

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO  
**SUVERENO TVEGANJE V EVROOBMOČJU V ČASU  
GOSPODARSKE IN FINANČNE KRIZE**

Ljubljana, september 2011

ANŽE ŠTULAR

## **IZJAVA**

Študent Anže Štular izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Vasje Ranta, 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 \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

## KAZALO

UVOD .....	1
1 OPREDELITEV DEŽELNEGA IN SUVERENEGA TVEGANJA .....	1
1.1 Deželno tveganje .....	2
1.1.1 Tveganje nepripravljenosti plačil (politično tveganje) .....	2
1.1.2 Tveganje nesposobnosti plačil (ekonomsko tveganje) .....	3
1.2 Suvereno tveganje .....	3
2 OCENJEVANJE SUVERENEGA TVEGANJA V PRAKSI.....	4
2.1 Bonitetne ocene rating agencij .....	4
2.2 Tržni kazalci suverenega tveganja .....	7
2.2.1 Premije za tveganje zamenjav kreditnega tveganja (angl. credit default swap oz. CDS) .....	7
2.2.2 Donosnost do dospelja državnih obveznic in premija za tveganje neizpolnitve ...	7
3 SUVERENO TVEGANJE V EVROOBMOČJU V ČASU GOSPODARSKE IN FINANČNE KRIZE .....	8
3.1 Razlogi za porast tveganja.....	8
3.2 Časovni potek dolžniške krize v evroobmočju in sprejeti ukrepi za njeno reševanje.....	12
4 ANALIZA SUVERENEGA TVEGANJA V EVROOBMOČJU V ČASU GOSPODARSKE IN FINANČNE KRIZE .....	16
4.1 Analiza na osnovi ocen rating agencij .....	16
4.2 Analiza na osnovi premij za tveganje CDS.....	20
4.3 Analiza na osnovi donosnosti do dospelja državnih obveznic in premij za tveganje neizpolnitve .....	23
4.4. Okvirni izračun finančnih koristi držav PIG (Portugalske, Irske in Grčije) od finančne pomoči .....	25
SKLEP.....	26
LITERATURA IN VIRI .....	28
PRILOGE	

## **KAZALO SLIK**

Slika 1: Bonitetne ocene, ki jih je dala rating agencija Moody's .....	17
Slika 2: Analiza na osnovi premij za tveganje CDS .....	20
Slika 3: Analiza na osnovi donosnosti do dospelja državnih obveznic PIGS .....	23
Slika 4: Analiza premij tveganj neizpolnitve obveznic držav PIGS v primerjavi z obveznico Nemčije .....	23

## **KAZALO TABEL**

Tabela 1: Moody's bonitetne ocene investicijske stopnje .....	5
Tabela 2: Moody's bonitetne ocene neinvesticijske stopnje oz. špekulativne stopnje .....	5
Tabela 3: S & P, Fitch bonitetne ocene investicijske stopnje .....	5
Tabela 4: S & P bonitetne ocene neinvesticijske stopnje oz. špekulativne stopnje .....	5
Tabela 5: Fitch bonitetne ocene neinvesticijske stopnje oz. špekulativne stopnje.....	5
Tabela 6: Rating agencije suvereno tveganje ocenjujejo na osnovi spodnjih dejavnikov .....	6
Tabela 7: Ekonomski kazalci suverenega tveganja – primerjava držav PIGS z EU 27 in Nemčijo .....	11
Tabela 8: Stroški zadolževanja za države PIIGS .....	26

# UVOD

Suvereno tveganje je del deželnega tveganja in predstavlja potencialno finančno izgubo, do katere pride zaradi makroekonomskega ali političnega položaja v državi. Pri suverenem tveganju je pomembno, da je dolžnik država.

Namen diplomskega dela je za problematične države evroobmočja (Portugalska, Irska, Grčija in Španija, v nadaljevanju PIGS) na osnovi treh kazalcev analizirati suvereno tveganje, in sicer na osnovi analize premij zamenjav kreditnega tveganja (CDS), donosnosti do dospelja in premij za tveganje neizpolnitve, ter na osnovi bonitetnih ocen rating agencij. Cilj diplomske naloge je ugotoviti vzroke suverenega tveganja v državah PIGS.

V diplomskem delu uporabljam metodo analize vsebine izbrane literature pri analizi bonitetnih ocen rating agencij za države PIGS, pa tudi metodo primerjanja pri CDS in donosnostih do dospelja 10-letnih državnih obveznic za države PIGS ter metodo klasifikacije, saj definiram pojem suvereno tveganje.

Poleg uvoda in sklepa je diplomska naloga sestavljena še iz štirih delov.

V prvem delu diplomske naloge teoretično predstavim suvereno tveganje, ki je podskupina deželnega tveganja, ki se deli na politično in ekonomsko tveganje. V drugem delu opredelim, kaj delajo rating agencije, naštejem največje tri in naredim primerjavo, na osnovi česa te agencije ocenjujejo suvereno tveganje, saj kasneje na temelju bonitet držav PIGS ocenim suvereno tveganje. Poleg tega tudi teoretično predstavim tržne kazalce in jih povežem s suverenim tveganjem.

V tretjem delu predstavim razloge za porast suverenega tveganja v državah PIIGS ter opišem časovni potek dolžniške krize in sprejete ukrepe reševanja krize, predvsem v luči paketov pomoči EU in MDS Grčiji, Irski in Portugalski. Četrty del diplomske naloge zajema analizo suverenega tveganja v državah PIGS v času gospodarske in finančne krize s pomočjo izbranih kazalcev.

## 1 OPREDELITEV DEŽELNEGA IN SUVERENEGA TVEGANJA

V finančno odprtih gospodarstvih so dolžniki in upniki iz različnih držav, kar upnike poleg običajnega kreditnega tveganja izpostavlja še dodatnemu tveganju, saj dolžniki ne delujejo v okviru iste države kot upniki, zaradi česar lahko družbeno-ekonomske, politične in institucionalne razmere v državi dolžnika vplivajo na čezmejni tok kapitala. Za to dodatno tveganje se v literaturi izmenoma uporabljata pojma deželno in suvereno tveganje, ki pa ju je kljub pogostim zamenjavam dobro ločiti.

## 1.1 Deželno tveganje

Deželno tveganje (ali državno tveganje) izraža verjetnost, da upnik, ki je nerezident, zaradi ekonomskega ali družbeno-političnega položaja v državi gostiteljici ne bo uspel povrniti svojih finančnih terjatev do dolžnikov iz te države. Deželno tveganje obsega vsa tveganja, ki jih povzročajo politične, pravne in ekonomske spremembe v državi ter škodijo poslovanju podjetja. Deželno tveganje zato razdelimo na dve skupini tveganja: nepripravljenosti plačil (politično tveganje) in tveganje nesposobnosti plačil (ekonomsko tveganje).

### 1.1.1 Tveganje nepripravljenosti plačil (politično tveganje)

Politična tveganja predstavljajo verjetnost, da bo v državi prišlo do vladnih ukrepov ali drugih političnih sprememb, ki bodo negativno vplivale na poslovanje podjetja (Wilde et al., 2006, str. 500; Rugman & Hodgetts, 2003, str. 628). Udeleženci v mednarodnem poslovanju ne morejo vplivati na ta tveganja, zato jim nekateri avtorji pravijo tudi nekomercialna tveganja. Politična tveganja pa lahko na splošno razvrstimo glede na ukrepe, ki so privedli do njihovega nastanka (prirejeno po Wilde et al., 2006, str. 500), in so navedena v nadaljevanju.

- **Vojne in drugi politični konflikti** (revolucije, upori, oboroženi spopadi, državni udari, generalne stavke ipd.) ovirajo poslovne procese v podjetjih, pri nabavi surovin, proizvodnji in distribuciji izdelkov ali storitev.
- **Terorizem in ugrabitve** so politični dejavniki, ki zavirajo poslovanje v državi. Napade izvajajo teroristične skupine, ki niso zadovoljne z obstoječo politično situacijo, njihov cilj pa je izsiliti družbene in politične spremembe.
- **Odvzem lastniških pravic.** Vlada ima pravico, da podjetjem na svojem ozemlju odvzame premoženje. Na voljo ima več načinov, prvi je konfiskacija. Konfiskacija pomeni nasilen odvzem premoženja podjetja in prenos lastniških pravic na vlado brez finančnih nadomestil. Drugi način je ekspropriacija, kjer gre za nasilen odvzem premoženja podjetja in prenos lastniških pravic na vlado v zameno za finančno nadomestilo, ki ga določi vlada. Ta ukrep prizadene manjše število podjetij v panogi. Tretja možnost je nacionalizacija, kar pomeni, da si ima vlada pravico prilastiti premoženje vseh podjetij v panogi.
- **Korupcija** ali prisvojitve javnih dobrin v zasebno korist. Pri korupciji je najbolj razširjen nepotizem. Deluje tako, da namesto da bi služil v interesu javnosti oziroma podjetja služi zasebnim interesom. Med korupcijo uvrščamo še patronažo, klientelizem in kronizem. Glavni motiv je **zasebni interes** posameznika, politične stranke ali sorodstvene skupnosti, ki je v nasprotju z interesi javnosti (Vehovar, 2004).
- **Spremembe vladnih politik** pri elementih poslovanja mednarodnih podjetij. Sem sodijo omejitve lastninskih pravic domačim pravnim in fizičnim osebam, spremembe v davčni zakonodaji v prid lokalnim podjetjem, omejitve pri repatriaciji donosov, spremembe carinskih stopenj v prid domačim proizvajalcem, uvedbe necarinskih oblik uravnavanja

mednarodne trgovine, spremembe delovne zakonodaje ter razni fiskalni in monetarni ukrepi, ki lahko negativno vplivajo na donosnost mednarodnega posla.

- **Monetarni ukrepi** so vir t. i. **transfernih tveganj**. Transferna tveganja razvrstimo v tri skupine. Prvo je tveganje prepovedi plačil v tujino, kjer gre za državni ukrep deviznih omejitev pri poslovanju s tujino, na katerega pogodbene stranke nimajo vpliva. S tem ščitijo domače gospodarstvo in preprečijo odliv tujih valut. Drugo je moratorij plačil, kjer gre za to, da država, v kateri ima dolžnik (kupec) svoj sedež, predpiše odlog plačil brez soglasja upnika (prodajalca). Tretje tveganje je prepoved konverzije domače valute v tujo konvertibilno valuto. To je državni ukrep, ki je tesno povezan z ostalimi transfernimi tveganji in je posledica deviznih omejitev države (Falatov, 1997, str. 204; Shenkar & Luo, 2004, str. 513; Makovec Brenčič et al., 2009, str. 119–122).

### 1.1.2 Tveganje nesposobnosti plačil (ekonomsko tveganje)

Makroekonomsko okolje države gostiteljice je ključnega pomena, saj zagotavlja ekonomski okvir delovanja podjetij. Makovec Brenčič et al. (2009, str. 122) dejavnike, ki vplivajo na makroekonomsko okolje, razvrstijo v naslednje skupine:

- monetarna politika, ki se odraža v stopnji inflacije v državi gostiteljici, v stabilnosti kratkoročne in dolgoročne obrestne mere, v razvitosti kapitalskih trgov ipd.;
- fiskalna politika, ki se pogosto ocenjuje glede na relativno velikost javnofinančnega primanjkljaja in javnega dolga v bruto domačem proizvodu (BDP);
- devizna politika, ki vpliva na stabilnost deviznega tečaja. Pomembno vlogo pri uravnavanju vrednosti deviznega tečaja imata višina tujih rezerv in uravnoveženost plačilne bilance. Pri tem je ključnega pomena preveriti pokritost uvoza z izvozom in vire financiranja države. S tem imamo v mislih predvsem višino prejetih in danih mednarodnih posojil ter razmerje med neto neposrednimi tujimi naložbami in neto portfeljskimi naložbami;
- zunanjetrgovinska politika, ki se kaže v stopnji liberalizacije trgovine in v višini izvoza;
- rast BDP med obdobji in v primerjavi z državami, ki so na podobni stopnji razvoja.

## 1.2 Suvereno tveganje

Deželno tveganje je širši pojem, ki zajema tudi suvereno tveganje. Suvereno tveganje je možnost, da kaka država kot posojilojemalec ne more ali ne želi izpolnjevati svojih zunanjih obveznosti zaradi razlogov, ki niso povezani s tveganji, ki sicer nastajajo pri zadolževanju ali posojanju. Suvereno tveganje se praviloma nanaša na tveganje, da bo država kot dolžnica prenehala servisirati svoj dolg do bank. Bistvo tega tveganja je v tem, da ima suvereni dolžnik imuniteto pred sodnim preganjanjem zaradi neizpolnjevanja obveznosti kot dolžnik. Posojila državi so lahko celo tvegana zaradi tako imenovanega suverenega tveganja. Da bi lahko govorili o suverenem tveganju, mora biti država ali kakšna njena agencija dolžnik ali garant za dolgove zasebnik oseb. Suvereno tveganje je

posebna vrsta tveganja, ki so mu izpostavljene banke. Po mednarodnem pravu so tuje države (vlade) suverene in jih ni mogoče tožiti brez njihovega soglasja. Dandanes je malo verjetno, da bi zgolj država prenehala servisirati svoje zunanje dolgove. Bankrot države kot dolžnika ima poleg ekonomske cene ali stroškov pomembne politične stroške in države ne bodo bankrotirale nasproti tujini kar tako ali zaradi tega, da bi se morda izognile vračilu dolga in plačilu obresti. Ne bodo kar tako izkoristile svoje morebitne imunitete kot dolžniki (Ribnikar, 1998, str. 44–46).

## **2 OCENJEVANJE SUVERENEGA TVEGANJA V PRAKSI**

### **2.1 Bonitetne ocene rating agencij**

Rating agencije se ukvarjajo z ocenjevanjem tveganja različnih oblik finančnega dolga vključno z državnim dolgom. Največje tri rating agencije so Standard and Poor's, Moody's in Fitch. Svoje znanje prodajajo v obliki splošno sprejetih ocen, ki so relativne ocene o tveganju, da potencialni dolžnik dolga ne bo sposoben poplačati v roku. Agencija investitorjem s svojo oceno sporoča svoje mnenje, da je naložba bolj oziroma manj tvegana v primerjavi z drugimi naložbami iste vrste (Kovač, 2002, str. 7–9).

