredujejo informacije na trg ali pa informacije predvsem v zadnjem času morda potekajo v nasprotni smeri in agencije spreminjajo ocene šele na podlagi jasnih tržnih znamenj, da je država dolžnica v težavah.

Trenutno stanje v Evropi bi lahko opisali kot nekakšno strateško igro med bonitetnimi agencijami in vodilnimi predstavniki EU. Ko je postalo jasno, da Grčija ne more pravočasno in v celoti odplačati svojih obveznosti, so se v EU začeli pogovori o različnih predlogih, ki bi vključevali tudi zasebne investitorje, a na način, ki ne bi štel kot nezmožnost poplačila (*default*). Zaradi tega del krivde pri trenutno napetem odnosu med agencijami in vodilnimi v EU, nosijo tudi slednji, saj so želeli na nek način izkoristiti formalne vrzeli v opredelitvi nezmožnosti odplačila dolga. Eden izmed takšnih predlogov je tako imenovano prostovoljno podaljšanje odplačila obveznosti privatnim investitorjem. Pojavlja se dvom, ali se zasebni upniki ne bodo odločili za sodelovanje le zaradi močnih političnih pritiskov. Francija je predlagala, da bi posojila Grčiji pretvorili v nove 30-letne obveznice, kar bi državi prineslo dodaten čas za ureditev trenutnega položaja, zaradi že omenjenega strinjanja zasebnih investitorjev pa naj to dejanje ne bi pomenilo nezmožnost odplačila. A mnenje bonitetnih agencij je, da sprejetje predlogov, podobnih zgornjemu, pomeni neke vrste prestrukturiranje, kar lahko privede do delne nesposobnosti poravnavanja obveznosti.

3.5 Proces reševanja evropske dolžniške krize Grčije, Irske in Portugalske

Grčija je bila kot prva izmed članic EMU za preprečitev bankrota primorana sprejeti finančno pomoč, ki je pogojevana z strogim načrtom fiskalne konsolidacije. Podpisala je sporazum z Evropsko komisijo (EK), ECB in Mednarodnim denarnim skladom (MDS). Za pomoč Grčiji je bil sprejet krizni mehanizem, ki ji bo v prihodnjih treh letih nudil 110 milijard evrov pomoči. Po programu, ki se mu je Grčija s podpisom zavezala, naj bi z varčevalnimi ukrepi, reformami in privatizacijo finančnega premoženja do leta 2014 uspela znižati svoj proračunski primanjkljaj pod referenčno mejo 3% BDP. (OECD, 2011)

Države članice evro območja pa so nato ustanovile poseben Evropski finančni instrument za stabilnost (EFSF), ki lahko izdaja obveznice za katere so poroki vse članice evro območja, in naj bi služil kot pomoč prezadolženim državam evro območja. EFSF, ki lahko izda obveznice do vrednosti 440 milijard evrov, je s strani bonitetnih agencij dobil najvišjo možno oceno za tveganje neplačila. Tako se bodo države, katerih tveganost se je najbolj povečala, skozi mehanizem lahko zadolževale z veliko nižjimi stroški kot če bi se na finančne trge odpravile samostojno. (European Financial Stability Facility, b.l.)

Marca 2011 so voditelji držav članic na zasedanju vrh EU potrdili še ustanovitev stalnega sklada za reševanje prezadolženih držav, Evropskega mehanizma za stabilnost (EMS), ki bo začel delovati sredi leta 2013, ko bo prenehal delovati začasni sklad EFSF. Kmalu po začetku grške krize pa so investitorji začeli izgubljati zaupanje tudi v nekatere druge periferne evropske države. Predvsem Irska, Portugalska in Španija ter delno tudi Italija so se znašle v središču ugibanj o morebitni nezmožnosti poplačila svojih dolgov.

Tako je Irska, kot naslednja periferna država evro območja, novembra 2010 uradno zaprosila za finančno pomoč. Z EU in MDS so sprejeli sporazum, ki Irski zagotavlja paket finančne pomoči za obdobje 2010-2013 v skupni vrednosti 85 milijard evrov. Gre za skupen paket finančne pomoči s strani MDS-ja, Evropskega finančnega instrumenta za stabilnost (EFSF) in Evropskega finančnega mehanizma za stabilnost (EFSM), kjer vsak izmed njih prispeva eno tretjino celotnega deleža. Podobno kot pri Grčiji je pomoč pogojena s programom doseganja strogih fiskalnih, ekonomskih in finančnih ciljev. (Central Bank of Ireland, 2011)

Kot tretja izmed perifernih držav evro območja je morala na začetku aprila 2011 uradno zaprositi za finančno pomoč tudi Portugalska. Tako kot pri Irski je tudi v njenem primeru šlo za skupni paket finančne pomoči MDS-ja in vseh evropskih kriznih mehanizmov. Namenjen ji je finančni paket v višini 78 milijard evrov, ki je prav tako pogojen z ostrimi varčevalnimi ukrepi in strukturnimi reformami. (Banco de Portugal, 2011)

Ob sprejetju odločitve, da bo Slovenija sodelovala pri pomoči prezadolženim državam, so se pojavili posamezni kritiki, ki so vztrajali, da bi Slovenija morala to sodelovanje zavrniti. Kot bom pokazal v zadnjem poglavju je trenutno stanje Slovenije res bistveno ugodnejše od držav skupine PIIGS, ampak nam to ne nudi nobene garancije, da bo tako ostalo tudi v prihodnje. Za primer, Irska, katere pribitek na donosnost nemške obveznice je bil na določene dni leta 2006 celo negativen, velja danes za eno izmed najbolj kritičnih evropskih držav, ki bi bila

brez mednarodne pomoči enostavno primorana razglasiti nesposobnost odplačila svojega dolga. Slovenija pri pomoči mora sodelovati, ker ji to nudi zavarovanje za makroekonomsko stabilnost v prihodnjih letih. Ravno majhne članice, ki so bolj ranljive na zunanje šoke in špekulativne napade, bi se morale v prvi vrsti zavzemati za medsebojno pomoč, saj jo bodo same ob podobnih težavah tudi najbolj potrebne. (Damijan, 2010)

Zgoraj opisani reševalni paketi rešujejo predvsem likvidnostne težave držav in so po mnenju nekaterih strokovnjakov namenjeni le kupovanju časa. Zato se predvsem pri Grčiji, katere težava je dejansko solventnost in ne likvidnost, pojavlja vprašanje o primernosti teh ukrepov. Po mnenju Mraka (2011) je v primeru Grčije neizogibno prestrukturiranje dolga in delni odpis, saj kljub vsem varčevalnim ukrepom, strukturnim reformam in odprodaji državnega premoženja, država ni sposobna servisirati in odplačati svojega dolga.

Nasprotniki zavlačevanja z delnim odpisom grškega dolga menijo, da bi bilo potrebno upnike, ki so prav tako kot dolžniki delni krivci za prekomerno zadolženost, primerno kaznovati (Pisani-Ferry, 2011). Z delnim odpisom, ki bi kaznoval njihovo nepremišljeno ravnanje, bi jih prisili, da bi v prihodnje natančneje in previdneje ovrednotili tveganja. Posredno jo do tega prišlo v drugem svežnju pomoči Grčiji, saj prinaša pomoč tako iz javnih kot tudi iz zasebnih virov. Posojila iz sklada EFSF v vrednosti 109 milijard € bodo ob nižji obrestni meri imela tudi podaljšano ročnost, ki bo znašala med 15 in 30 let, z desetletnim moratorijem na plačilo obresti. Zasebne finančne ustanove pa so se zavezale, da bodo obstoječe obveznice zamenjale z obveznicami s 30-letno ročnostjo, da bodo večino denarja pridobljenega iz naslova zapadlih obveznic ponovno investirale v dolgoročne obveznice in z diskontom izvedle zamenjavo zdajšnjih obveznic za dolgoročnejshe državne obveznice.