Rating agencije so imele pomembno vlogo pri finančni krizi. Zelo so jih kritizirali, ker so podcenjevale tveganja, ki so bila povezana z novimi, zapletenimi vrednostnimi papirji, ki so poganjali nepremičninski balon Združenih držav Amerike, kot so hipotekarno zavarovani vrednostni papirji (MBS) in zavarovane dolžniške obveznosti (CDO). Preiskovalna komisija finančne krize je januarja 2011 poročala, da so bile tri največje bonitetne agencije eden izmed pomembnih dejavnikov za finančni zlom v ZDA. S hipotekami povezanih vrednostnih papirjev ni bilo mogoče tržiti in prodati v središču krize brez soglasja bonitetnih agencij v obliki dobrih bonitet. Investitorji so se slepo zanašali na te bonitete. Kriza bi bila morda precej manj ostra, če bi investitorji opravljali lasten skrbni pregled in te naloge ne bi delegirali bonitetnim agencijam. Njihove ocene so trgu pomagale, da se je razcvetel, nato pa je sledilo hitro nižanje bonitetnih ocen leta 2007 in še bolj leta 2008, kar je na trgih in v podjetjih povzročilo pravo opustošenje (Yeebo, 2011).

Poglejmo primer, ki nam bo pojasnil, kako so se rating agencije znašle v konfliktu interesov. Najprej si zamislimo neko podjetje, ki je imelo npr. boniteto Ba2 in je izdalo obveznico, ker je potrebovalo denar. Ker so hoteli to posojilo dobiti po razumnih obrestih, se je podjetje obrnilo na zavarovalnico AIG, ki je imela npr. boniteto Aa2 – se pravi 9 stopenj boljše kot Ba2. AIG je že za 200 bazičnih točk oz. za 2 % od celotne vrednosti te obveznice izdala CDS (angl. *credit default swaps* - natačna razlaga sledi v naslednjem poglavju) na to obveznico in nase prevzela kreditno tveganje te obveznice. Ta obveznica je tako bila s strani rating agencij, npr. Moody's, ovrednotena z enako boniteto kot AIG (npr. Aa2), saj je verjetnost nepoplačila



obveznice enaka verjetnosti bankrota AIG (**konflikt interesov** – AIG je v večini primerov sama naročila boniteto obveznice pri rating agenciji).

Bonitetna agencija Moody's podeljuje 21 različnih bonitetnih ocen, od tega prvih 10 ocen od Aaa, Aa1 ... do Baa3 predstavljajo ocene investicijske stopnje, medtem ko ostalih 11 ocen od Ba1, Ba2 ... do C predstavlja ocene neinvesticijske stopnje ali špekulativne stopnje.

*Tabela 1: Moody's bonitetne ocene investicijske stopnje*

Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3
-----	-----	-----	-----	----	----	----	------	------	------

*Vir: Moody's Investor Service, 2011.*

*Tabela 2: Moody's bonitetne ocene neinvesticijske stopnje oz. špekulativne stopnje*

Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C
-----	-----	-----	----	----	----	------	------	------	----	---

*Vir: Moody's Investor Service, 2011.*

Pri agencijah Standard and Poor's in Fitch imajo 22 oz. 20 različnih ocen, vendar prav tako prvih 10 ocen od AAA, AA+, AA ... do BBB- predstavljajo ocene investicijske stopnje, medtem ko ostalih 12 oz. 10 ocen od BB+,BB, BB- ... do D predstavljajo ocene neinvesticijske stopnje ali špekulativne stopnje.

*Tabela 3: S & P, Fitch bonitetne ocene investicijske stopnje*

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
-----	-----	----	-----	----	---	----	------	-----	------

*Vir: Fitch Ratings; Standard & Poor, 2011.*

*Tabela 4: S & P bonitetne ocene neinvesticijske stopnje oz. špekulativne stopnje*

BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	D
-----	----	-----	----	---	----	------	-----	------	----	---	---

*Vir: Standard & Poor, 2011.*

*Tabela 5: Fitch bonitetne ocene neinvesticijske stopnje oz. špekulativne stopnje*

BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	DDD	DD	D
-----	----	-----	----	---	----	-----	-----	----	---

*Vir: Fitch Ratings, 2011.*

Agencija torej ne priporoča ali svetuje nakupa, prodaje ali zadržanja določene naložbe, kar je temeljna razlika med njo in investicijskimi analitiki ali revizorji. Pomembno je, da je to

mnenje neodvisno, nepristransko in oblikovano na osnovi podrobne analize relevantnih podatkov o naložbi oziroma dolžniku (Kovač, 2002, str. 7–9).

*Tabela 6: Rating agencije suvereno tveganje ocenjujejo na osnovi spodnjih dejavnikov*

Moody's	<ul style="list-style-type: none"> <li>– gospodarska moč države, ki je prikazana z BDP na prebivalca,</li> <li>– institucionalna moč države, pri tem je ključno, ali je kakovost institucionalnega okvirja in upravljanja dovolj učinkovita pri spoštovanju lastninskih pravic, preglednosti, učinkovitosti in predvidljivosti delovanja vlade ter kakšna je stopnja soglasja o ključnih političnih reformah,</li> <li>– finančna moč vlade, pri refinanciranju javnega dolga predvsem sposobnost vlade pri mobilizaciji virov, če so ti potrebni: dvigniti davke, zmanjšati porabo, prodati premoženje,</li> <li>– nagnjenost k tveganju dogodka, to je tveganje neposredne in takojšnje nevarnosti za odplačilo dolgov, za države z višjim ratingom, tveganje nenadnega večstopenjskega znižanja bonitetne ocene.</li> </ul>
Fitch	<ul style="list-style-type: none"> <li>– makroekonomsko stanje in obeti gospodarske rasti,</li> <li>– strukturne značilnosti gospodarstva, ali je gospodarstvo bolj ali manj odporno na šoke, vključno s tveganji za makroekonomsko stabilnost in javne finance, povzročene s strani finančnega sektorja kot tudi s strani političnih tveganj,</li> <li>– javne finance, vključno s strukturo in vzdržnostjo javnega dolga ter davčnim financiranjem,</li> <li>– zunanje finance s posebnim poudarkom pri trajni stabilnosti v mednarodni trgovinski bilanci. Zajeti so tekoči račun in kapitalski tokovi kot tudi raven in struktura zunanjega dolga (javni in zasebni).</li> </ul>
Standard & Poor	<ul style="list-style-type: none"> <li>– politične institucije in trendi v državi. Ocenjuje se njihov vpliv na učinkovitost in preglednost političnega okolja kot tudi javna varnost in geopolitični položaj države.</li> <li>– ekonomska struktura in obeti gospodarske rasti,</li> <li>– fleksibilnost pri javnofinančnih prihodkih in pritiski pri odhodkih, javnofinančni primanjkljaj in velikost javnega dolga, potencialne obveznosti, ki sta jih povzročila finančni sistem in javni sektor,</li> <li>– monetarna prožnost,</li> <li>– zunanja likvidnost in trendi obveznosti javnega in zasebnega sektorja do nerezidentov.</li> </ul>

*Vir: Moody's Investor Service, Sovereign Bond Ratings, 2008; Fitch Ratings, Criteria Report: Country Ceilings, 2008; Standard & Poor, Criteria, Governments, Sovereigns: Sovereign Credit Ratings: A Primer, 2008.*

## 2.2 Tržni kazalci suverenega tveganja

### 2.2.1 Premije za tveganje zamenjav kreditnega tveganja (angl. credit default swap oz. CDS)

CDS so posli zamenjave kreditnega tveganja (angl. *credit default swaps*) in spadajo med izvedene finančne instrumente. Izdajatelj instrumentov CDS (ki temeljijo na obveznicah) kupcem CDS v zameno za **premijo** jamči, da jim bo pokrila morebitne izgube v primeru bankrota izdajatelja izvornih obveznic, na katerih temeljijo CDS. **Premija** CDS tem bolj raste, čim večja je verjetnost bankrota izdajatelja obveznic. **Premija** za tveganje CDS je torej neposredna tržna mera suverenega tveganja (Investopedia, b. l.).

S posli zamenjave kreditnega tveganja (CDS) se trguje na OTC, to je nereguliran trg, kjer se pogodbe trgujejo tako pogosto, da je težko vedeti, kdo je prodajalec in kdo kupec pri vsaki transakciji. Obstaja možnost, da kupec pogodbe nima finančne moči, da bi lahko izpolnil določbe pogodbe, zaradi česar je pogodbo težko ovrednotiti. Če se vlagatelj v državne obveznice odloči, da se bo zavaroval pred suverenim tveganjem, in kupi CDS na to državno obveznico, se suvereno tveganje državne obveznice prenese na izdajatelja CDS. To potezo si lahko razlagamo tako, da je kupec nenaklonjen tveganju in del letnih obresti od obveznice raje plača izdajatelju CDS. Ta plačila imenujemo **premije** te se plačajo izdajatelju konec vsakega kvartala za trajanje zavarovanja, in če država, ki je obveznice izdala, ne izpolni svojih obveznosti, nam te obveznosti izpolni izdajatelj CDS. To je »kriti« CDS. Če vlagatelj trguje s CDS, ne da bi bil lastnik obveznice, na katero je bil izdan CDS, govorimo o »golem« CDS. Večina CDS, s katerimi se trguje, so »goli« CDS. V mnogih primerih skupna nominalna vrednost pogodb CDS močno presega vrednost osnovnega dolga, kar dokazuje, da je večina CDS »golih« (ocena dana januarja 2009 80% CDS je »golih«). Očiten je način, kako CDS-špekulanti povečujejo nezmožnost poplčila državnih obveznic v ustvarjanju strahu na trgu. To naredijo tako, da povečajo povpraševanje in zvišajo premijo CDS in trg visoke stroške zaskrbljujoče interpretira kot znak težav izdajatelja obveznic. Bolj se zvišuje cena CDS oz. premije, bliže smo kreditnemu dogodku in na ta dogodek čakajo špekulanti, da jim izdajatelj CDS nato poplačajo izgube. Zaslužijo pa lahko tudi že z zvišanjem ali nižanjem CDS, če z »golimi« CDS stavijo na zvišanje ali znižanje premij (stavijo predvsem na zvišanje) (*Naked CDS: Exposed*, 2009; Morrissey, 2008; Kopecki & Harrington, 2009, 24, julij).

### 2.2.2 Donosnost do dospelja državnih obveznic in premija za tveganje neizpolnitve

Obveznica je dolgoročni dolžniški vrednostni papir, ki imetniku daje pravico do točno določenih prihodnjih denarnih tokov (načrt izplačil, tj. amortizacijski načrt, je vnaprej določen). Imetnik obveznice ni solastnik izdajatelja, pač pa njegov upnik. Strošek izdajatelja se meri z **donosnostjo do dospelja** (Lončarski, 2007–2008b):

- letni strošek, ki ga plača izdajatelj, če se v trenutku, ko velja donosnost do dospelja, financira po tržnih pogojih;

- izenačuje sedanjo vrednost prejetih kuponskih obresti in glavnice s trenutno tržno ceno obveznice;
- ne upošteva stroškov izdaje obveznice;
- donosnost vlagatelja, ki obveznico kupi in drži do dospelja.

Pri državnih obveznicah imamo več tveganj, eno izmed njih je suvereno tveganje ali verjetnost, da določene obveznosti ne bodo izpolnjene: tveganje neizpolnitve oz. neizplačila. **Premija za tveganje neizpolnitve** je enaka donosnosti tvegane naložbe, zmanjšana za donosnost »netvegane« naložbe enakega dospelja. **Premijo za tveganje neizpolnitve** lahko razumemo kot tržno pričakovano stopnjo neizpolnitve. Suverenemu tveganju so posebej podvrženi dolgoročni državni dolžniški vrednostni papirji. Vlagatelji morajo za preudarno vlaganje poznati boniteto vrednostnih papirjev. Višja boniteta pomeni manjšo verjetnost neizpolnitve (Lončarski, 2007–2008a).

Suvereno tveganje je večje pri višjih donosnostih do dospelja državnih obveznic, saj donosnosti do dospelja državi določajo strošek (obrestno mero) novega zadolževanja in refinanciranja starih dolgov. Če so te obresti visoke, je tveganje neizpolnitve vedno višje. Vlagatelji v obdobju dolžniških kriz postanejo bolj konservativni zaradi strahu za svoje prihranke. Ta strah državam preprečuje, da bi po sprejemljivih obrestnih merah refinancirale svoje dolgove. Sposobnost obnavljanja dolga je ključnega pomena za visoko zadolžene države, saj če ni zaupanja, se lahko tudi najmočnejše in največje gospodarstvo na svetu znajde v insolventnih težavah. Če država lahko vedno najde nove upnike, ki zahtevajo za državo sprejemljive obrestne mere, bo lahko vedno zbrala dovolj sredstev za poplačilo obstoječih upnikov.

### **3 SUVERENO TVEGANJE V EVROOBMOČJU V ČASU GOSPODARSKE IN FINANČNE KRIZE**

#### **3.1 Razlogi za porast tveganja**

Najprej se vprašajmo, kaj je osnovni razlog za porast suverenega tveganja v evroobmočju. Ob pregledu podatkov o javnem dolgu in proračunskem primanjkljaju je jasno, da obstaja vse večja verjetnost plačilne nesposobnosti držav zaradi visokega dejanskega ali potencialnega bremena javnega dolga. Ob pregledu razlogov po posameznih državah PIIGS<sup>1</sup> za porast suverenega tveganja opazimo, da se je pri nekaterih državah to že dalj časa napovedovalo, pri drugih pa se je tveganje pojavilo z začetkom finančne in gospodarske krize. Njegov glavni cilj je bil sprejetje Grčije v Evropsko skupnost, vzpostavitev trdnega političnega sistema in Grčiji zagotoviti vzdržen ekonomski razvoj. Po letu 1980 pride na oblast Andreas Papandreu, vodja

---

<sup>1</sup> V analitičnem delu diplomske naloge se osredotočam predvsem na države PIGS (Portugalska, Irska, Grčija, Španija), čeprav je v zadnjem času vse bolj očitno, da se problematičnim državam pridružuje tudi Italija, zato se vse bolj uporablja izraz PIIGS

socialdemokratske stranke (PASOK). Njegov cilj ni bila vzdržna blaginja države, temveč blaginja in socialna varnost podpornikov njegove stranke. Tako je zanemarjal fiskalno disciplino ter poviševal plače, pokojnine, uvedel univerzalno zdravstveno oskrbo, povečal prispevke za socialno varnost in druge bonitete. Edini program, ki ga je izvedel za zaježitev javnofinančnih izdatkov, je bil konvergenčni program, ki ga je moral izpolniti, da so Grki lahko prevzeli evro. Leta 1996 Papandreu umre in na njegovo mesto se povzpne Simitis. Ta po sprejetju Grčije v evroobmočje leta 2001 nadaljuje politiko trošenja. Zvišuje plače, pokojnine, socialne pomoči in na novo zaposluje politične podpornike v javnem sektorju. To naredi, da bi bil ponovno izvoljen, in res dobi še en mandat do leta 2004. Po njem pride na oblast za dva mandata Costas Karamalis, ki je nečak ustanovitelja ND. V nasprotju s svojim stricem tudi on raje povečuje javnofinančne izdatke zaradi ponovne izvolitve. Njegov mandat se konča z začetkom dolžniške krize leta 2009.

Po današnjih podatkih Grčija niti enkrat, odkar ima evro, ni izpolnila fiskalnih meril pakta stabilnosti. Evropa ni kaznovala Grčije, ker tega ni vedela, saj so Grki ponarejali statistične podatke, da bi zadostili tem merilom. Po letu 2004, ko v EU vstopi 10 novih članic, se javnofinančno stanje Grčije še dodatno poslabša, saj so se zmanjšala sredstva iz evropskih skladov. Ker je bil davčni sistem neučinkovit in so bile davčne utaje nekaj vsakdanjega, se je proračunski primanjkljaj povečeval, z njim pa tudi javni dolg. Grčija je tako pri skrivanju javnega dolga potrebovala pomoč, pomagala pa ji je investicijska banka Goldman Sachs. Nič čudnega ni, da se jim ponarejanje podatkov ni zdelo pretirano sporno, saj sta patronaža in nepotizem v grškem javnem sektorju nekaj vsakdanjega. Ocenjuje se, da patronaža, podkupnine in ostale vrste korupcije Grčijo stanejo 8 % BDP na leto (Pappas, 2010).

Suvereno tveganje **Italije** se je povečalo že v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja, ko je doživela dve ekonomski krizi leta 1974 in 1976. Spodbujeni sta bili z visokim primanjkljajem na tekočem računu, pretiranim javnim trošenjem in tiskanjem denarja centralne banke za pokrivanje javnega dolga. Ti krizi sta privedli do zunanje pomoči, ki je pripeljala do nenadnih nenadzorovanih nihanj v javnih financah in tudi do nastopa politične nestabilnosti. Italija umiri situacijo, ko je uporabila stimulacijske ukrepe, monetarni ukrep z regulacijo deviznega tečaja in fiskalni ukrep ekspanzivne politike. Plačilno bilančne primanjkljaje je reševala z depreciacijo valute, da je pridobila konkurenčnost. V obdobju od junija 1972 do avgusta 1977 je lira izgubila za več kot 34% vrednost nasproti dolarju. Ekspanzivna politika je vodila v povečanje proračunskih primanjkljajev, ki so se v 80. letih že poznali na visokem javnem dolgu (60 % BDP). Ta se je samo še povečeval, saj so bile obresti, ki jih je morala Italija plačevati, višje od stopnje gospodarske rasti, ki jih je dosegala. Italijanski dolg je vztrajno naraščal zaradi političnih dejavnikov, deloma pa zaradi dejstva, da je bila povprečna zapadlost dolga skrajšana, da so obveznice ostale zanimive za zasebni sektor. Javni dolg je vrh dosegel leta 1997 in se od takrat naprej zmanjševal do izbruha finančne krize, ko je vlada ob manjših javnofinančnih prihodkih povečala porabo, da bi spodbudila gospodarsko rast. Posledično sta

se povišala proračunski primanjkljaj in javni dolg (Bush, 2010; Avoiding Japan's fate by repeating Italy's mistakes, 2010).

**Portugalski** se je suvereno tveganje povečevalo že pred krizo, saj je bilo zadnje desetletje obdobje gospodarske stagnacije. Povprečna letna gospodarska rast je bila le 0,68 %. Razlog šibke rasti lahko pripišemo zastareli strukturi portugalskega gospodarstva. Industrija je šibka in še ta ima nizko produktivnost. Upanje je edino v storitvenem sektorju, ki prispeva 75 % BDP. Pomembna panoga je predvsem turizem, ki pa je ciklična panoga in ni odporna na krize. Glavna težava za to, da se je suvereno tveganje na Portugalskem tako povečalo, pa ni bilo le v pomanjkanju politične volje do strukturnih reform. Tako kot več evrskih držav, ki so sedaj v težavah, predvsem pa Grčija, je tudi Portugalska zašla v dolžniške težave zaradi desetletja prekomernega trošenja in preveč radodarnega nagrajevanja državljanov z zdravstveno oskrbo, brezplačnim izobraževanjem in zviševanjem prejemkov zaposlenih v javnem sektorju ter drugimi bonitetami. Tako je že pred nastopom finančne krize kršila fiskalna merila pakta stabilnosti z večjim proračunskim primanjkljajem od 3 % BDP, v obdobju 2004–2009 kar 4-krat, javni dolg v višini 60 % BDP pa je presegala vse od leta 2005 in ga do nastopa finančne krize ni več zmanjšala. Javnofinančni prihodki so s krizo upadli in javne finance so se močno poslabšale (Beller, 2011; The Wealth Cycles Principle, 2011).

**Španija** pred nastopom finančne krize ni imela nobenih suverenih težav, saj je spoštovala maastrihtske kriterije. Tveganje je bilo kljub temu prisotno, saj je kar 18 % BDP ustvarilo gradbeništvo, poleg tega je imela Španija še zunanjetrgovinski primanjkljaj, ki je bil posledica velike potrošnje prebivalstva, problematičen je bil tudi tog trg dela. S prihodom finančne krize, ko je nepremičninski balon počil in je bilo treba zmanjšati gradbeni sektor, je sledil velik porast brezposelnih. Brezposelnost je bila septembra 2008 11,9 %, maja leta 2011 pa 20,9 %. Vlada je morala ukrepati in ukrepala je tako, da je povečala javno porabo za investicije in socialne transferje. Na drugi strani so se zmanjšali davčni prilivi in rezultat se je kmalu videl v visokem proračunskem primanjkljaju in zviševanju javnega dolga.

Tako kot Španija tudi **Irska** ni imela nobenih suverenih težav pred nastopom finančne krize in tudi ona je pred finančno krizo spoštovala pakt stabilnosti. Ker je tudi na Irskem tako kot v Španiji nepremičninski trg rasel preko vseh meja v obdobju od leta 1996 do leta 2006, so se novogradnje potrojile, cene pa početverile. To se je zgodilo s pomočjo poceni posojil in z visoko rastočim gospodarstvom. Irska je pred krizo beležila izjemne stopnje gospodarske rasti, kar je bila posledica nizkega davka na dobiček (12,5 %). Irska je zaradi dobre lege postala izhodiščna točka ameriških podjetij, ki so želela vstopiti na evropski trg. Pred krizo so jo imenovali keltski tiger. Finančna in nepremičninska kriza je najbolj prizadela ravno irsko odprto gospodarstvo. V letih 2008 in 2009 se je irski BDP skrčil za več kot desetino. Glavni problem so bile irske banke, ki so imele manj sredstev kot obveznosti. Sredstva so se zmanjšala, ker so se vrednosti nepremičnin zmanjšale za 50 % pod vrednost, po kateri so jih banke vrednotile in se tako znašle tik pred bankrotom. Irska vlada je to želela preprečiti in

podržavila 6 irskih bank (AIB, Anglo Irish Bank, Bank of Ireland, EBS, Irish Life and Permanent and INBS), vendar se ni zavedala velikosti dolgov teh bank, saj je celotno reševanje do zdaj ocenjeno na okoli 70 mrd. evrov. Posledice so bile vidne pri proračunskem primanjkljaju in javnem dolgu, ki sta se drastično povečala zaradi reševanja bank in nižjih davčnih prihodkov (Coll, 2009, 4, marec; Di Pietro, 2011, 13. april).

*Tabela 7: Ekonomski kazalci suverenega tveganja – primerjava držav PIGS z EU 27 in Nemčijo v %*

	<b>Javni dolg 2010 v % BDP</b>	<b>Proračunski primanjkljaj 2010 v % BDP</b>	<b>Inflacija 2001–2008</b>	<b>Gospodarska rast: 2010, ocena: 2011, 2012 v % BDP</b>	<b>Donosnost do dospetja 10-letnih obveznic 4. 7. 2011</b>	<b>CDS na 5-letne obveznice 10. 6. 2011</b>
Grčija	142,80	-10,50	3,5	-4,5; -3,5; 1,1	16,30	1.561,06 bt
Irska	96,20	-32,40	3,2	-1,0; 0,6; 1,9	11,70	690,84 bt
Portugalska	93,00	-9,10	3,0	1,3; -2,2; -1,9	10,90	738,78 bt
Španija	60,10	-9,20	3,3	-0,1; 0,8; 1,5	5,40	273,03 bt
Italija	119,00	-4,60	2,5	1,3; 1,0; 1,3	4,90	161,32 bt
Povprečje EU-27	80,00	-6,40	2,4	1,8; 1,8; 1,9		
Nemčija	83,20	-3,30	1,9	3,6; 2,6; 1,9	3,00	40,33 bt

*Vir: Eurostat, 2011.*

Sedaj primerjajmo ekonomske podatke držav PIGS s povprečjem EU-27 in Nemčijo. Ugotovimo, da ima Grčija najvišji javni dolg pri 142,8 % BDP (2010) od leta 2008, ko je znašal 110,7 % BDP, se je zvišal za 29 %, kar pa ni največ v skupini držav PIGS. Največ v zadnjih 3 letih se je zvišal javni dolg Irske, in sicer za 116,6 %, in je v letu 2010 znašal 96,2 % BDP. Na drugem mestu po rasti javnega dolga med državami PIGS je Španija, saj se je javni dolg zvišal za 51 %, vendar je s 60,1 % BDP še kar najnižji v tej skupini držav in je tudi nižji od povprečja EU-27, ki je znaša 80 % BDP. Za 29,9 % se je v zadnjih treh letih zvišal javni dolg Portugalske in znaša 93 % BDP (2010). Najmanj se je povečal javni dolg v Italiji, in sicer za 12 %, in je leta 2010 znašal 119 % BDP. Tako je po obsegu javnega dolga, merjeno v BDP, na 2. mestu, takoj za Grčijo.

Pri proračunskem primanjkljaju ni presenetljivo, da je na prvem mestu za leto 2010 Irska, saj se je že po visokem porastu javnega dolga nakazoval visok proračunski primanjkljaj, ki je leta 2010 znašal 32,4 % BDP. Sledi Grčija s primanjkljajem v višini 10,5 % BDP, nato Španija in Portugalska s primanjkljajem malo nad 9 % BDP. Proračunski primanjkljaj EU-27 je leta

2010 v povprečju znašal 6,4 % BDP. Boljši rezultat doseže le Italija, saj je primanjkljaj leta 2010 dosegel 4,6 % BDP, kar pa je slabše od Nemčije, katere proračunski primanjkljaj je dosegel 3,3 % BDP. Iz teh podatkov je razvidno stanje javnih financ, sedaj pa pogledajmo indikator konkurenčnosti, ki nam ga prikazuje inflacija. Izberemo razpon 8 let pred nastopom finančne krize, to je obdobje od leta 2001 do leta 2008. Pokazalo se je, da so bile povprečne stopnje inflacije v vseh državah PIIGS višje od povprečja EU-27, ki znaša 2,4 %, in Nemčije, ki znaša 1,9 %. Inflacija nam pove, da se je v Grčiji, kjer je bila povprečna inflacija v izbranem obdobju 3,5 %, konkurenčnost gospodarstva v povprečju vsako leto zmanjšala za 1,1 % v primerjavi z EU-27 in za 1,6 % v primerjavi z Nemčijo. V Španiji je povprečna inflacija v tem obdobju znašala 3,3 %, tako da je konkurenčnost gospodarstva v primerjavi z EU-27 upadla za 0,9 %, v primerjavi z Nemčijo pa 1,4 % vsako leto v izbranem obdobju. Na Irskem je konkurenčnost gospodarstva upadla za 0,8 % v primerjavi z EU-27 in 1,3 % v primerjavi z Nemčijo. Na Portugalskem je konkurenčnost gospodarstva upadla za 0,6 % v primerjavi z EU-27 in 1,1 % v primerjavi z Nemčijo. Najbolje se je odrezala Italija, ki je v povprečju izgubila le 0,1 % konkurenčnosti vsako leto v primerjavi z EU-27 in 0,6 % v primerjavi z Nemčijo vsako leto v izbranem obdobju.

Če pogledamo še gospodarsko rast v letu 2010 in napoved za leti 2011 in 2012, je vnovič najslabša Grčija, ki je še globoko v recesiji, saj se je BDP v letu 2010 zmanjšal za 4,5 %, za leto 2011 pa analitiki pri Eurostatu napovedujejo padec BDP v višini 3,5 %. BDP Grčije naj bi šele leta 2012 zrasel za 1,1 %. V letu 2010 je BDP upadel tudi Irski, in sicer za 1 %, vendar ji analitiki za leto 2011 napovedujejo rast za sicer skromnih 0,6 %, za leto 2012 pa močnejše okrevanje z 1,9 % rastjo. Portugalska je v letu 2010 sicer zabeležila rast v višini 1,3 %, vendar ji analitiki za leto 2011 napovedujejo zmanjšanje BDP za 2,2 % in v letu 2012 nadaljnje skrčenje za 1,9 %. Najmanjši možni padec je v letu 2010 imela Španija, in sicer se je BDP skrčil za 0,1 %, sicer pa ji analitiki za leto 2011 napovedujejo rast v višini 0,8 % in za 2012 rast v višini 1,5 %. Najbolje od držav PIIGS se je vnovič odrezala Italija, saj je v letu 2010 zabeležila 1,3 % rast, prav tako pa so ji analitiki napovedali rast za leti 2011 in 2012 v višini 1 in 1,3 %. Kljub temu da je bila Italija najboljša med državami PIIGS, pa krepko zaostaja za rastjo povprečja EU-27 in še bolj za rastjo Nemčije. Povprečna rast BDP EU-27 je bila v letu 2010 1,8 %, napoved za naslednje leto je enaka, za leto 2012 pa napovedujejo za desetino odstotne točke višjo rast, in sicer 1,9 %. Nemška gospodarska rast je leta 2010 znašala izjemnih 3,6 %, napovedi za leti 2011 in 2012 so sicer manj ambiciozne – 2,6 in 1,9 %, vendar so še vedno krepko nad napovedmi za države PIIGS.