Mnenje nekaterih je, da je finančna pomoč Grčiji pravzaprav najbolj pomagala francoskim in nemškimi bankam, ki so še zmeraj močno izpostavljene do grških državnih dolžniških vrednostnih papirjev. Prestrukturiranje in morebitni delni odpis dolga bi lahko ogrozil delovanje teh bank, kar predstavlja veliko tveganje tako za države iz kjer banke upnice prihajajo, kot za celotno evro območje. Dodatno težavo pri ugotavljanju izpostavljenosti pa povzroča trgovanje z že omenjenimi instrumenti kreditne zamenjave, CDS-ji. Ker ni znano, kdo je lastnik teh instrumentov, tudi ni povsem jasno kolikšna je izpostavljenost posameznih institucij in kdo bi resnično nosil stroške morebitnega neplačila (Fear of fear itself: Is this Europe's Lehman moment?, 2011). V tem primeru se strategija kupovanja časa pokaže kot koristna, saj bankam nudi prepotreben čas za pripravo na morebitne odpise. Glede na velike razlike v izpostavljenosti pa se moramo vprašati ali ne bi bilo bolj pravično, da bi članice evro območja pri paketih finančne pomoči sodelovale po ključu izpostavljenosti do države dolžnice in ne po zdajšnji razdelitvi.

Potrebno se je zavedati, da ni problem le izpostavljenost komercialnih bank, temveč tudi ECB-ja. Po nekaterih ocenah do problematične skupine PIIGS znaša okoli 444 milijard €, medtem ko kapital in rezerve te institucije skupaj znašata le 82 milijard €. Morda je tudi to pomemben razlog, da Evropski voditelji želijo na vsak način preprečiti delni odpis dolgov, ki bi močno prizadel tudi ECB. (Ruparel & Persson, 2011)

4 INDIKATORJI JAVNIH FINANC IN ZADOLŽENOSTI IZBRANIH PERIFERNIH DRŽAV EVRO OBMOČJA IN SLOVENIJE

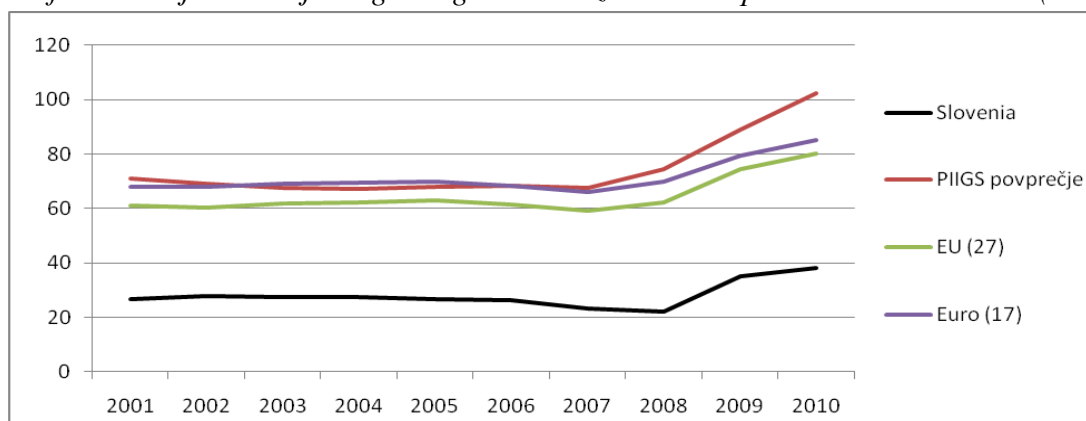
V tem poglavju bom analiziral različne indikatorje javnih financ in zadolženosti Slovenije in držav skupine PIIGS. Dejstvo je, da na zahtevano donosnost dolžniških vrednostnih papirjev vpliva veliko dejavnikov, zato bi bila le preprosta primerjava osnovnih statičnih indikatorjev brez pravega pomena. Bistvo poglavja je primerjava že omenjenih perifernih držav s Slovenijo, katero se zaradi hitre dinamike zadolževanja v zadnjih dveh letih občasno že omenja v povezavi z zgoraj omenjeno skupino.

4.1 Javni dolg in proračunski primanjkljaj

V primeru evropskih držav se za ugotavljanje stanja zadolženosti uporabljata predvsem delež javnega dolga in proračunskega primanjkljaja v BDP, kar omogoča primerjavo podatkov med različno velikimi ekonomijami, kot drugo pa primerja dolg države v primerjavi z njeno ekonomsko močjo, na kateri temelji tudi zmožnost pobiranja davkov. Ravno zaradi logike ekonomske moči je ta kazalnik bistveno primernejši od uporabe kazalnika dolg na prebivalca. Stanje javnega dolga je kumulativna posledica vseh preteklih javnofinančnih odločitev, medtem ko tekoči proračunski primanjkljaj odraža današnje stanje javnih financ in s tem tudi nakazuje gibanje zadolženosti za naslednje razdobje.

Bruto javni dolg (v nadaljevanju javni dolg) predstavlja obveznosti države do preostalega dela nacionalne ekonomije in tujine. Gre za širše opredeljen pojem države, kar pomeni, da na primer v Sloveniji poleg centralne države vključuje tudi občine, zavod za zdravstveno zavarovanje, zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje ter državna podjetja in sklade, ki so pod javnim nadzorom in ki manj kot 50% stroškov pokrivajo s tržnimi prodajami.

Graf 2: Gibanje deleža javnega dolga v BDP izbranih skupin držav od leta 2001 (v %)



Vir: Eurostat, *General Government Gross Debt*, (2011).

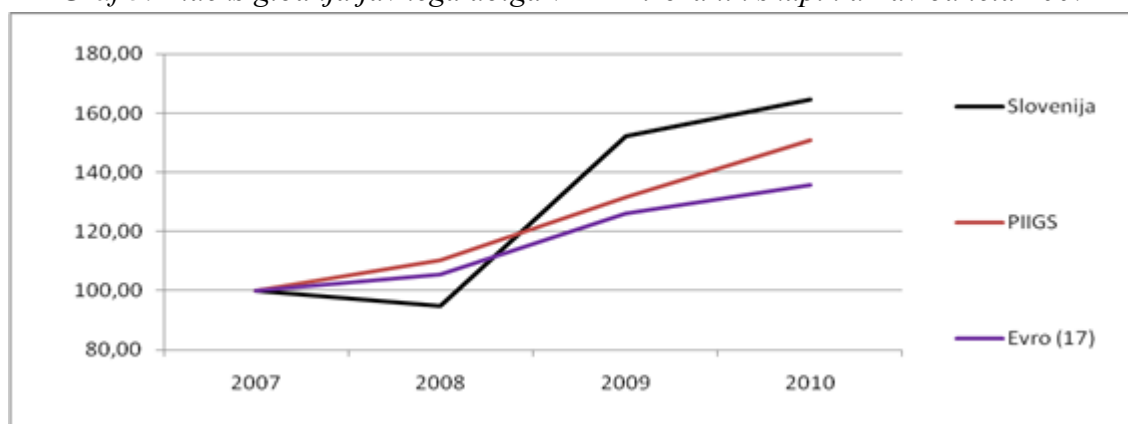
Kot je jasno vidno iz Grafa 2 je bilo gibanje javnega dolga evropskih držav v zadnjem desetletju zelo usklajeno. V grobem bi lahko dejali, da sta do začetka finančne krize leta 2007 obstajali dve skupini evropskih držav, saj vidimo, da je v povprečju javni dolg držav, ki so uvedle evro skozi celotno opazovano obdobje nad nivojem javnega dolga celotne EU. Iz teh podatkov lahko sklepamo, da so države, ki so uvedle evro v povprečju bile, in še zmeraj so, v

slabšem javnofinančnem položaju kot evropske države, ki so ohranile svojo valuto. Slovenija je v tem obdobju imela bistveno nižji delež javnega dolga v BDP, ki pa se je gibal s podobno dinamiko. Še bolj zanimivo pa je, da je povprečni javni dolg držav evro območja v celotnem obdobju presegal v Paktu določeno referenčno mejo 60% BDP. To dejstvo odpira vprašanje o kredibilnosti Pakta in nadzoru nad njegovim izvajanjem.

Po letu 2007 je znotraj držav evro območja prišlo do delitve po velikosti javnega dolga. Države skupine PIIGS so v povprečju povečale javni dolg bolj kot ostale članice EMU. Za Slovenijo bi lahko rekli, da je na prvi pogled v primerjavi z drugimi evropskimi državami v tem obdobju velikost in gibanje javnega dolga daleč od zaskrbljujočega.

Podrobnejša analiza obdobja po letu 2007, pa nam pokaže nekoliko drugačno sliko o položaju Slovenije. V obdobju 2007-2010 se je delež javnega dolga Slovenije v BDP povečal za 64,5%, kar predstavlja več kot dvakrat večje povečanje od povprečja držav evro območja in več kot 13 odstotnih točk več od povprečja držav PIIGS (glej Graf 3). Še bolj zaskrbljujoči pa so podatki o gibanju javnega dolga v BDP od leta 2008 dalje, ki prikazujejo, da se je ta samo v letih 2009 in 2010 povečal kar za 73%. Za primerjavo, državam skupine PIIGS in državam evro območja se je v tem času v povprečju povečal za 38% oziroma 22%. Razlog za takšno rast javnega dolga v BDP lahko delno pripišemo tudi -8,1% negativni gospodarski rasti Slovenije, ki je predstavljala največji letni padec BDP med obravnavanimi državami. Sklenemo lahko, da bi ob nadaljevanju takšnega trenda višina javnega dolga lahko postala problematična.

Graf 3: Indeks gibanja javnega dolga v BDP izbranih skupin držav od leta 2007



Vir: Eurostat, General Government Gross Debt, (2011).

V letu 2007 so države skupine PIIGS in Slovenija, z izjemo Portugalske in Grčije, imele javnofinančni primanjkljaj pod referenčno mejo 3% BDP (glej Tabela 3). V naslednjih dveh letih poglobitve finančne krize pa je zaradi znižanja javnofinančnih prihodkov in povišanja javnofinančnih izdatkov pri vseh državah prišlo do korenitega poslabšanja proračunskega salda. Leta 2009 so vse obravnavane države, vključno z Slovenijo, že krepko prekoračile s Paktom predpisane vrednosti. V letu 2010 je povprečni primanjkljaj držav skupine PIIGS znašal 13,2% BDP. Prednjačila je Irska s kar 32,4% primanjkljaja v BDP. Slovenija je tudi v primerjavi tega kazalca v bistveno boljšem položaju od ostalih držav, z izjemo Italije, ki prikazuje celo bolj ugodni trend gibanja proračunskega primanjkljaja.

Tabela 3: Proračunski primanjkljaj držav skupine PIIGS in Slovenije (v %)

v %BDP	Grčija			Irska			Italija		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
proračunski prihodki	39,9	37,3	39,1	35,50	33,9	34,6	46,10	46,50	46,00
proračunski odhodki	49,7	52,9	49,5	42,80	48,2	67,0	48,80	51,80	50,50
proračunski presežek/ primanjkljaj	-9,8	-15,6	-10,4	-7,3	-14,3	-32,4	-2,7	-5,3	-4,5
v %BDP	Portugalska			Španija			Slovenija		
	2008	2008	2008	2008	2009	2010	2008	2009	2010
proračunski prihodki	41,1	37,1	37,1	37,1	34,7	35,7	42,3	43,1	43,4
proračunski odhodki	44,7	41,3	41,3	41,3	45,8	45,0	44,10	49,0	49,0
proračunski presežek/ primanjkljaj	-3,6	-4,2	-4,2	-4,2	-11,1	-9,3	-1,8	-5,9	-5,6

Vir: Eurostat, Government Finance Statistics, (2011).

Iz zgornjih podatkov izstopa primer Irske, ki ima kljub največji rasti javnega dolga in daleč največjem primanjkljaju relativno nizke javnofinančne prihodke. Pomemben razlog za to je gospodarski model Irske, ki temelji na nizkem davku od dobička pravnih oseb in privabljanju tujih neposrednih investicij. A ker so prihodki kar nekaj odstotnih točk nižji od prihodkov ostalih držav, se lahko vprašamo ali ni sporno, da je bila Irska namenjena finančna pomoč, ki jo plačujemo nerezidenti, namesto da bi najprej svoje plačali njeni rezidenti in subjekti, ki tam poslujejo. Želel sem le izpostaviti, da primerjalna analiza javnofinančnih prihodkov nakazuje, da ima Irska še kar nekaj manevrskega prostora za samostojno reševanje nastale situacije.

4.2 Sposobnost servisiranja obresti dolga

Problem visokega dolga ni le v tem, da ga je potrebno prej ko slej odplačati oziroma vsaj refinancirati po novih pogojih, temveč morajo države za svoj dolg tudi redno plačevati obresti, ki jih investitorji zahtevajo kot nadomestek za prevzemanje tveganj. Tabela 4 nam prikazuje obremenjenost obravnavanih držav s plačevanjem obresti. Ker nam absolutni znesek obresti za različno velike ekonomije ne pove veliko, bom za primerjavo raje uporabil delež obresti v enem od resursov, ki omogoča njihovo plačevanje.

Tabela 4: Obremenjenost obravnavanih držav s plačilom obresti v letu 2010

	Grčija	Irska	Italija	Portugalska	Španija	Slovenija
Obresti (mio €)	12.594	5.029	68.379	5.241	20.423	573
Obresti/BDP (v %)	5,50	3,30	4,40	2,90	1,90	1,60
Obresti/prihodki (v %)	14,00	9,43	9,59	7,31	5,38	3,66
Obresti/pobrani davki (v %)	27,22	14,58	15,35	13,63	9,67	7,17
Gospodarska rast (napoved 2011, v %)	-3,50	-0,60	1,00	-2,20	0,80	1,90

Vir: Eurostat, Government Finance Statistics, (2011).

Breme obresti se lahko zmanjša preko odplačila dela dolga, znižanja obrestne mere ali preko gospodarske rasti, ki posledično pomeni več resursov za poplačilo dolga. Za države, ki so v najslabšem fiskalnem položaju, se v prihodnjem letu pričakuje nadaljnji upad ekonomske aktivnosti, zato lahko pričakujemo še povečanje bremena obresti, ki je že sedaj veliko.

Grčija je za obresti v letu 2010 porabila več kot četrtno pobranih davkov in kar 14% javnofinančnih prihodkov. Zelo problematični sta tudi Irska in Italija, ki sta v istem letu za obresti namenili okoli 9,5% javnofinančnih prihodkov oziroma 15% pobranih davkov. Zanimivo je visoko breme obresti za Italijo, ki se je v prejšnjih primerjavah večinoma odrezala precej bolje kot ostale države skupine PIIGS. Stanje Slovenije je od obravnavanih držav bistveno ugodnejše, saj je na primer edina, ki ima v letu 2010 rast BDP višjo od deleža plačanih obresti v BDP. Vendar tudi pri nas breme obresti od začetka krize vztrajno narašča.

Problema ne predstavlja samo visoka zadolženost, ampak predvsem izguba bonitetne ocene in posledično višje obrestne mere za nove kredite. Pri določanju obrestnih mer je izrednega pomena tudi velikost ekonomije in posledična likvidnost njenih obveznic. To omogoča majhnim in odprtim ekonomijam, kot je Slovenija, bistveno manjšo zadolženost od na primer Nemčije. To nam tudi z vidika obremenjenosti pokaže, da je enoznačna omejitev javnega dolga na 60% BDP za vse države neustrezna in z ekonomsko logiko nima veliko skupnega.