### **3.2 Časovni potek dolžniške krize v evroobmočju in sprejeti ukrepi za njeno reševanje**

#### **Volitve v Grčiji**

Zaradi finančne krize premier Grčije Kostas Karamalis razpiše predčasne volitve v upanju, da bo dobil absolutno večino v parlamentu, ki mu zagotavlja izpeljavo potrebnih strukturnih



reform, ki bi Grčijo popeljale iz krize. Vendar je njegova konservativna stranka (ND) 6. oktobra 2009 na volitvah močno poražena. V parlamentu s 300 sedeži jih osvoji le 92. Velika zmagovalka volitev je bila stranka socialistov (PASOK). Ta osvoji absolutno večino s 160 sedeži. Zdaj so grški poslovneži računali, da bo PASOK uveljavil pro-poslovno in anti-socialno politiko, ki je Karamanlisova vlada ni mogla učinkovito izpeljati. V predvolilni kampanji je Papandreou obljubil 3 mrd. evrov vreden stimulacijski paket, združen z obljubo o zvišanju plač in pokojnin v višini inflacije, ter višje davke za bogate. Obljubil je tudi revizijo o privatizaciji letalskega prevoznika Olympic Airlines in napovedal prodajo državnega deleža v družbi OTE Telekom, prav tako je obljubil, da bo naredil konec politični korupciji.

Vendar te predvolilne obljube niso bile realne, saj se je morala Grčija zadolževati, da je sploh bila sposobna servisirati javni dolg. Od EU in MDS so že začela prihajati opozorila, z njimi pa tudi navodila, kako naj čim prej sprejmejo strukturne ukrepe za povečanje konkurenčnosti ter uravnotežijo javne finance (Steinberg, 2009, 6. oktober)

### **Ponarejanje podatkov**

15. februarja 2010 javnost izve, da je Grčija v letu 2002 zaprosila banko Goldman Sachs, da bi prikrila prevelik proračunski primanjkljaj in javni dolg. V Goldman Sachsu so jim ustvarili zamenjalno pogodbo, v kateri je bil menjalni tečaj valut izmišljen. Grčija je tako za preko deset milijard dolarjev vredne zamenjalne pogodbe dobila milijardo dolarjev posojila. Ta milijarda posojila, zamaskirana v zamenjalno pogodbo, seveda ni bila prikazana kot javni dolg. Bila je izvenbilančna obveznost. Ko pa se bo menjalna pogodba iztekla, bo Grčija tudi uradno dolžna milijardo dolarjev več. Eurostat je šele pred kratkim izvedel za to zamenjalno pogodbo Grčije, so 15. februarja sporočili iz Eurostata. EU-regulatorji so takoj 15. februarja 2010 pozvali Grčijo naj razkrije podrobnosti o zamenjalni pogodbi z Goldman Sachsom, potem ko je grško finančno ministrstvo razkrilo pogodbe z bankami, ki so mogoče bile uporabljene za prikrivanje javnega dolga. Tiskovni predstavnik nemške kanclerke izjavi, da je banka Goldman Sachs zlomila duha Maastrichtske pogodbe, čeprav ni gotovo, da je banka s tem kršila kakšen zakon.

Izkazalo se je, da ni treba veliko raziskovati, da bi opazili grško ponarejanje oz. samo skrivanje pravih razsežnosti njihovega zadolževanja. Vse je razvidno iz naznanila iz oktobra 2009, ko je vodenje vlade prevzel George Papandreou in naznanil, da bo proračunski primanjkljaj leta 2009 znašal 12,7 % namesto prej naznanjenih 5 % BDP, po zadnjih podatkih Eurostata pa je primanjkljaj leta 2009 dosegel 15,4 % BDP (Martinuzzi et al, 2010, 15. februar).

### **Prvi paket pomoči Grčiji**

Grčija je 2. maja 2010 dosegla dogovor z Mednarodnim denarnim skladom, Evropsko unijo in Evropsko centralno bank (ECB) o usmerjenem programu za stabilizacijo gospodarstva za večjo konkurenčnost in z namenom povrnitve zaupanja v trg s pomočjo finančnega paketa, vrednega 110 mrd. evrov. V Atenah je grški premier George Papandreou naznanil dogovor o finančni pomoči, ki naj bi utrdil grške finance z odločnimi varčevalnimi ukrepi, s čimer so

hoteli preprečiti, da bi se kriza prelevila v krizo zaupanja, ki bi spodkopavala grško gospodarstvo, hoteli pa so preprečili tudi širitev krize na druge članice evroobmočja.

Prispevek pomoči je bil razdeljen tako, da države z evrom prispevajo približno dve tretjini celotne finančne pomoči in 186-članski MDS eno tretjino. Podpora MDS je bila zagotovljena v okviru triletnega posojila, vrednega 30 mrd. evrov. Ostala sredstva so prispevale evrske države, skupno 80 mrd. evrov z dvostranskimi posojili kot podporo grškim prizadevanjem, da uredi javne finance. Izvajanje programa se je spremljalo s pomočjo MDS, ki je izvajal trimesečne revizije. Grčija se je soočala in se še kar sooča z dvojnimi problemom. Tu je hud fiskalni problem s previsokim primanjkljajem in javnim dolgom in tu je tudi problem konkurenčnosti. Pri fiskalni konsolidaciji morajo najprej zmanjšati odhodke za plače javnih uslužbencev in druge socialne bonuse, saj ti zavzemajo kar 75 % javnofinančnih odhodkov. Pri konkurenčnosti je najpomembnejši izziv znižati stroške dela in inflacijo. Fiskalna konsolidacija je bila zaveza Grčije, da bo v obdobju treh let proračunski primanjkljaj zmanjšala s 13,6 % BDP (2009) pod raven 3 % BDP do leta 2014. Pri javni porabi so se Grki zavezali, da bodo prihranili 5,25 % BDP do leta 2013. Pokojnine in plače se bodo zmanjšale in zamrznile za obdobje treh let, božičnice, velikonočne dodatke in regrese bodo odpravili, izjema so najnižje plačane službe. Ukrepi za zvišanje javnofinančnih prihodkov naj bi zagotovili dodatne prihodke v višini 4 % BDP do leta 2013 iz DDV in davkov na luksuzne predmete ter zvišanja trošarin na tobak in alkohol.

V programu so tudi reforme za boj proti korupciji ter izkoreninjenje nepreglednih praks pri javnih naročilih skupaj z ukrepi za preganjanje davčnih utaj. Izvesti se mora celovita pokojninska reforma s skrajšanjem določb za predčasno upokožitev. Načrt predvideva tudi znatno zmanjšanje vojaških izdatkov v obdobju (IMF Survey online, 2010, 2. maj).

### **Pomoč Irski**

Izvršilni odbor MDS je 16. decembra 2010 odobril triletno posojilo v višini 22,5 mrd. evrov. Posojilo je del mednarodnega reševalnega paketa v vrednosti 85 mrd. evrov, ki ga financira EU in Irska iz lastnih denarnih rezerv. Ključni del programa je stalna podpora za zagotavljanje likvidnosti irskih bank s pomočjo Evropske centralne banke. Glavni cilj paketa pomoči EU in MDS je povrnitev zaupanja in finančna stabilnost Irske. Paket vključuje načrte za temeljito prestrukturiranje bančnega sistema Irske in dosego vzdržnih javnih financ. Vključuje tudi reforme za ponovno oživitev gospodarske rasti Irske. Predhodni dogovor za izvedbo tega paketa pomoči EU in MDS je bil napovedan 28. novembra.

EU/MDS paket pomoči za banke ima tri ključne cilje: identificirati tiste banke, ki so ostale uspešne, in jih vrniti na vzdržno velikost z racionalizacijo in reorganizacijo; dokapitalizirati banke in jih spodbuditi, da se zanesejo na prilive iz depozitov in na trgu pridobljenih sredstev; okrepiti nadzor bank in uvesti celovit okvir reševanja bank. V paketu pomoči EU/MDS so zagotovili sredstva za dokapitalizacijo bank. V okviru programa bo vlada prejela približno 35 mrd. evrov za podporo bančnemu sistemu.

Irska vlada je med prvimi v Evropi, ki je v luči globalne gospodarske krize konsolidirala javne finance. Toda zaradi težav v bančnem sistemu in šibke rasti, je potrebno še bolj zategniti pas.

Irski nacionalni načrt za konsolidacijo javnih financ predvideva prihranke v vrednosti 15 mrd. evrov oz. 9 % BDP v obdobju 2011–2014. Že v letu 2011 imajo načrt prihraniti 6 mrd evrov.

Dve tretjini prihrankov bo doseženih z zmanjšanjem javne porabe. Zmanjšali bodo javni sektor in pravice iz splošne socialne podpore. Ukrepi bodo izpeljani tako, da bodo socialno pravični in s ciljem zaščititi najranljivejše skupine v družbi. Za dvig davčnih prihodkov bodo razširili davčno osnovo in povečali davčne stopnje. Do sedaj kar 45 % irskih gospodinjstev ni bilo treba plačevali dohodnine. Z reformo pa se bo število davčnih zavezancev povečalo in tudi davek od dohodka bo bolj progresiven. S podporo mednarodne skupnosti bi Irska lahko povrnila zaupanje v svoje gospodarstvo, kar bi ji omogočilo vrnitev h gospodarski rasti v letu 2011 (IMF Survey online, 2010, 16. december).

### **Pomoč Portugalski**

MDS in finančni ministri evroobmočja so se 5. maja 2011 dogovorili za paket finančne pomoči Portugalski. Finančni paket v višini 78 mrd. evrov je oblikovan tako, da Portugalski omogoča nekaj manevrskega prostora, saj se ji nekaj časa ne bo treba zadolževati na trgu, za dokončno odobritev paketa pomoči pa je Portugalska morala sprejeti reforme, ki bodo prinesle dvig konkurenčnosti, konsolidirale javne finance in stabilizirale bančni sektor. Od 78 mrd. evrov je Evropska unija obljubila 52 mrd. evrov, MDS pa je obljubil triletno posojilo v višini 26 mrd. evrov.

Prva prednostna naloga je sprejeti strukturne reforme, ki bodo prinesle večjo produktivnost in konkurenčnost. To bodo dosegli, če bodo zmanjšali vpliv javnega sektorja v gospodarstvu. Med konkretnimi ukrepi so zmanjšati subvencije v elektroenergetskem sektorju ter omogočiti lažji vstop na telekomunikacijski trg. Poleg tega je v programu velik poudarek na boljšem delovanju trga dela, tako da se bodo delavci lahko veliko lažje prezaposlili v panogo, ki dosega višje rasti produktivnosti. Druga prednostna naloga programa je konsolidacija javnih financ. S skrbno uravnoteženo kombinacijo ukrepov, s katerimi bodo pridobili 10 % BDP, vključno s proračunom za leto 2011, bodo zmanjšali proračunski primanjkljaj na 3 % BDP do leta 2013 in stabilizirali javni dolg.

Na strani proračunskih odhodkov ukrepi vključujejo zmanjšanje javnih subvencij in transferjev in boljše določijo prednostno porabljanje kapitala. Na strani proračunskih prihodkov strategija predvideva večje prihodke iz naslova posrednih davkov in davkov na premoženje. Predvideva se tudi razširitev davčne osnove pri dohodnini. Tretja prednostna naloga programa je zagotoviti stabilnost finančnega sektorja. Ukrepi vključujejo povečanje kapitala bank, krepitev regulacije in nadzora ter uvedbo novega mehanizma podpore solventnosti, ki je v celoti financiran v okviru programa, ki se lahko uporablja, ko je potrebno.

Poleg tega v vladi cenijo visoko socialno varnost, zato bodo pri znižanju plač v javnem sektorju in znižanju pokojnin izvzeti tisti, ki prejemajo najnižje dohodke (IMF, 2011, 5. maj).

### **Drugi paket pomoči Grčiji**

Finančni ministri evroobmočja so se 21. julija 2011 dogovorili za drugi paket pomoči Grčiji. Novi paket pomoči vključuje obdobje 2011–2014. V tem obdobju Grčiji ne bo treba iskati novih virov financiranja na kapitalskem trgu. Pomoč obsega 109 mrd. evrov. Ta sredstva bo Grčija lahko dobila od sklada EFSF, ki bo na podlagi garancij držav z evrom sredstva dobil na trgu, v teh 109 mrd. evrov pa je vključena tudi pomoč Mednarodnega denarnega sklada. Za nova posojila bo Grčija plačevala nižjo obrestno mero kot pri prejšnjem paketu pomoči, in sicer približno 3,5 odstotne točke. Poleg tega se zapadlost posojil s sedem in pol let podaljša na 15 do 30 let. Pri tej pomoči pa bodo sodelovali tudi zasebni vlagatelji. Njihova pomoč je ocenjena na 37 mrd. evrov do leta 2014 iz naslova zamenjave obveznic za obveznice daljših ročnosti ter 12,8 mrd. evrov odpisov iz naslova odkupa obveznic Grčije na sekundarnem trgu, saj bo sklad EFSF posodil Grčiji sredstva, da bo odkupila obveznice po vrednostih, pri katerih kotirajo na sekundarnem trgu. Tako je prispevek bank v prihodnjih treh letih ocenjen na okoli 50 mrd. evrov. Izmenjava obveznic bo potekala do leta 2020. Tako se tu prispevek bank poveča za dodatnih 56 mrd. evrov. Skupni prispevek zasebnih vlagateljev bi tako do leta 2020 dosegel 106 mrd. evrov.