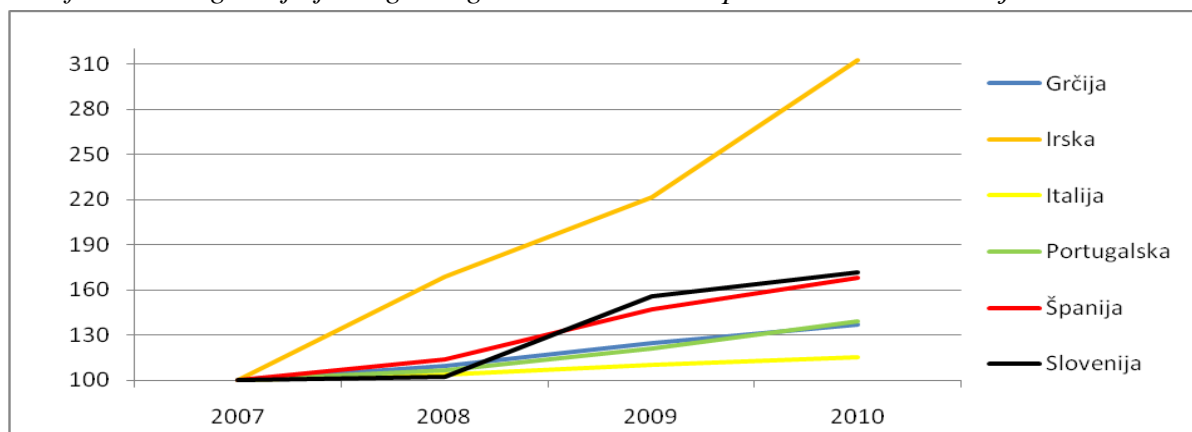
Pri naštevanju razlogov za ranljivost prizadetih držav pred začetkom krize, sem med drugim omenil tudi vodenje neprimerne monetarne politike za periferne države, ki bi takrat potrebovale višje obrestne mere za preprečitev segrevanja gospodarstva. Ob nastanku dolžniške krize pa je ECB izvajala ekspanzivno monetarno politiko in sicer tako, da je šla na roko prizadetim državam, katerim je pomagala celo preko kupovanja njihovih dolžniških vrednostnih papirjev. A ker izpostavljenost ECB do teh držav počasi že postaja kritična, bo vodenje monetarne politike na ta način postalo vedno manj primerno. Pričakuje se sprememba usmerjenosti monetarne politike, ki bo znova manj primerna za ogrožen del Evrope in primernejša za države v boljšem ekonomskem stanju. To že nakazujejo postopni dvigi obrestnih mer, ki bodo še bolj zavirali skromno gospodarsko rast prizadetih perifernih držav.

4.3 Dinamika zadolževanja

Zgoraj sem opozoril, da je bila dinamika rasti javnega dolga Slovenije v primerjavi s celotno skupino PIIGS v zadnjih letih zaskrbljujoča. Zato bom v tem delu naredil podrobnejšo analizo še z posameznimi državami skupine PIIGS.

Rast javnega dolga lahko spremljamo na več načinov. Prvi način, ki sem ga uporabil, prikazuje povečanje javnega dolga v absolutnem znesku (glej Graf 4). Tudi ta analiza nam pokaže, da ima katastrofalen trend gibanja javnega dolga Irska, kateri se je v absolutnem znesku od leta 2007 do leta 2010 povečal kar za 213%. Drugo največje povečanje je pripadlo Sloveniji, saj se je javni dolg v istem obdobju povečal iz približno 8 milijard € na 13,7 milijard €, kar predstavlja 72% povišanje. Španiji se je v istem času povečal dolg za 69%, preostalim trem državam skupine PIIGS pa v povprečju le za 30%. Tudi iz te primerjave lahko zaključimo, da je trend gibanja javnega dolga Slovenije resnično problematičen, saj bi se ob takšnem nadaljevanju lahko kmalu znašli v središču pozornosti investorjev. Potrebno je biti previden, saj nas primer Irske, ki je pred krizo imela relativno nizek javni dolg, proračunski presežek in zdrave javne finance, uči, kako hitro se stvari lahko spremenijo.

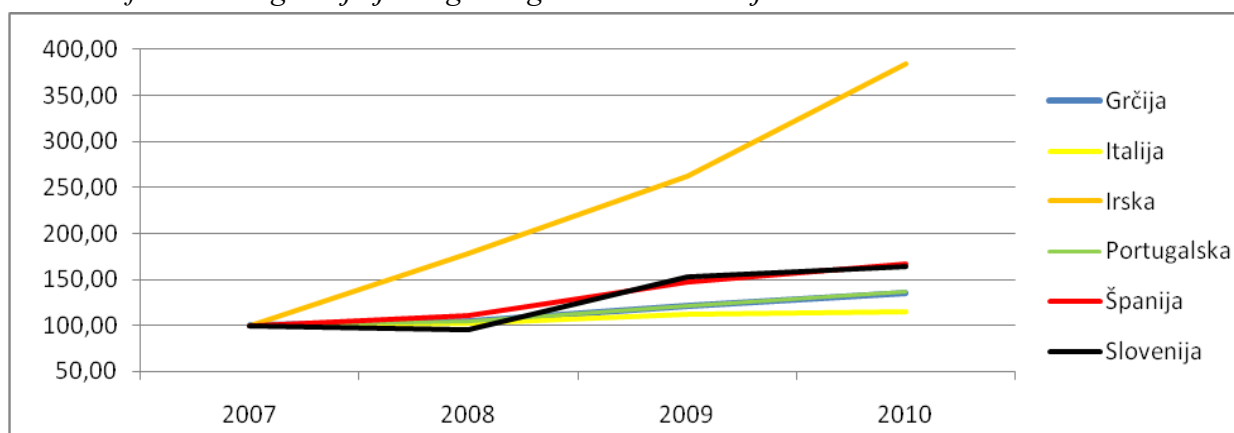
Graf 4: Indeks gibanja javnega dolga v evrih držav skupine PIIGS in Slovenije od leta 2007



Vir: Eurostat, General Government Gross Debt, (2011).

Drugi način pa prikazuje gibanje javnega dolga v deležu BDP (glej Graf 5). Za razliko od absolutnega merjenja zadolženosti, na vrednost javnega dolga v BDP vplivata dva dejavnika: sprememba vrednosti javnega dolga in sprememba bruto domačega proizvoda. Tudi analiza gibanja tega kazalnika obravnavanih držav od leta 2007 daje podobne rezultate. Javni dolg Irske se je v tem obdobju silovito povečal za kar 285%. Drugo največjo rast zadolženosti v BDP sta beležili Španija in Slovenija z 66% oziroma 64,5%, medtem ko je bila rast preostalih treh držav v povprečju za več kot polovico nižja.

Graf 5: Indeks gibanja javnega dolga v BDP Slovenije in držav PIIGS od leta 2007



Vir: Eurostat, General Government Gross Debt, (2011).

Vse te primerjave nas opozarjajo, da je ravno dinamika javnega dolga Slovenije, tisto na kar bi morali biti najbolj pozorni. Višina javnega dolga v primerjavi z perifernimi evro državami ni problematična, problem predstavlja le hitrost naraščanja le te zaradi proračunskih primanjkljajev v zadnjih letih. Zgodovina in trenutno dogajanje na trgu državnih obveznic nas učita, da moramo biti previdni, saj ko enkrat vznemiriš investitorje in bonitetne agencije ter tej podvomijo o kreditni sposobnosti države, ni več lahke poti nazaj.

4.4 Notranja in zunanja zadolženost države

Kljub temu, da sta najpogosteje uporabljena kazalnika zadolženosti države javni dolg in proračunski primanjkljaj v BDP, se je vseeno izkazalo, da je poleg velikosti javnega dolga, ključnega pomena dejstvo, ali gre za notranji ali zunanji dolg države. Zakaj je razlikovanje med notranjim in zunanjim dolgom tako pomembno razlaga Gros (2011), ki trdi, da ob pogoju popolne kontrole nad sprejemanjem davkov država članica evro območja lahko vedno servisira svoj dolg. Država ima načeloma možnost sprejeti zakon za dvig davka na državne obveznice, ki ji omogoči poplačilo javnega dolga. Država, ki je članica monetarne unije, lahko v primeru notranje zadolženosti uporablja fiskalno politiko, katere logika je podobna kot pri prekomerni denarni emisiji v primeru velikih držav, ki so zadolžene v svoji valuti in lahko preko inflacijskega davka zmanjšujejo breme dolga. Dodaten argument, ki podpira tezo, da je notranji javni dolg manj tvegan od zunanjega, pa pravi, da v primeru notranjega dolga vsaj del rezidentov podpira sprejem ukrepov za poplačilo dolga države, medtem ko pri zunanjem dolgu države rezidenti ne želijo varčevati in zategovati pasu za poplačilo nerezidentov. Do neplačila zunanjega dolga države torej lahko pride tudi zaradi političnih motivov in pritiska domačega javnega mnenja.

Pomembnost razlikovanja med zunanjo in notranjo zadolženostjo potrjujeta tudi dva aktualna primera iz evro območja. Prvič, pomembnost zunanje zadolženosti države iz vidika investitorjev nam jasno ponazori primerjava fiskalnega položaja Belgije in Portugalske. Kljub opazno nižjemu deležu javnega dolga v BDP je premija za tveganje Portugalske v primerjavi z Belgijo bistveno višja. Na zahtevano donosnost dolgoročnih državnih obveznic vpliva veliko dejavnikov, a v tem primeru bi lahko sklepali, da je odločilno ravno dejstvo, da je Belgija neto upnik do ostalega sveta v višini kar 50% njenega BDP. Ravno nasprotno pa ima Portugalska visoko bruto in neto zunanjo zadolženost. Iz primera se lahko naučimo, da so investitorji na trgu bistveno manj občutljivi na visok notranji dolg, saj le ta dopušča državi, da preko zvišanja davkov na premoženje dokaj enostavno zniža njegovo vrednost. Na drugi strani, pa je v primeru države z visokim zunanjim dolgom praktično zelo težko zmanjšati zadolženost brez različnih bolečih ukrepov na strani proračunskih odhodkov. Pomembna razlika je tudi, da so pri zunanjem dolgu obresti plačane nerezidentom, kar pomeni, da v primeru uporabe dolga v neproduktivne namene, to zniža bogastvo celotne ekonomije. Pri notranjem dolgu, pa ob plačilu obresti s strani države njenim rezidentom, pride do razporeditve sredstev znotraj nacionalne ekonomije. (Gros, 2011)

Drugič, podobne zaključke lahko sprejmemo tudi iz primera Italije, ki je ena izmed držav z najvišjim javnim dolgom na svetu. Kljub temu, da njen javni dolg že kar nekaj let presega 100% BDP je zaradi dejstva, da je večina le tega v rokah njenih rezidentov, Italija v očeh trga za enkrat še bistveno manj problematična kot ostale države skupine PIIGS. Ker večji del plačila obresti prejmejo rezidenti Italije, to nosilec fiskalne politike omogoča, da del stroška dolga preko davkov pridobijo nazaj. Ob tem pa je pomembno tudi, da se sredstva v nacionalni ekonomiji s tem ne zmanjšajo, temveč pride le do prerazporeditve sredstev od davčnih zavezancev do imetnikov državnih obveznic. Tudi ta primer nam nakazuje pomen razlike med zunanjim in notranjim dolgom posamezne države. (Cabral, 2010)

4.5 Potencialni dolg države

Potencialni dolg države nam pokaže, kako velik bi lahko postal javni dolg, če bi prišlo do unovčitve državnih poroštev in uresničitve implicitnega dolga, ki lahko nastane zaradi financiranja vrzeli socialnih blagajn iz proračuna ali pa zaradi prevzema obveznosti tistega dela zasebnega sektorja, ki ima sistemski ali strateški pomen za državo in ga le ta ne more pustiti propasti. Tukaj gre za koncepte, ki niso povsem jasno definirani in se jih tudi metodološko še ne spremlja v celoti in na primerljiv način po posameznih državah EU. Pri tem pa ni dvoma, da finančni trgi, ki po definiciji gledajo predvsem v prihodnost, pri ocenjevanju posameznih držav upoštevajo tudi take dolgoročne in potencialne dejavnike zadolženosti. Poglejmo nekatere izmed njih na primeru Slovenije.

Tabela 5: Poroštva Republike Slovenije

v mio €	31.3.2011
Poroštva RS	5.198
Poroštva RS za omejevanje finančne krize	2.506
Skupaj poroštva	7.142

Vir: Ministrstvo za finance, Bilten javnih financ, (junij 2011).

Iz Tabele 5 lahko vidimo, da poroštva RS znašajo 5,2 milijardi € kar predstavlja približno 15% BDP. Če temu znesku prištejemo še poroštva RS za omejevanje posledic finančne krize, dobimo znesek 7,14 milijarde €. Prištetje tega zneska k trenutnemu javnemu dolgu pove, da bi ob unovčitvi vseh poroštev javni dolg Slovenije znašal nekaj več kot 22 milijard € oziroma bi celo presegel s Paktom predpisano mejo 60% BDP.

Verjetno je predpostavka o unovčitvi vseh garancij nekoliko pretirana, saj javno garantirani dolg postane formalno javni dolg samo v primeru, ko podjetje več kot tri leta zapored ne odplačuje obveznosti. A ker se je v preteklosti v Sloveniji že zgodilo, da se je državno poroštvo Slovenskim železnicam vključilo v javni dolg, bi to moral biti zadosten razlog za pozorno spremljanje sprememb v gibanju višine poroštev. Irska, katere javni dolg se je sunkovito povečal ravno zaradi poroštev bankam, je primer, ki opozarja, da nikakor ne smemo podcenjevati danih poroštev, saj lahko hitro postanejo del javnega dolga. Tudi Slovenija je v obdobju krize, podobno kot Irska, s pomočjo garancij za vloge varčevalcev in poroštev za zadolževanje bank na mednarodnih trgih, reševala bančni sektor. Za enkrat še ni prišlo do uresničitve irskega scenarija, ampak glede na stanje slovenskih bank ne moremo s popolno gotovostjo trditi, da je to povsem nemogoče. Dodatna tveganja pa prinašajo tudi poroštva Slovenije v okviru kriznega sklada EFSF za reševanje prezadolženih evrskih držav.

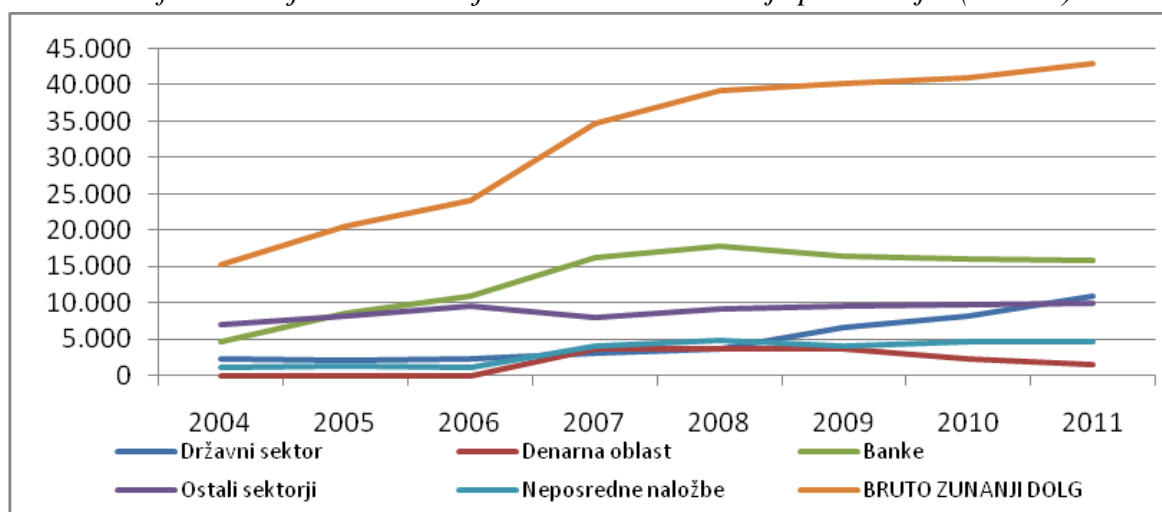
Pokojninski in zdravstveni sistem Slovenije sta dolgoročno finančno nevzdržna, kar pomeni, da prispevki ne zadostujejo za pokritje pravic in da bo brez sprejetja ustreznih reform vse večji del pravic moral pokrivati neposredno državni proračun. To gotovo predstavlja enega izmed glavnih javnofinančnih izzivov v Sloveniji. Dodatno pa je potrebno opozoriti, da ima Slovenija eno izmed najmanj ugodnih demografskih napovedi v Evropi, zato lahko pričakujemo vedno večje finančne obveznosti iz naslova teh dveh socialnih blagajn.