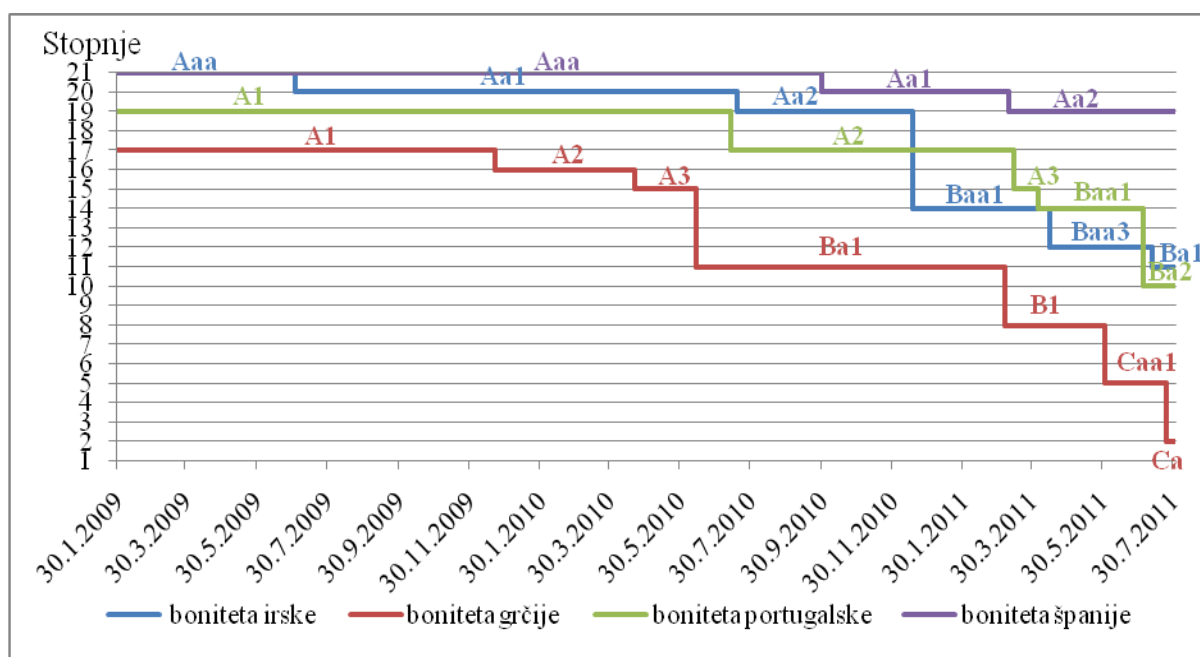
Evropski voditelji so prav tako napovedali, da bodo posojilne pogoje, ki so bili dogovorjeni za Grčijo, razširili tudi na Irsko in Portugalsko. Po novem bodo lahko države, še preden postanejo insolventne, zaprosile sklad EFSF za posojilo. To velja tudi za države, ki še niso dobile pomoči. Posojila bodo lahko najele za dokapitalizacijo bank ali refinanciranje dolgov. Sklad EFSF ima dovoljenje, da kupuje obveznice držav na sekundarnem trgu, predvsem držav z evrom, ki bi lahko postale insolventne, s čimer sklad državam znižuje dolg (Mussler, 2011 23. julij; IMF Survey, 2011, 22. julij).

## **4 ANALIZA SUVERENEGA TVEGANJA V EVROOBMOČJU V ČASU GOSPODARSKE IN FINANČNE KRIZE**

### **4.1 Analiza na osnovi ocen rating agencij**

V tem poglavju analiziram bonitete držav PIGS s strani rating agencije Moody's, saj menim, da že analiza bonitet, danih s strani ene rating agencije, zadošča, da spoznamo razloge, zakaj se je suvereno tveganje v državah PIGS tako poslabšalo. Za rating agencijo Moody's sem se odločil popolnoma naključno.

Slika 1: Bonitetne ocene, ki jih je dala rating agencija Moody's



Vir: Moody's Investor Service, 2011.

**Grška boniteta** se začne slabšati 25. 2. 2009, ko pri Moody's znižajo izgled z A1 pozitivno na A1 stabilno. Razlog je svetovna finančna in gospodarska kriza, ki zajame tudi Grčijo, pri agenciji pa prav tako predvidevajo, da se bo grški javni dolg v naslednjih letih zaradi tega dvignil preko 100 % BDP (Moody's Investor Service, 2009, 25. februar). Grčijo prvo znižanje bonitetne ocene doleti 22. 12. 2009 z A1 na A2 z negativnim izgledom. Razlog znižanja je majhna verjetnost kratkoročnih težav z refinanciranjem. Težave naj bi nastopile, če ECB spremeni pravila in preneha kupovati dolžniške vrednostne papirje držav članic (Moody's Investor Service, 2009, 22. december). Naslednje znižanje ocene sledi 22. 4. 2010 z A2 na A3. Ta odločitev temelji na oceni agencije, da obstaja velika nevarnost, da se bi dolg stabiliziral na višji ravni, kot je bilo to do zdaj ocenjeno, in da bi bilo servisiranje dolga prav tako dražje, kot je bilo prvotno ocenjeno (Moody's Investor Service, 2010, 22. april). Sledi znižanje ocene kar za štiri stopnje dne 14. 6. 2010 z A3 na Ba1 s stabilnim izgledom. Do znižanja ocene je prišlo zaradi tveganja, ki je povezano z načrtom pomoči držav evrskega območja in Mednarodnega denarnega sklada (MDS), saj še naprej obstaja negotovost glede trajanja in uresničitve varčevalnih ukrepov (Moody's Investor Service, 2010, 14. junij).

7. 3. 2011 pri rating agenciji Moody's ponovno znižajo oceno za tri stopnje z Ba1 na B1 z negativnim izgledom. Do znižanja je prišlo zaradi treh razlogov. Prvi razlog so fiskalni ukrepi in strukturne reforme, ki so potrebni za stabilizacijo javnega dolga. Drugi razlog je ta, da se država še naprej sooča z velikimi težavami pri zbiranju javnofinančnih prihodkov. Tretji razlog pa je tveganje glede dodatnih pogojev, ki bi bili povezani s financiranjem od EU in MDS po letu 2013, ko mehanizem za zagotavljanje finančne stabilnosti EFSF ni več uporaben

(Moody's Investor Service, 2011, 7 marec). Ocena bonitete se ponovno zniža 1. 6. 2011, ponovno za tri stopnje z B1 na Caa1 z negativnim izgledom. Analitiki Moody's so sporočili, da nižja ocena odraža povečano tveganje, da Grčija ne bo uspela stabilizirati svojega dolga brez novega prestrukturiranja, pri čemer bodo morali trpeti tudi zasebni upniki. Pri agenciji prav tako menijo, da Grčiji ne bo uspelo doseči proračunskih ciljev za leto 2011. Prav tako so izrazili mnenje, da obstaja 50 % možnosti, da Grčija ne bo sposobna odplačati svojih dolgov (Moody's Investor Service, 2011, 1. junij). Zadnje znižanje bonitete je bilo 25. 7. 2011 iz Caa1 na Ca. Ta ocena pomeni, da je agencija skoraj 100 % prepričana, da bo Grčija doživela bankrot. Rating agencija največji problem vidi v sodelovanju zasebnih investitorjev pri drugem reševalnem paketu, ker agencija vsako izgubo zasebnih investitorjev v državne obveznice označi za bankrot. Ocenjeno je, da zasebni vlagatelji pri drugem reševalnem paketu odpišejo okoli 20 % vrednosti svojih obveznic, in to agencija poimenuje začasni bankrot države. Moody's sicer v celoti ni nenaklonjen 109 mrd. evrov pomoči, saj naj bi srednjeročno pomenil višjo verjetnost za stabilizacijo in zmanjšanje grškega dolga. Drugo pozitivno plat vidi v zmanjšanju nevarnosti širitve dolžniške krize na druge države v evroobmočju, v kratkoročni krepitvi zaupanja mednarodnih finančnih trgov in ugodnih pogojev sposojanja finančnih sredstev prek mehanizma za zagotavljanje finančne stabilnosti (EFSF) (Moody's Investor Service, 2011, 25. julij).

**Boniteta Irske** se začne poslabševati 30. 1. 2009, ko rating agencija Moody's zniža izgled bonitete z Aaa stabilno na Aaa negativno. Analitiki so spremenili napoved izgleda zaradi globalne finančne krize, ki naj bi pustila vpliv tudi na irskih financah. Analitiki pa tudi pričakujejo dodatne odpise in reševanje irskih bank, Anglo Irish Bank je že bila nacionalizirana (Moody's Investor Service, 2009, 30. januar). Naslednje znižanje bonitete s strani Moody's sledi 2. 7. 2009 z Aaa na Aa1 z negativnim izgledom. Pri agenciji Moody's menijo, da obstajajo razlogi le za zmerno znižanje ratinga v tej fazi, ker je bil storjen odločen odziv politike pri uvajanju ukrepov. Manjše znižanje pa je tudi posledica zelo dobrega stanja javnih financ pred krizo (Moody's Investor Service, 2009, 2. julij). Moody's 19. 7. 2010 po letu dni znova zniža oceno z Aa1 na Aa2 s stabilnim izgledom. Glavni razlogi znižanja so postopna, a velika izguba finančne moči Irske, ki se odraža v povečanju javnega dolga in zmanjšanju sposobnosti pridobivanja finančnih sredstev na trgih, šibki obeti za gospodarsko rast Irske, predvsem zaradi zmanjšane rasti v bančnem sektorju in v nepremičninskem sektorju. Razlog so tudi visoki stroški ukrepov za stabilizacijo in obnovo bančnega sektorja, ki ga je kriza močno prizadela (Moody's Investor Service 2010, 19. julij). Do večstopenjskega znižanja bonitete je prišlo 17. 12. 2010, ko Moody's oceno zniža kar za pet stopenj z Aa2 na Baa1 z negativnim izgledom. Razlogi za tako drastično znižanje so kristaliziranje bančnih obveznosti, povečana negotovost glede gospodarskih obetov v državi in upad finančne moči Irske (Moody's Investor Service 2010, 17. december). Bonitetna ocena se ponovno zniža 15. 4. 2011. Ocena se je znižala za dve stopnji z Baa1 na Baa3 z negativnim izgledom. Razlogi za znižanje so irske finance, ki so v vse slabšem stanju, irska centralna banka zniža napoved rasti bruto domačega proizvoda v letošnjem letu, irske banke pa bodo v prihodnjih mesecih potrebovale dodatna finančna sredstva, s katerimi bi jim zagotovili stabilno poslovanje

(Moody's Investor Service, 2011, 15. april). Zadnje znižanje bonitete se zgodi 12. 7. 2011, ko Moody's boniteto z Baa3 zniža na Ba1. Ključni razlog za znižanje je, da obstaja velika verjetnost, da bo po prvi pomoči od EU in MDS, ki se izteče leta 2013, potrebna še druga pomoč in da bodo pri tej pomoči morali sodelovati tudi zasebni investitorji (Moody's Investor Service, 2011, 12. julij).

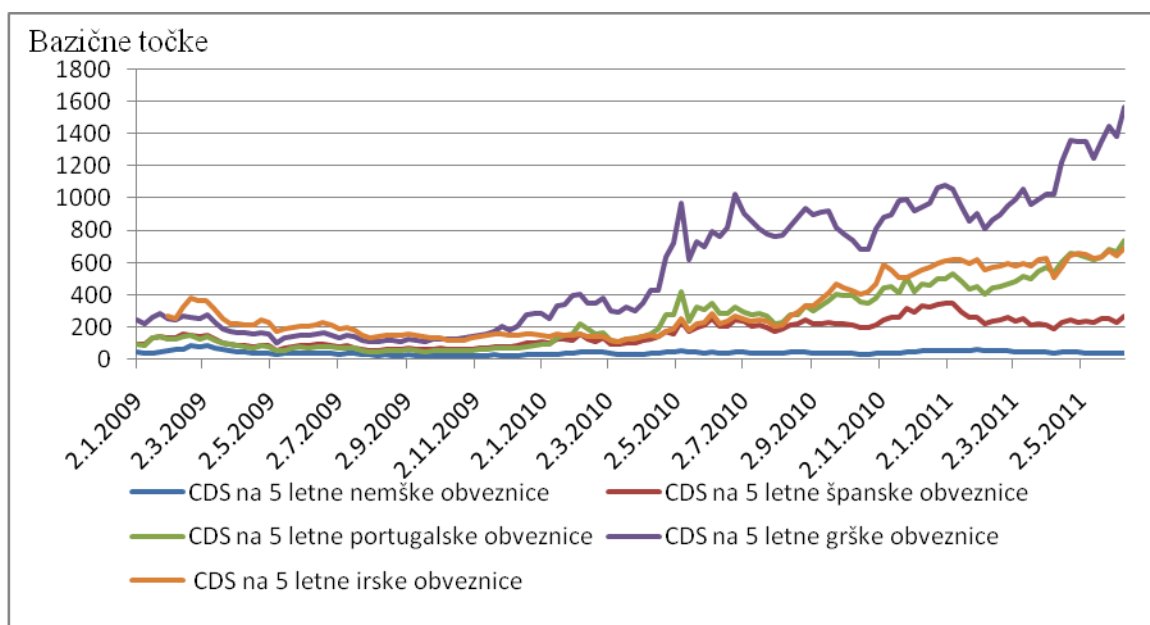
**Portugalska bonitetna** ocena se začne zmanjševati 29. 10. 2009, ko se izgledi z Aa2 stabilno znižajo na Aa2 negativno. Ocena odraža tako strukturne gospodarske izzive, s katerimi se sooča država zaradi globalne krize, kot tudi očitno pomanjkanje motivacije za oblikovanje politik za njihovo reševanje (Moody's Investor Service, 2009, 29. oktober). Naslednje znižanje se zgodi 13. 7. 2010, ko se ocena zniža za dve stopnji z Aa2 na A1 s stabilnimi izgledi. Razlogi za znižanje so šibki obeti za rast portugalskega gospodarstva in vse slabši javnofinančni položaj Portugalske. Moody's pričakuje, da se bo trend naraščanja portugalskega dolga nadaljeval še najmanj dve ali tri leta, zato se bi javni dolg lahko približal 90 % BDP (Moody's Investor Service, 2010, 13. julij). Ocena portugalske se zniža 15. 3. 2011 z A1 na A3 z negativnimi izgledi. Razlogi so šibka rast BDP in šibka produktivnost na srednji rok, strukturne reforme, zlasti na trgu dela, še ne dajejo rezultatov, nedosegljivi ali malo verjetni cilji pri konsolidaciji javnih financ. Nato se nakazuje potreba, da vlada finančno podpre banke in državne družbe, ki trenutno nimajo dostopa do financiranja na kapitalskih trgih. Državo prav tako pestijo previsoki stroški financiranja, ki bi se lahko znižali, če bi Portugalska dobila pomoč iz evrskega reševalnega sklada (Moody's Investor Service, 2011, 15. marec). Moody's manj kot v mesecu dni znova zniža oceno z A3 na Baa1. Vzroki za znižanje so v negotovosti, ki se je pojavila po odstopu vlade in po zavrnitvi dodatnih varčevalnih ukrepov v parlamentu. Pojavi se tudi negotovost glede hitrosti in odločnosti oblikovanja politik za reševanje portugalskih dolgov, zato je malo verjetno, da bo Portugalska lahko na trgu najemala dolgoročne kredite, prav tako tudi portugalske banke, po sprejemljivi obrestni meri, dokler se vlada ne bo sposobna zavezati in sprejeti ukrepe za odpravljanje javnofinančnih težav (Moody's Investor Service, 2011, 5. april). Zadnje znižanje Portugalsko doleti 5. 7. 2011. Moody's ji je oceno znižal za štiri stopnje z Baa1 na Ba2 z negativnimi izgledi. Znižanje je posledica vse večjega tveganja, da bo Portugalska potrebovala še drugi reševalni paket, preden se bo lahko vrnila na trg zasebnega kapitala. Vse večja je tudi možnost, da bodo zasebni upniki sodelovali pri reševanju. Povečuje se tudi skrb, da Portugalski ne bo uspelo doseči primanjkljaja in dolga, določenega v posojilni pogodbi z EU in MDS (Moody's Investor Service, 2011, 5. julij).

**Boniteta Španije** se poslabša 30. 9. 2010 za eno stopnjo z Aaa na Aa1 s stabilnim izgledom. Razlog za slabšo oceno je pričakovano daljše obdobje šibke gospodarske rasti, ki bo otežila delo pri konsolidaciji javnih financ, ki jih je svetovna finančna in gospodarska kriza močno prizadela. Moody's kot vzrok šibke rasti navaja zahtevno prestrukturiranje španskega gospodarstva, da ne bi bilo preveč odvisno od gradbeništva in nepremičninskega trga, ampak bi večji poudarek dobila proizvodnja in inovacije. Velik izziv bo zmanjšati togost španskega

trga dela, zaradi česar se država sooča z najvišjo brezposelnostjo v območju evra, ki je še posebej akutna med mladimi. Moody's sicer pozdravlja reforme trga dela, ki jih je Španija sprejela v zadnjih mesecih, a ti po njihovi oceni ne bodo dovolj. Med težavami se omenja še visoka zunanja zadolženost, ki je posledica stalnega kopičenja zunanjetrgovinskih primanjkljajev in velikega poudarka na potrošnji. Drugi bistveni razlog za znižanje bonitetne ocene pa je poslabšanje španskih javnih financ v času krize, ki jih bo država po oceni Moody's v kontekstu počasne rasti konsolidirala z veliko težavo. (Moody's Investor Service, 2010, 30. september). Sledi znižanje bonitete 10. 3. 2011 z Aa1 na Aa2 z negativnim izgledom. Razlogi za znižanje so pričakovanja, da bodo stroški prestrukturiranja bank presegli ocene vlade in da bodo ti stroški dodatno povečali javni dolg. Rating agencijo še naprej skrbi glede sposobnosti vlade, da bi dosegla trajnostno vzdržne in strukturno naravnane javne finance (Moody's Investor Service, 2011, 10. marec).

## 4.2 Analiza na osnovi premij za tveganje CDS

Slika 2: Analiza na osnovi premij za tveganje CDS



Vir: Gorenjska borznoposredniška družba (GBD), 2011.

Opazovalno obdobje CDS se razteza od januarja 2009 do junija 2011, tako da je zajeto obdobje finančne krize, ki se začne umirjati sredi leta 2009, ter leto 2010 in prvo polletje 2011, ki predstavlja obdobje dolžniške krize. Na osi Y so merske enote letnih premij CDS, ki jih merimo v bazičnih točkah (100 bazičnih točk = 1 odstotna točka), na osi X imamo čas opazovanega obdobja.



### **CDS na 5-letne irske obveznice**

Na začetku opazovanega obdobja 30. 1. 2009 je bilo treba plačati premijo v višini 267,83 bazične točke za CDS na 5-letno irsko obveznico. To pomeni, da letna premija, ki jo moraš plačati, da se zavaruješ pred neizplačilom te obveznice, znaša 2,68 % od vrednosti te obveznice. Od začetka opazovanega obdobja je premija strmo naraščala in 20. 2. 2009 dosegla vrednost 381,01 bazične točke. Kot vidimo, je premija to vrednost dosegla še pred zaostrovanjem grške dolžniške krize. Vzrok je globalna finančna kriza, ki je Irsko prizadela močneje kot ostale evropske države. Premije so naslednji vrh dosegle 24. 9. 2010 pri 466,5 bazične točke. Da so se premije držale tako visoko, je poskrbela novica, da bo Irška svojim bankam namenila 50 mrd. evrov pomoči. Zaradi te pomoči bo irski proračunski primanjkljaj dosegel 32 % BDP, javni dolg pa 100 % BDP. Ta novica je premije zviševala vse do vrednosti 585,5 bazične točke 5. 11. 2010. Irška 21. 11. 2010 zaprosi EU in MDS za pomoč. Novica malo pomiri trg in premije za kratek čas pripelje v območje 500 bazičnih točk, vendar se premije kmalu spet dvignejo nad 600 bazičnih točk. Eden od vzrokov je, da so stres testi bank pokazali, da bo morala Irška v banke vložiti še dodatnih 27,5 milijarde evrov. Premije maksimum dosežejo ravno na zadnji dan opazovanega obdobja 9. 6. 2011, ko so znašale 690,8 bazičnih točk. To pomeni, da letna premija, ki jo moraš plačati, da se zavaruješ pred neizplačilom te obveznice, znaša 6,91 % od vrednosti te obveznice, povedano drugače, cena zavarovanja terjatve v višini 10 milijonov evrov v obdobju petih let nas vsak kvartal stane 173 tisoč evrov, v 5 letih to znese 34,55 % vrednosti obveznice ali 3,455 milijona evrov, če prej ne pride do kreditnega dogodka, to je situacija, v kateri se sproži izplačilo CDS.

### **CDS na 5-letne španske obveznice**

Premije CDS na 5-letne španske obveznice so se v opazovanem obdobju od začetne vrednosti 101,11 bazične točke gibale v intervalu od 50 pa do 150 bazičnih točk. Opazen skok so uprizorile ob razmahu grške dolžniške krize, premije so porasle in prvi vrh dosegle 7. 5. 2010 pri vrednosti 238,7 bazične točke. Ta vrh je zdržal manj kot mesec, ko se je vrednost premij povzpela do 256,9 bazične točke. Premije so na tem nivoju okoli 250 bazičnih točk vztrajale do 25. 6. 2010, nato je grška dolžniška kriza popustila in so se premije znižale, vendar so se ponovno zvišale ob izbruhu Irske dolžniške krize in dosegle maksimum 7. 1. 2011 pri 352,4 bazične točke. Nato se je irska kriza umirila in vrednost premij opazovano obdobje zaključi pri 273 bazičnih točkah. To pomeni, da letna premija, ki jo moraš plačati, da se zavaruješ pred neizplačilom te obveznice, znaša 2,73 % od vrednosti te obveznice, povedano drugače, cena zavarovanja terjatve v višini 10 milijonov evrov v obdobju petih let nas vsak kvartal stane 68 tisoč evrov. V 5 letih to znese 13,65 % vrednosti obveznice ali 1,365 milijona evrov, če prej ne pride do kreditnega dogodka.

### **CDS na 5-letne portugalske obveznice**

Na začetku obdobja so se premije CDS na 5-letne portugalske obveznice gibale podobno kot pri španskih CDS v intervalu od 50 do 150 bazičnih točk. Z razliko, da so premije sredi februarja vidneje poskočile kot pa pri španskih CDS, vrh je bil dosežen 5. 2. 2010 pri 223,96

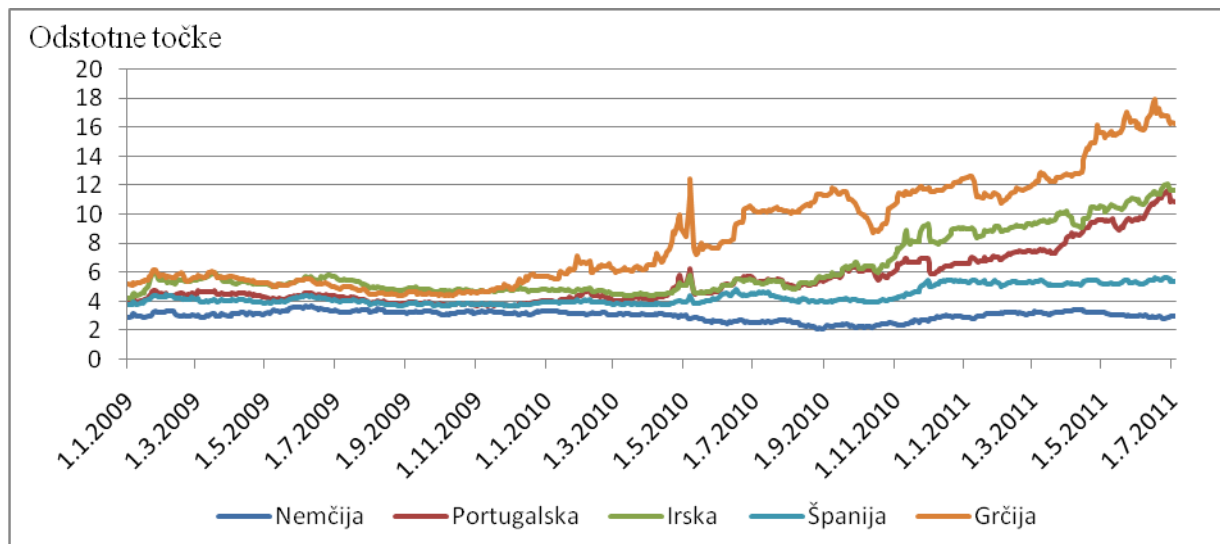
bazičnih točkah. Premije so se veliko bolj zviševale v obdobju grške dolžniške krize kot pri španskih CDS, razlika je tudi v tem, da so premije pri španskih CDS oblikovale tri vrhove v grški dolžniški krizi, pri portugalski pa je izrazit samo en, in sicer 7. 5. 2010, ko so premije znašale 421,62 bazične točke. Po kratkem zatišju nastopi irska dolžniška kriza in premije presežejo vrh iz grške dolžniške krize in dosežejo 533,28 bazične točke dne 7. 1. 2011. Ko portugalski parlament 24. 3. 2011 zavrne sprejetje varčevalnih ukrepov in premier Jose Socrates odstopi, nastopi portugalska dolžniška kriza. Premije na ta dan znašajo 546,6 bazične točke in tako presežejo vrh iz irske dolžniške krize. Dne 7. 4. 2011 Portugalska zaprosi za pomoč EU in MDS in sredi maja pomoč tudi dobi, vendar to nima nobenega vpliva na premije, saj te konstantno rastejo do konca opazovanega obdobja in 10. 6. 2011 dosežejo najvišjo vrednost pri 738,78 bazične točke. To pomeni, da letna premija, ki jo moraš plačati, da se zavaruješ pred neizplačilom te obveznice, znaša 7,39 % od vrednosti te obveznice, povedano drugače, cena zavarovanja terjatve v višini 10 milijonov evrov v obdobju petih let nas vsak kvartal stane 185 tisoč evrov. V 5 letih to znaša 37 % vrednosti obveznice ali 3,7 milijona evrov, če prej ne pride do kreditnega dogodka.

### **CDS na 5-letne grške obveznice**

V začetku opazovanega obdobja so bile premije grških CDS na 5-letne grške obveznice pod vplivom finančne krize in so se tako držale na nivoju 250 bazičnih točk, nato pa so se začele spuščati, saj je finančna kriza popustila. Najnižjo vrednost dosežejo 31. 7. 2009 pri 106,1 bazične točke. Da so premije začele strmo naraščati, je posledica neodločnosti drugih članic evroobmočja, predvsem Nemčije pri odobritvi pomoči Grčiji. Premije so dosegle vrh 7. 5. 2010 pri 964,69 bazične točke in se še isti dan začele spuščati, ko je bilo objavljeno, da bo Grčija prejela 110 milijard evrov posojil. Zaradi skrbi, da Grčiji tega posojila ne bo uspelo poplačati, so premije kmalu presegle mejo 1000 bazičnih točk 25. 6. 2010, ko so znašale 1018,7 bazične točke. Po novicah o uspešnem nižanju proračunskega primanjkljaja so se premije držale pod 1000 bazičnimi točkami. Zaradi Irske pa so premije dosegle nov vrh 31. 12. 2010 pri vrednosti 1074,08 bazične točke. Premije ob pojavu portugalske dolžniške krize 22. 4. 2011 dosežejo nov vrh pri 1358 bazičnih točkah. Portugalska nato sredi maja prejme pomoč in premije se znižajo, vendar ne za dolgo, saj v oči vlagateljev ponovno pridejo Grčija in njene dolžniške težave. Premije se zvišujejo vse do zadnjega opazovalnega dne, ko znašajo 1561 bazičnih točk. To pomeni, da letna premija, ki jo moraš plačati, da se zavaruješ pred neizplačilom te obveznice, znaša 15,61 % od vrednosti te obveznice, povedano drugače, cena zavarovanja terjatve v višini 10 milijonov evrov v obdobju petih let nas vsak kvartal stane 390 tisoč evrov. V 5 letih to znaša 78,05 % vrednosti obveznice ali 7,8 milijona evrov, če prej ne pride do kreditnega dogodka.

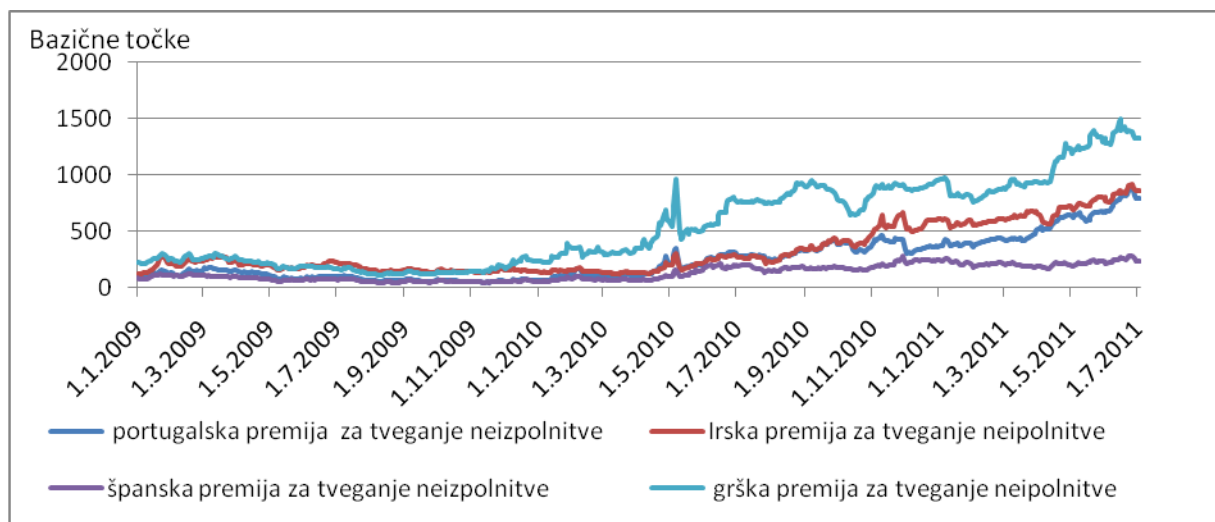
### 4.3 Analiza na osnovi donosnosti do dospelja državnih obveznic in premij za tveganje neizpolnitve

Slika 3: Analiza na osnovi donosnosti do dospelja državnih obveznic PIGS



Vir: Gorenjska borznoposredniška družba (GBD), 2011.