Potrebno je omeniti tudi zasebni negarantiran dolg, ki v določenih primerih prav tako postane del javnega dolga. Spet lahko izpostavimo primer Irske, kjer je prišlo do socializacije visokih izgub bank, saj bi propad teh bank povzročil preveliko škodo za celotno nacionalno ekonomijo. Tudi v Sloveniji smo v času zloma mednarodnega medbančnega trga reševali likvidnostne težave domačega bančnega sektorja z zadolževanjem države v tujini in deponiranjem teh sredstev v domače banke. Država bi načeloma banke lahko prepustila njihovi usodi, vendar je zaradi velike odvisnosti celotnega domačega gospodarstva od kreditov iz tujine raje povečala svoj javni dolg in zagotovila bankam dodatno likvidnost. Dodatno so se v bankah zaostriale tudi zaghteve kapitalske ustreznosti in tudi takrat je država dokapitalizirala obe največji slovenski banki. Očitno je torej, da vsaj za bančni sektor velja, da težave z likvidnostjo in kapitalsko ustreznostjo predstavljajo potencialno obveznost za javne finance.

4.6 Struktura zunanje zadolžitve nacionalne ekonomije po sektorjih

Struktura zunanje zadolžitve nacionalne ekonomije nam pove, kakšno je stanje dolga po posameznih sektorjih gospodarstva in nam pokaže prispevek posameznih sektorjev pri spremembi le te. Na Grafu 6 vidimo gibanje zunanje zadolženosti Slovenije, ki je po prvem četrtletju leta 2011 znašala 42,9 milijard €, kar predstavlja približno 120% BDP. K temu povečanju je v zadnjem letu največ prispevala izdaja državnih obveznic.

Graf 6: Gibanje bruto zunanje zadolženosti Slovenije po sektorjih (v mio €)



Vir: Banka Slovenije, *Ekonomski odnosi Slovenije s tujino*, (april 2011).

Graf 6 pa prikazuje še nekaj pomembnejšega. Do leta 2008 je bruto zunanja zadolženost rastla predvsem na račun rasti zunanjega zadolževanja bank. Med obdobjem 2004-2008 se je zunanja zadolženost bank povečala za skoraj štirikrat in je leta 2008 znašala skoraj 18 milijard €. Ravno nasprotno, pa se do leta 2008 sektor države praktično ni zadolževal v tujini. Leta 2008 pa je prišlo do preobrata, do danes se je zunanji dolg države že skoraj potrojil, medtem pa se je zunanji dolg bank znižal za 13%. Zaključimo lahko, da je država preko zadolževanja v tujini omogočila bankam, da zmanjšajo svojo izpostavljenost do tujine.

Prav tako obstaja tudi koncept neto zunanje zadolženosti, ki kaže razliko med naložbami in obveznostmi do tujine. Do konca leta 2005 je Slovenija še bila neto upnica, leta 2011 pa je

njena neto zunanja zadolženost že preseгла -11 milijard €. A zgodovina nas uči, da nizka neto zunanja zadolženost nacionalne ekonomije še ne predstavlja zagotovila, da je država sposobna poplačati svoj zunanji dolg. To potrjuje primer Argentine, kjer država zaradi veliko naložb in denarnih sredstev zasebnega sektorja v tujini ni izkazovala visokega neto zunanjega dolga, a je vseeno bankrotirala. Rezidenti, večinoma so bili to bogatejši prebivalci, so sredstva v tujini znali odmakniti od dosega države, medtem ko ostali rezidenti niso želeli plačati višjih davkov za poplačilo tujih upnikov. (Gros, 2011)

4.7 Neto finančna pozicija države

Neto finančna pozicija države je opredeljena kot razlika med finančnim premoženjem posamezne države in njenimi finančnimi obveznostmi. Kazalnik je zanimiv predvsem zaradi dejstva, da je eden izmed načinov za odplačilo javnega dolga tudi prodaja finančnega premoženja države. Zato bi lahko sklepali, da več premoženja kot ima posamezna država, večji dolg si lahko privoščijo, saj lahko na finančno premoženje podobno kot pri drugih ekonomskih subjektih gledamo kot na neko vrsto zavarovanja.

Na podlagi publikacije (Eurostat, 2011), ki pokriva celotno državno finančno statistiko vseh držav članic EU, sem opravil analizo neto finančne pozicije izbranih držav evro območja. Neto finančna pozicija nam prikazuje sposobnost neke države za odplačilo svojega dolga preko prodaje finančnega premoženja. Prvič, iz Tabele 6 je jasno razvidno, da nobena izmed analiziranih držav s prodajo celotnega finančnega premoženja ne more poplačati celotnih finančnih obveznosti. Daleč najugodnejši položaj ima ravno Slovenija, katere neto finančna pozicija znaša -2,6 milijarde €, kar znaša 7,2% BDP. Bistveno bolj zaskrbljujoč pa je položaj Italije in Grčije. Obveznosti prve presegajo njeno finančno premoženje za 99% BDP, medtem ko Grčije za 89,4% BDP. Tudi primerjava z preostalimi tremi državami nam pove, da so neto finančne obveznosti Slovenije bistveno nižje v primerjavi z problematičnimi evro državami.

Tabela 6: Neto finančna pozicija držav skupine PIIGS in Slovenije konec leta 2010 (v %)

v %BDP	Grčija	Italija	Irska	Portugalska	Španija	Slovenija
Finančno premoženje	33,1	27,6	43,3	34,3	25,9	40,3
Obveznosti države	122,5	126,7	93,1	96,8	66,1	47,5
Neto finančna pozicija	-89,4	-99,0	-49,8	-62,4	-40,2	-7,2

Vir: Eurostat, Government finance statistics, (2011).

Pomembno pa se je zavedati, da smo v zgornji analizi upoštevali le finančno premoženje države, medtem ko imajo države v lasti tudi realno premoženje. Država je lastnica številnih nepremičnin, infrastrukturnih objektov in številnih drugih stvari, ki ne sodijo pod postavko finančnega premoženja. Tako je na primer Slovenija letos dokapitalizirala družbo DARS s stvarnim vložkom v obliki prenosa avtocest v last DARS-a in si s tem izboljšala svojo neto finančno pozicijo za približno 3 milijarde €.

V zgodovini so države velikokrat odplačale svoj dolg s prodajo svojega ozemlja ali s prodajo koncesij za izkoriščanje naravnih bogastev, zato se je tudi v primeru Grčije že ugibalo ali bi morda lahko znižala svoj dolg s prodajo ali z oddajo v najem kakšnega od svojih številnih

otokov. S primerom želim le opozoriti, da moramo ob analizi neto finančne pozicije imeti v mislih, da smo realno premoženje izpustili iz analize. Morda bi pomembnost realnega premoženja lahko ponazorili tudi s primerom Italije. Kljub temu, da ima visok javni dolg in da finančne obveznosti države presegajo finančno premoženje za skoraj 100% BDP, država še zmeraj velja za relativno stabilno. Možna razlaga bi lahko bila, da investitorji kljub pomanjkanju uradnih podatkov upoštevajo tudi postavko realnega premoženja države ali celo državljanov. Finančno in realno premoženje državljanov namreč država vsaj načeloma lahko tudi obdavči in s tem pokrije svoje finančne obveznosti do imetnikov državnih obveznic.