Slika 4: Analiza premij tveganj neizpolnitve obveznic držav PIGS v primerjavi z obveznico Nemčije



Vir: GBD, 2011.

#### Irska

Na začetku opazovanega obdobja je bila donosnost do dospelja na istem območju kot donosnost portugalskih in španskih obveznic v razmaku manj kot pol odstotne točke. Na začetku opazovanega obdobja namreč vidimo krepak porast donosnosti od 4,266 odstotne

točke na 6,025 odstotne točke dne 26. 1. 2009. Od takrat pa do 17. 11. 2009, ko se prične grška dolžniška kriza, se irska donosnost giblje z donosnostjo grških obveznic. Potem se je donosnost do dospelja začela spuščati in se 19. 4. 2010 približala donosnosti do dospelja portugalskih obveznic. Donosnost do dospelja opazen vrh doseže dne 7. 5. 2010 pri 5,86 odstotne točke. Premija za tveganje neizpolnitve (v nadaljevanju premija za tveganje), ki jo vlagatelji zahtevajo zaradi višjega tveganja neizpolnitve v primerjavi z 10-letno nemško obveznico, znaša 306 bazičnih točk oz. 3,06 odstotne točke pribitka na donosnost do dospelja nemških 10-letnih obveznic. Tudi po tem vrhu se donosnost irskih obveznic giblje skupaj z donosnostjo portugalskih obveznic, donosnosti se ločita 18. 10. 2010, saj je bilo vse bolj očitno, da bo morala irska zaradi velikih izgub irskih bank zaprositi za pomoč. Dne 28. 11. 2010 je jasno, da bo Irska prejela 85 mrd. evrov pomoči. Donosnost do dospelja na irske 10-letne obveznice 31. 11. 2010 doseže 9,4 odstotne točke, premija za tveganje pa 668,5 bazične točke. Do konca opazovanega obdobja se premije za tveganje in donosnost do dospelja samo še zvišujejo. Tik pred koncem opazovanega obdobja 27. 6. 2011 donosnost do dospelja doseže 12,1 odstotne točke, premija za tveganje pa 920 bazičnih točk.

### **Španija**

Donosnost do dospelja pri španskih 10-letnih obveznicah, se je gibala na nivoju okoli 4 odstotnih točk z odstopanjem do 0,5 odstotne točke vse do junija 2010. Od 6. 5. 2009 se je donosnost gibala vzporedno z odstopanjem do 0,3 odstotne točke z donosnostjo portugalskih 10-letnih obveznic vse do 6. aprila 2010. Ob negotovosti pri odobritvi pomoči 7. 5. 2010 je Španija utrpela najmanjšo rast donosnosti. Donosnost je višji vrh dosegla 16. 6. 2010, ko poraste vse do 4,88 odstotne točke, premije za tveganje neizpolnitve pa dosežejo 221 bazičnih točk. Nato se donosnost do dospelja ponovno vrne na območje 4 odstotnih točk. Če pri pomoči za Grčijo španska donosnost ni pretirano zrasla, pa je zaradi pomoči Irski 30. 11. 2010 zrasla vse do 5,5 odstotne točke, premije za tveganje neizpolnitve pa so dosegle 283 bazičnih točk. Donosnosti se do konca opazovanega obdobja brez večjih nihanj držijo na tem območju.

### **Portugalska**

Pri portugalskih obveznicah opazimo, da se donosnost do dospelja do marca 2010 giblje normalno, ne opazimo nobene pretirane rasti ali padca. Vse se giblje v okviru ene odstotne točke. Nato so kupci portugalskih obveznic v luči grške dolžniške krize in slabih javnih financ zahtevali višjo donosnost do dospelja na 10-letne portugalske obveznice in dne 7. 5. 2010 se donosnost do dospelja dvigne do 6,285 odstotne točke, premije za tveganje nasproti nemških 10-letnih obveznic pa so dosegle 348,8 bazične točke. Naslednji vidnejši porast donosnosti do dospelja se zgodi 29. 11. 2010, ko znaša 7,033 odstotne točke, premija za tveganje pa poraste do 427,6 bazične točke. Ti vzponi donosnosti in premij so bili posledica dolžniških težav v drugih državah, Grčiji in Irski. Vrh dne 10. 5. 2010 je bil posledica odobritve pomoči Portugalski v višini 78 mrd. evrov, ko donosnost do dospelja zraste do 9,692 odstotne točke in premije za tveganje dosežejo 659 bazičnih točk. Donosnost do dospelja najvišjo vrednost doseže 27. 6. 2011 pri 11,681 odstotne točke, premije za tveganje pa 879 bazičnih točk.

## Grčija

Pod vplivom gospodarske in finančne krize se je zahtevana donosnost do dospelja v letu 2009 gibala v intervalu od 4,4 do 6,4 odstotne točke, premije za tveganje pa med 100 in 300 bazičnimi točkami. Donosnost do dospelja se je s slabšanjem javnih financ začela drastično poviševati, saj so vlagatelji zahtevali višje premije zaradi višjega tveganja neizpolnitve v primerjavi z nemškimi 10-letnimi obveznicami. Višek premije za tveganje dosežejo 7. 5. 2010 pri 965,2 bazične točke, donosnost do dospelja pa se ustavi pri 12,449 odstotne točke. To je bilo tik pred objavo, da bo Grčija od EU in MDS dobila pomoč v višini 110 mrd. Premije naslednji trgovalni dan upadejo na 481 bazičnih točk. Naslednji opazen skok premij čez mejo 1000 bazičnih točk uprizorijo 27. 4. 2011, ko premije za tveganje dosežejo vrednost 1289 bazičnih točk, donosnost do dospelja pa 16,184 odstotne točke. Premije za tveganje neizplačila rastejo naprej in 16. 6. 2011 dosežejo 1503 bazične točke, donosnost do dospelja pa 17,947 odstotne točke. To je bila posledica bojazni, da EU ne bo odobrila zadnjega, petega obroka v višini 12 mrd. evrov, vendar komisar za ekonomske in denarne zadeve Olli Rehn 17. 6. 2011 izjavi, da bo Grčija dobila posojilo in da EU in MDS tudi že razmišljata o novem paketu pomoči. To malo zniža donosnost do dospelja in zadnji dan opazovanega obdobja 7. 4. 2011 doseže 16,292 odstotne točke, premije za tveganje pa znašajo 1328,4 bazične točke.

### **4.4. Okvirni izračun finančnih koristi držav PIG (Portugalske, Irske in Grčije) od finančne pomoči**

Donosnost do dospelja je letni strošek, ki ga plača izdajatelj, če se v trenutku, ko velja donosnost do dospelja, financira po tržnih pogojih. Donosnost do dospelja nam da obrestno mero, po kateri bi države PIIGS refinancirale svoje dolgove. Ker me je zanimalo koliko % javnofinančnih prihodkov bi države PIIGS namenile za refinanciranje svojega dolga, če bi se morale dne 4. 7. 2011 refinancirati po tržnih pogojih. Zato sem naredil hipotetični izračun, ki vključuje tudi % javnofinančnih prihodkov, ki bi jih države PIG (Portugalska, Irska in Grčija) namenile, če bi celoten javni dolg refinancirale po obrestni meri, ki je bila dogovorjena 22. julija ob drugem paketu pomoči Grčiji in znaša 3,5 odstotne točke in je bila dana s strani MDS in drugih držav z evrom kot pomoč.

Pri izračunu sem si pomagal s podatki, ki so dostopni na Eurostatu: javnofinančni prihodki v % BDP in javni dolg v % BDP.

Primer: Grčija, podatki za 2010.

$$((\text{Javni dolg v \% BDP} * \text{obrestna mera}/100)/\text{javnofinančni prihodki v \% BDP}) * 100 =$$
  
% BDP javnofinančnih prihodkov, ki jih država nameni za servisiranje dolga

Obrestna mera, določena na trgu:  $((142,8 * 0,16292)/39,1) * 100 = 59,5 \%$

Obrestna mera pri pomoči iz EFSF  $((142,8 * 0,035)/39,1) * 100 = 12,78 \%$

Tabela 8: Stroški zadolževanja za države PIIGS

Države PIIGS	Obrestna mera, trg in pomoč 7.4.2011	Javni dolg v % BDP 2010	Javnofinančni prihodki v % BDP 2010	Servisiranje dolga v %, javnofinančni prih., trg in pomoč
Grčija	16,29 in 3,5	142,8	39,1	59,5 in 12,78
Irska	11,66 in 3,5	96,2	34,6	32,42 in 9,73
Portugalska	10,91 in 3,5	93,0	41,5	24,45 in 7,84
Španija	5,42	60,1	35,7	9,12
Italija	4,91	119,0	46,0	12,70

Vir: Eurostat, 2011.

Če bi Italija celotni dolg refinancirala po tržnih pogojih dne 7. 4. 2011, bi namenila 12,7 % svojih letnih javnofinančnih prihodkov, kar je kar 39 % več kar bi namenila Španija, če bi 7. 4. 2011 refinancirala svoj javni dolg, za kar bi porabila 9,12 % letnih javnofinančnih prihodkov. Hipotetični izračun za ostale tri države PIIGS jasno pokaže zakaj so zaprosile za pomoč, saj je zadolževanje na trgu postalo dolgoročno nevzdržno. Iz hipotetičnega izračuna ugotovimo, da bi Grčija morala nameniti kar 59,5 % letnih javnofinančnih prihodkov, če bi dne 7. 4. 2011 po tržnih pogojih refinancirala svoj dolg, če pa bi javni dolg refinancirala po obrestni meri, ki bi znašala 3,5 odstotne točke, bi namenila 12,78 % svojih javnofinančnih prihodkov. Irska bi za tržno refinanciranje dne 7. 4. 2011 namenila 32,42 % javnofinančnih prihodkov, če pa bi refinancirala celotni javni dolg po obrestni meri ki znaša 3,5 odstotne točke, bi namenila 9,73 % javnofinančnih prihodkov. Portugalska bi za tržno refinanciranje dne 7. 4. 2011 namenila 24,5 % javnofinančnih prihodkov, če bi refinancirala celotni dolg po obrestni meri, ki znaša 3,5 odstotne točke bi namenila 7,84 % javnofinančnih prihodkov.

## SKLEP

Suvereno tveganje je možnost, da država kot dolжник preneha s servisiranjem dolgov. Cilj diplomske naloge je ugotoviti vzroke suverenega tveganja v državah PIIGS in verjetnost njihovega bankrota. Najprej predstavim razloge za porast suverenega tveganja v državah PIIGS in ugotovim, da je glavni razlog za porast suverenega tveganja v Grčiji posledica politike, ki je imela željo po čim daljši vladavini in za zahvalo svoje volivce nagrajevala z bonitetami, ki jih je financirala z javnimi sredstvi. Ko so ta pošla, se je zadolžila. Tudi Italija se dolgo časa spopada s suverenim tveganjem, saj je bilo povečano zadolževanje spodbujeno z odpravo posledic ekonomskih kriz iz 70. let. Portugalski razlogi povečanja suverenega tveganja so podobni grškim, saj politika ni poskrbela za sprejetje nujno potrebnih strukturnih reform, ampak so se raje posvečali trošenju, ki je zadovoljevalo volivce. Glavni razlog povečanja suverenega tveganja v Španiji in na Irskem pa je finančna in gospodarska kriza v

kombinaciji z neracionalnimi vlaganji v nepremičninski sektor, v Španiji pa tudi problemi na trgu dela (visoka brezposelnost).

Če povzamem še ugotovitve analiz na osnovi tržnih kazalcev za države PIGS pri analizi bonitet, ki jih je dala rating agencija Moody's, ugotovim, da je vse manj prizanesljiva do držav PIGS, saj vsako poslabšanje javnih financ, vsako pomoč EU in MDS ter vsak nesprejeti ali neučinkoviti varčevalni ukrep kaznuje z znižanjem bonitete. Trenutne bonitete Moody's so Ca za Grčijo, kar je le ena stopnja višje od C, ki pomeni bankrot. Boniteta Portugalske je pri Ba2 in je eno stopnjo nižja od Ba1 bonitete, ki ju drži Irska, to sta neinvesticijski oz. špekulativni boniteti. Rating agencija boljše ocenjuje Španijo, in sicer z Aa2, kar še vedno spada med visoko kakovostno boniteto.

Strogost rating agencij se dobro vidi v premijah CDS na 5-letne obveznice držav PIGS. Pri Grčiji premije dosežejo 1561 bazičnih točk, kar pomeni, da vlagatelj za zavarovanje terjate v višini 10 milijonov evrov za obdobje petih let vsak kvartal plača premijo v višini 290 tisoč evrov. Pri Irski mora vlagatelj za zavarovanje terjatve v višini 10 milijonov evrov za obdobje petih let plačati 173 tisoč evrov vsak kvartal. Ter vlagatelj v obveznice Portugalske in Španije pa mora za zavarovanje terjate v višini 10 milijonov evrov za obdobje petih let plačati 185 tisoč evrov premije vsak kvartal, če zavaruje terjatev do Portugalske in le 68 tisoč evrov premije vsak kvartal, če zavaruje terjatev do Španije.

Visoke verjetnosti bankrota Grčije, Portugalske in Irske nakazuje druga tržna mera suverenega tveganja, donosnost do dospelja državnih obveznic. Pri Grčiji donosnost do dospelja pri 10-letnih obveznicah doseže 17,947 odstotne točke dne 16. 6. 2011. Če bi Grčija na ta dan refinancirala celoten javni dolg po tržnih pogojih, bi za obresti javnega dolga namenila 65,5 % javnofinančnih prihodkov. Če bi refinancirala celotni dolg ob pomoči EU in MDS z obrestno mero v višini 3,5 odstotne točke, bi namenila 12,78 % javnofinančnih prihodkov. Donosnost do dospelja najvišjo vrednost v opazovanem obdobju pri Irski doseže pri 12,1 odstotnih točkah dne 27. 6. 2011, kar pomeni, če bi Irska na ta dan refinancirala celotni javni dolg, bi za obresti namenila 33,6 % javnofinančnih prihodkov. Če bi se refinanciranje celotnega javnega dolga zgodilo ob pomoči EU in MDS pri obrestni meri 3,5 odstotne točke, bi namenila 9,73 % javnofinančnih prihodkov. Pri Portugalski donosnost do dospelja doseže vrh pri 11,681 odstotne točke dne 27. 6. 2011. Če bi na ta dan refinancirala celotni javni dolg, bi za plačilo obresti namenila 26,2 % javnofinančnih prihodkov. Ob pomoči EU in MDS bi za refinanciranje namenila 7,84 % javnofinančnih prihodkov. Na zadnji opazovani dan 4. 7. 2011 je donosnost do dospelja pri 10-letnih španskih obveznicah znašala 5,423 odstotne točke. Če bi Španija na ta dan refinancirala ves svoj javni dolg bi za plačilo obresti namenila 9,12 % javnofinančnih prihodkov. Če bi 4. 7. 2011, ko je zahtevana donosnost znašala 4,908 odstotne točke na italijanske obveznice, Italija refinancirala celoten javni dolg, bi za obresti namenila 12,7 % javnofinančnih prihodkov.