SKLEP

V prvem delu diplomskega dela sem opisal koncept zunanje zadolženosti in indikatorje, ki so se v 80-ih letih razvili za ugotavljanje zmožnosti držav za poplačilo zunanjega dolga denominiranega v tuji valuti. Zaradi specifičnih lastnosti držav članic evro območja, ki jih poleg skupne valute evra in skupne monetarne politike predstavlja tudi pretežno zadolževanje v lastni valuti, so se v zadnjih letih za analizo zadolženosti teh držav uporabljali predvsem indikatorji javnega dolga in tekočih proračunskih deficitov.

Drugi del naloge je bil namenjen predstavitvi fiskalne ureditve evro območja. Kljub temu, da ekonomska teorija za najvišjo stopnjo monetarne integracije predlaga tudi sočasno visoko stopnjo fiskalne integracije, se države članice EMU niso bile pripravljene odpovedati svoji fiskalni suverenosti. Članice evro območja so sprejele Pakt stabilnosti in rasti, ki naj bi usklajeval nacionalne fiskalne politike posameznih članic. Številna kršenja predpisanih referenčnih vrednosti in trenutne javnofinančne težave nekaterih držav evro območja so pokazale, da namen Pakta ni bil dosežen.

Zaradi makroekonomskih neravnotežji, slabega javnofinančnega stanja in posledic izbruha finančne krize so se nekatere obrobne evrske države znašle v nemilosti investorjev. Tem državam zaradi povečanja stroškov zadolževanja ni uspelo več refinancirati svojih dolgov in so bile prisiljene poiskati finančno pomoč. Analiza gibanja donosnosti dolgoročnih obveznic držav evro območja nam pove, da investitorji do leta 2008 iz vidika kreditnega tveganja niso delali razlik med Nemčijo in problematičnimi perifernimi državami, čeprav so med njimi iz ekonomskega vidika obstajale pomembne razlike. Po padcu banke Lehman Brothers leta 2007 pa so investitorji pričeli z razlikovanjem med obveznicami evro držav. Na zahtevano donosnost so najmočneje vplivali zaostren odnos investorjev do tveganja, pričakovani javnofinančni položaj države, likvidnost obveznic glede na Nemške ter objave različnih ekonomskih ukrepov posameznih držav.

Najprej Grčija in nato še Irska ter Portugalska so za preprečitev razglasitve bankrota zaprosile za mednarodno pomoč. S strani MDS in dveh Evropskih kriznih mehanizmov so dobile paket finančne pomoči, v zameno pa so se morale zavezati k sprejemanju strogih varčevalnih ukrepov, strukturnih reform in k prodaji finančnega premoženja države. Pomoč je reševala predvsem problem likvidnosti, saj je pravzaprav šlo za kupovanje časa, ki pa trenutno predvsem koristi tudi močno izpostavljenim francoskim in nemškimi bankam. Potrebno se je

zavedati, da tudi izpostavljenost ECB do obveznic obrobni evrskih držav ni zanemarljiva in bi ob morebitnih odpisih lahko povzročila dodatne težave evro območja. Prav tako pa zaradi trgovanja z različnimi izvedenimi finančnimi instrumenti ni povsem jasno, katere institucije bi nosile največ stroškov ob morebitnem neplačilu.

Pomembno vlogo pri reševanju problematičnih držav evro območja igrajo tudi bonitetne agencije, katere preko objavljanja bonitetnih ocen močno vplivajo na obnašanje investitorjev. Zaradi nestrinjanja s podeljevanjem ocen tako imenovanim državam PIIGS so visoki predstavniki EU že večkrat javno kritizirali njihovo delovanje.

V zadnjem delu diplomskega dela pa sem opravil primerjalno analizo različnih indikatorjev javnih financ in zadolženosti med Slovenijo in državami skupine PIIGS. Izkazalo se je, da je po višini javnega dolga Slovenija v bistveno boljšem položaju tako od držav skupine PIIGS kot tudi od povprečja EU in evro območja. Glavno nevarnost pri Sloveniji predstavlja dinamika povečanja javnega dolga v BDP, saj je rast le tega v zadnjih dveh letih zaradi interventnih ukrepov v času krize presegala praktično vse problematične obrobne države evro območja, z izjemo Irske. Ta ugotovitev je zaskrbljujoča, saj obstaja nevarnost, da bi ob takšnem nadaljevanju izgubili zaupanje investitorjev, kar bi povzročilo visoko povišanje stroškov zadolževanja na mednarodnem trgu.

Analiza obremenjenosti držav s servisiranjem dolga je pokazala, da se je Slovenija, kljub stalnemu naraščanju bremena obresti od krize dalje, izkazala za bistveno manj ogroženo kot ostale države skupine PIIGS. Zanimiv je predvsem podatek, da ima Slovenija kot edina izmed obravnavanih držav pričakovano gospodarsko rast višjo od deleža obresti v BDP.

Nato sem se osredotočil na notranjo in zunanjo zadolženost držav ter podal argumente, ki razlagajo, zakaj je zunanja zadolženost, ki je značilna tudi za Slovenijo, toliko bolj tvegana in problematična. Pomembnost zunanje zadolženosti sem predstavil tudi na dveh konkretnih primerih v trenutni Evropski dolžniški krizi.

Pri analizi potencialnega javnega dolga in strukturi zunanje zadolženosti po sektorjih pa sem se zaradi določenih omejitev osredotočil le na stanje v Sloveniji. Kratka analiza prvega je pokazala, da poročila Republike Slovenije, implicitni dolg iz naslova financiranja socialnih blagajn in visok negarantiran zasebni dolg finančnega sistema prinašajo določena tveganja za bodoče povečanje javnega dolga. Analiza strukture zunanje zadolženosti pa je jasno pokazala kako je do leta 2008 ta naraščala predvsem na račun večanja zunanje zadolženosti bank. Nato je prišlo do preobrata in država je preko pospeševanega zadolževanja v tujini omogočila bankam zmanjšanje izpostavljenosti do tujine. Gre za proces selitve zunanjega zasebnega dolga v zunanji javni dolg, kar se rado zgodi predvsem v primerih večjih bančnih kriz.

Nazadnje pa se je pri primerjavi neto finančne pozicije države, ki nam prikazuje sposobnost odplačila dolga preko prodaje finančnega premoženja, stanje Slovenije ponovno pokazalo za bistveno boljše kot v državah skupine PIIGS. Ob tem sem opozoril tudi na pomanjkljivost neupoštevanja realnega premoženja države, ki bi pri odplačilu dolga prav tako lahko odigralo pomembno vlogo.

Zaključim lahko, da je stanje zadolženosti Slovenije v primerjavi z problematično skupino PIIGS za enkrat še bistveno ugodnejše. To potrjujejo tudi trenutne bonitetne ocene in zahtevane donosnosti dolgoročnih državnih obveznic primerjanih držav. A kljub temu obstajajo določene nevarnosti, saj dinamika gibanja javnega dolga v zadnjih letih opozarja, da moramo, če želimo ohraniti status stabilne obrobne države, ta trend ustaviti in ponovno stabilizirati javne finance. Prav tako pa obstajajo tudi druge potencialne nevarnosti za povečanje javnega dolga, kot so visoka zunanja zadolženost bančnega sektorja, obsežna državna poročstva in implicitni dolg iz naslova socialnih blagajn, ki brez korenitih reform nista dolgoročno vzdržni. Slovenija se je v trenutnih razmerah pokazala kot ena izmed držav, ki ima zaradi institucionalne ureditve in političnih razmer precejšnje težave pri odločanju za potrebne reforme. Zaradi tega nas mednarodni trgi, bonitetne agencije in institucije EU skrbno spremljajo in v primeru skromnih dosežkov ter izgube kredibilnosti se lahko obremenjenost Republike Slovenije s servisiranjem dolgov relativno hitro poveča.

LITERATURA IN VIRI:

1. Attinasi, M. G., Checherita, C., & Nickel, C. (2011, 4. januar). *What explains the surge in euro-area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?* Najdeno 6. julij 2011 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4465>
2. Banco de Portugal. (2011). *Financial Stability Report 2010*. Lizbona: Banco de Portugal.
3. Delovanje Evrosistema. (2006). Najdeno 28. junij 2011 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=1267>
4. Banka Slovenije. (april 2011). *Ekonomski odnosi Slovenije s tujino*.
5. Blanchard, O., Amighini, A., & Giavazzi, F. (2010). *Macroeconomics, a European perspective*. Essex: Pearson Education.
6. Cabral, R. (2010, 8. maj). The PIGS' external debt problem. Najdeno 1. julij 2011 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5008>
7. Central Bank of Ireland. (2011). *Annual Report 2010*. Dublin: Central Bank of Ireland.
8. ECOFIN. (2005). *Improving the implementation of the Stability and Growth Pact*. Brusel: Council of the European Union.
9. European Financial Stability Facility. (b.l.). Najdeno 2. julij 2011 na spletnem naslovu <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>
10. Eijffinger, S. C. (2002, 14. november). How Can the Stability and Growth Pact Be Improved To Achieve Both. Najdeno 4. julij 2011 na spletnem naslovu <http://marselli.netfirms.com/sgp/paper01.pdf>
11. Eurostat. (11. marec 2011). *General Government Gross Debt*. Najdeno 20. julij 2011 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb090>
12. Eurostat. (2011). *Government finance statistics*. Luxembourg: Evropska Unija.
13. Eurostat. (b.l.). Harmonised Unemployment Rate. Najdeno 10. julij 2011 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=teilm020&tableSelection=1&plugin=1>
14. Eurostat. (b.l.). Real GDP Growth Rate. Najdeno 5. julij 2011 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>
15. Evropska Komisija. (b.l.). Pakt Stabilnosti in rasti. Najdeno 5. junij 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/slovenija/slovenija_in_eu/evro/pakt_stabilnosti_sl.htm

16. Bonds & rates. (2011). Najdeno 5. julij 2011 na spletnem naslovu <http://markets.ft.com/research/Markets/Bonds>
17. Fitch Ratings. (2011). *Complete Sovereign Ratings History*. Najdeno 20. julij 2011 na spletnem naslovu www.fitchratings.com/web_content/ratings/sovereign_ratings_history.xls
18. Frankel, J. (2011, 16. maj). The ECB's three mistakes in the Greek crisis and how to get sovereign debt right in the future. Najdeno 7. julij 2011 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6517>
19. Gärtner, M., Jung, F., & Griesbach, B. (2011). *PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies*. St Gallen: University of St. Gallen.
20. Gomes, P. (2011). *Are Credit Rating Agencies Piggyback? Evidence from sovereign debt ratings*. Madrid: University Carlos III de Madrid.
21. Gros, D. (24. maj 2011). External versus domestic debt in the euro crisis. Najdeno 6. junij 2011 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6550>
22. Lavrač, V. (september 2003). *Final report: Monetary and fiscal policy*. Najdeno 27. junij 2011 na spletnem naslovu http://www.ezoneplus.org/archiv/ezp_wp_17.pdf
23. Ministrstvo za finance. (junij 2011). *Bilten javnih financ*.
24. Mrak, M. (2011, 27. junij). *Grčija dolga v takšni obliki ne more odplačati*. Najdeno 3. julij 2011 na spletnem naslovu <http://www.rtvsllo.si/evropska-unija/mrak-grcija-dolga-v-taksni-obliki-ne-more-odplacati/260718>
25. Mrak, M. (2002). *Mednarodne Finance*. Ljubljana: GV.
26. OECD. (2011). *Restoring Public Finances*. Paris: OECD.
27. Damijan, J. (2010, 6. maj). Pomoč Grčiji je zavarovanje za Slovenijo. Najdeno 8. julij 2011 na spletnem naslovu <http://www.razgledi.net/2010/05/06/pomoc-grciji-je-zavarovanje-za-slovenijo/>
28. Pisani-Ferry, J. (4. julij 2011). *Odplačati dolgove ali jih ne odplačati?* Najdeno 7. julij na spletnem naslovu <http://www.delo.si/arhiv/tiskanocs/Delo/2011/0704/1>
29. Riet, A. V. (2010). *Euro Area fiscal policies and the crisis*. Frankfurt: European Central Bank.
30. Ruparel, R., & Persson, M. (2011). *A house built on sand? The ECB and the hidden cost of saving the euro*. London: Open Europe.
31. Fear of fear itself: Is this Europe's Lehman moment? (2011, 23. junij). *The Economist*. Najdeno 8. julij 2011 na spletnem naslovu <http://www.economist.com/mode/18867023>

PRILOGE

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1: Gibanje deleža javnega dolga v BDP izbranih evropskih držav (v %)

PRILOGA 2: Slovarček kratic

PRILOGA 1: Gibanje deleža javnega dolga v BDP izbranih evropskih držav (v %)

v % BDP	Irska	Grčija	Španija	Italija	Portugalska	Slovenija	PIIGS	EU 27	Euro 17
1995	82,0	97,0	63,3	121,5	59,2	18,7	84,6	:	:
1996	73,4	99,4	67,4	120,9	58,3	22,1	83,9	:	:
1997	64,3	96,6	66,1	118,1	54,4	22,6	79,9	:	:
1998	53,6	94,5	64,1	114,9	50,4	23,3	75,5	:	:
1999	48,5	94,0	62,3	113,7	49,6	24,3	73,6	65,7	71,6
2000	37,8	103,4	59,3	109,2	48,5	26,4	71,6	61,9	69,1
2001	35,5	103,7	55,5	108,8	51,2	26,7	70,9	61,0	68,1
2002	32,1	101,7	52,5	105,7	53,8	27,9	69,2	60,4	67,9
2003	30,9	97,4	48,7	104,4	55,9	27,3	67,5	61,8	69,0
2004	29,6	98,6	46,2	103,9	57,6	27,4	67,2	62,2	69,5
2005	27,4	100	43,0	105,9	62,8	26,7	67,8	62,8	70,0
2006	24,8	106,1	39,6	106,6	63,9	26,4	68,2	61,5	68,4
2007	25,0	105,4	36,1	103,6	68,3	23,1	67,7	59,0	66,2
2008	44,4	110,7	39,8	106,3	71,6	21,9	74,6	62,3	69,9
2009	65,6	127,1	53,3	116,1	83,0	35,2	89,0	74,4	79,3
2010	96,2	142,8	60,1	119,0	93,0	38,0	102,2	80,0	85,1

Vir: Eurostat, General Government Gross Debt, (2011).

PRILOGA 2: Slovarček kratic

EU - Evropska unija

EMU - Ekonomska monetarna unija

EFSM - Evropski finančni mehanizem za stabilnost (*European Financial Stabilisation Mechanism*)

EFSF - Evropski finančni instrument za stabilnost (*European Financial Stability Facility*)

EMS - Evropski mehanizem za stabilnost (*European Stability Mechanism*)

PIIGS - Portugalska, Italija, Irska, Grčija in Španija

BDP - Bruto domači proizvod

ECB - Evropska centralna banka

ESCB - Evropski sistem centralnih bank

ECOFIN - Formacija Sveta EU za gospodarstvo in finance

€ - evro

EK - Evropska Komisija

MDS - Mednarodni denarni sklad

CDS - Instrument kreditne zamenjave (*Credit default swap*)