## LITERATURA IN VIRI

1. *Avoiding Japan's fate by repeating Italy's mistakes.* (2010, 11. september). Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://economics21.org/commentary/avoiding-japans-fate-repeating-italys-mistakes>
2. Beller, K. (2011, 8. april). *Warum die Portugiesen in die Krise schlitterten.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.stern.de/wirtschaft/news/euro-rettungsschirm-warum-die-portugiesen-in-die-krise-schlitterten-1672565.html#utm\\_source](http://www.stern.de/wirtschaft/news/euro-rettungsschirm-warum-die-portugiesen-in-die-krise-schlitterten-1672565.html#utm_source)
3. Bush, P. (2010, 5. februar). *On borrowed time: should we worry about national debt?* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://blogs.freshminds.co.uk/research/?p=1594>
4. Coll, B. (2009, 4. marec). *As Ireland Melts Down, Voter Anger Rises.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.time.com/time/world/article/0,8599,1882974,00.html#ixzz1Xpq87Omw>
5. Di Pietro, J. (2011, 13. april). *Ireland's Race Toward Catastrophe.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.fool.com/investing/international/2011/04/13/irelands-race-toward-catastrophe.aspx>
6. Falatov, P. (1997). *Plačila v mednarodnem poslovanju- plačilna tveganja, inkaso posel, menica ček.* Ljubljana: CISEF – Center za strokovno izpopolnjevanje in svetovalno dejavnost Ekonomske fakultete.
7. Fitch Ratings, Soverings. (2008, 12. september). *Criteria Report: Country Ceilings.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)
8. Gross, D. (2010, 16. maj). *The World's Strangest Financial Instrument.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.thedailybeast.com/newsweek/2010/03/16/the-world-s-strangest-financial-instrument.html>
9. IMF. (2011, 5. maj). *IMF Reaches Staff-Level Agreement With Portugal On a €26 Billion Extended Fund Facility Arrangement.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr11160.htm>
10. IMF Survey online (2010, 2. maj). *Europe and IMF Agree €110 Billion Financing Plan With Greece.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/car050210a.htm>
11. IMF Survey online. (2010, 16. december). *IMF Approves €22.5 Billion Loan For Ireland.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/car121610a.htm>
12. IMF Survey online. (2011, 22. Julij). *IMF Welcomes Agreement to Tackle Eurozone Crisis.* Najdeno 1. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/car072211a.htm>
13. Investopedia (b. l.) *Credit Default Swap (CDS).* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/c/creditdefaultswap.asp#axzz1Vh1oLhy>
14. Jones, S. (2010, 2. marec). *The benefits of naked CDS.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://ftalphaville.ft.com/blog/2010/03/02/161556/the-benefits-of-naked-cds/>



15. Kopecki, D. & Harrington, S. D. (2009, 24. julij). *Banning 'Naked' Default Swaps May Raise Corporate Funding Costs*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a0W1VTiv9q2A>
16. Kovač, S. (2002). Rating agencija in verodostojnost rating ocen. *Bančni Vestnik*, 12, str. 7–9.
17. Lončarski, I. (2007–2008). *Vrednostni papirji – 5.predavanje: dejavniki donosnosti VP, Instrumenti denarnega trga*. (interno gradivo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
18. Lončarski, I. (2007–2008). *Vrednostni papirji – 6.predavanje: obveznice*. (interno gradivo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Makovec Brenčič, M., Pfajfar, G., Rašković, M., Lisjak, M., & Ekar, A. (2009). *Mednarodno poslovanje*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Martinuzzi, E. & Finch, G. (2010, 15. februar). *Greece's Goldman Sachs Swaps Spawn EU Dispute on Disclosure*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aZom2jvtHvWk>
21. Moody's Investor Service (2008, september). *Sovereign Bond Ratings*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_109490](http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_109490)
22. Moody's Investor Service (2009, 30. januar). *Rating Action: Moody's changes outlook to negative on Ireland's Aaa ratings*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-changes-outlook-to-negative-on-Irelands-Aaa-ratings?lang=en&cy=global&docid=PR\\_171768](http://www.moodys.com/research/Moodys-changes-outlook-to-negative-on-Irelands-Aaa-ratings?lang=en&cy=global&docid=PR_171768)
23. Moody's Investor Service (2009, 25. februar). *Rating Action: Moody's changes the outlook for Greece's A1 rating to stable*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-changes-the-outlook-for-Greeces-A1-rating-to-stable?lang=en&cy=global&docid=PR\\_173622](http://www.moodys.com/research/Moodys-changes-the-outlook-for-Greeces-A1-rating-to-stable?lang=en&cy=global&docid=PR_173622)
24. Moody's Investor Service (2009, 2. julij). *Rating Action: Moody's downgrades Ireland to Aa1; outlook negative*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Ireland-to-Aa1-outlook-negative?lang=en&cy=global&docid=PR\\_182430](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Ireland-to-Aa1-outlook-negative?lang=en&cy=global&docid=PR_182430)
25. Moody's Investor Service (2009, 29. oktober). *Rating Action: Moody's changes the outlook on Portugal's Aa2 rating to negative*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-changes-the-outlook-on-Portugals-Aa2-rating-to-negative?lang=en&cy=global&docid=PR\\_189336](http://www.moodys.com/research/Moodys-changes-the-outlook-on-Portugals-Aa2-rating-to-negative?lang=en&cy=global&docid=PR_189336)
26. Moody's Investor Service (2009, 22. december). *Rating Action: Moody's downgrades Greece to A2 from A1*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-A2-from-A1?lang=en&cy=global&docid=PR\\_192460](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-A2-from-A1?lang=en&cy=global&docid=PR_192460)
27. Moody's Investor Service (2010, 22. april). *Rating Action: Moody's downgrades Greece's sovereign ratings to A3; on review for further possible downgrade*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greeces-sovereign-ratings-to-A3-on-review-for?lang=en&cy=global&docid=PR\\_198275](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greeces-sovereign-ratings-to-A3-on-review-for?lang=en&cy=global&docid=PR_198275)

28. Moody's Investor Service (2010, 14. junij). *Rating Action: Moody's downgrades Greece to Ba1 from A3, stable outlook.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-Ba1-from-A3-stable-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR\\_200910](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-Ba1-from-A3-stable-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR_200910)
29. Moody's Investor Service (2010, 13. julij). *Rating Action: Moody's downgrades Portugal to A1, stable outlook.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Portugal-to-A1-stable-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR\\_202292](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Portugal-to-A1-stable-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR_202292)
30. Moody's Investor Service (2010, 19. julij). *Rating Action: Moody's downgrades Ireland to Aa2, stable outlook.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Ireland-to-Aa2-stable-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR\\_202662](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Ireland-to-Aa2-stable-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR_202662)
31. Moody's Investor Service (2010, 30. september). *Rating Action: Moody's downgrades Spain's rating to Aa1, outlook stable.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Spains-rating-to-Aa1-outlook-stable?lang=en&cy=global&docid=PR\\_206589](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Spains-rating-to-Aa1-outlook-stable?lang=en&cy=global&docid=PR_206589)
32. Moody's Investor Service (2010, 17. december). *Rating Action: Moody's downgrades Ireland to Baa1 from Aa2; outlook negative.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Ireland-to-Baa1-from-Aa2-outlook-negative?lang=en&cy=global&docid=PR\\_211361](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Ireland-to-Baa1-from-Aa2-outlook-negative?lang=en&cy=global&docid=PR_211361)
33. Moody's Investor Service (2011, 7. marec). *Rating Action: Moody's downgrades Greece to B1 from Ba1, negative outlook.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-B1-from-Ba1-negative-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR\\_215151](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-B1-from-Ba1-negative-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR_215151)
34. Moody's Investor Service (2011, 10. marec). *Rating Action: Moody's downgrades Spain's rating to Aa2 with a negative outlook.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Spains-rating-to-Aa2-with-a-negative-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR\\_215493](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Spains-rating-to-Aa2-with-a-negative-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR_215493)
35. Moody's Investor Service (2011, 15. marec). *Rating Action: Moody's downgrades Portugal to A3 and assigns a negative outlook.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Portugal-to-A3-and-assigns-a-negative-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR\\_215771](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Portugal-to-A3-and-assigns-a-negative-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR_215771)
36. Moody's Investor Service (2011, 5. april). *Rating Action: Moody's downgrades Portugal's bond ratings to Baa1 from A3, still under review down.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Portugals-bond-ratings-to-Baa1-from-A3-still?lang=en&cy=global&docid=PR\\_216973](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Portugals-bond-ratings-to-Baa1-from-A3-still?lang=en&cy=global&docid=PR_216973)
37. Moody's Investor Service (2011, 15. april). *Rating Action: Moody's downgrades Ireland to Baa3 from Baa1; outlook remains negative.* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Ireland-to-Baa3-from-Baa1-outlook-remains-negative?lang=en&cy=global&docid=PR\\_217494](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Ireland-to-Baa3-from-Baa1-outlook-remains-negative?lang=en&cy=global&docid=PR_217494)

38. Moody's Investor Service (2011, 1. junij). *Rating Action: Moody's downgrades Greece to Caa1 from B1, negative outlook*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-Caa1-from-B1-negative-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR\\_220046](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-Caa1-from-B1-negative-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR_220046)
39. Moody's Investor Service (2011, 5. julij). *Rating Action: Moody's downgrades Portugal to Ba2 with a negative outlook from Baa1*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Portugal-to-Ba2-with-a-negative-outlook-from?lang=en&cy=global&docid=PR\\_222043](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Portugal-to-Ba2-with-a-negative-outlook-from?lang=en&cy=global&docid=PR_222043)
40. Moody's Investor Service (2011, 12. julij). *Rating Action: Moody's downgrades Ireland to Ba1; outlook remains negative*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Ireland-to-Ba1-outlook-remains-negative?lang=en&cy=global&docid=PR\\_222257](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Ireland-to-Ba1-outlook-remains-negative?lang=en&cy=global&docid=PR_222257)
41. Moody's Investor Service (2011, 25. julij). *Rating Action: Moody's downgrades Greece to Ca from Caa1, developing outlook*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-Ca-from-Caa1-developing-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR\\_223246](http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-Ca-from-Caa1-developing-outlook?lang=en&cy=global&docid=PR_223246)
42. Morrissey, J. (2008, 17. marec). *Credit Default Swap: The Next Crisis*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1723152,00.html>
43. Mussler, W. (2011, 23. julij). *Second bailout: How will Greece be rescued again*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://economicsnewspaper.com/policy/german/second-bailout-as-greece-is-to-be-rescued -again-49533.html>
44. *Naked CDS: Exposed*. (2009, 10. avgust). Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://derivativedribble.wordpress.com/2009/08/10/naked-cds-exposed/>
45. Pappas, T. (2010, 29. november). The causes of the Greek crisis are in Greek politics. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.opendemocracy.net/openeconomy/takis-s-pappas/causes-of-greek-crisis-are-in-greek-politics>
46. Ribnikar, I. (1998). Deželno in suvereno tveganje. *Bančni vestnik*, 10, str. 44–46.
47. Rugman, A. M., & Hodgetts, R. M. (2003). *International Business*, (3. izd.) Harlow: Pearson/Prentice Hall.
48. Shenkar, O., & Luo, Y. (2004). *International Business*. New York: John Wiley & Sons.
49. Standard & Poor, Global Credit Portal, Ratings Direct (2008, 29. maj). *Criteria / Governments / Sovereigns: Sovereign Credit Ratings: A Primer*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [www.standardandpoors.com/ratingsdirect](http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect)
50. Steinberg, S. (2009, 6. oktober). *Greece: New PASOK government to move quickly to impose austerity measures*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.wsws.org/articles/2009/oct2009/gree-o06.shtml>
51. The Wealth Cycles Principle (2011, 25. marec). *Portugal Latest Stop on Euro's on Well-Traveled Path Failure*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://wealthcycles.com/blog/2011/03/25/the-portuguese-financial-crisis-is-just-the-latest-threat-to-euro-and-fiat-currency->

52. Ugovšek, J. (2010, 22. november). Irska je včeraj potrdila, da je že zaprosila za pomoč EU in MDS. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/295454/Irska-je-v%E8eraj-potrdila-da-je-%BEe-zaprosila-za-pomo%E8-EU-in-MDS>
53. Usenik, B. (2010, 19. november). *Irski bo treba posoditi več deset milijard evrov* Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/295266/Irski-bo-treba-posoditi-ve%E8-deset-milijard-evrov>
54. Vehovar, U. (2004). Nepotizem v Sloveniji. *Manager*, 11, str. 44-48.
55. Wild, J. J., Wild, K. L. & Han, J. C. Y. (2006). *International business- the challenges of globalisation*, 3. izdaja. Upper Saddle River (New Jersey): Pearson/Prentice Hall.
56. Yeebo, Y. (2011, 27. januar). *Finacial Crisis Inquiry Commission's 10 Major Findings*. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu [http://www.huffingtonpost.com/2011/01/27/financial-crisis-inquiry-commission-findings\\_n\\_814935.html](http://www.huffingtonpost.com/2011/01/27/financial-crisis-inquiry-commission-findings_n_814935.html)

## **PRILOGE**

## KAZALO PRILOG

1. KAKO BONITETNE AGENCIJE S POMOČJO EKONOMSKIH KAZALCEV OVREDNOTIJO SUVERENO TVEGANJE.....	1
1.1 BDP na prebivalca in rast trenda BDP .....	1
1.2 Proračunski presežek / primanjkljaj.....	2
1.3 Javni dolg in stroški servisiranja dolga .....	4
1.4 Stopnje zaposlenosti in odstotek brezposelnosti.....	7
2. BONITETE RATING AGENCIJ MOODY'S, S&P IN FITCH.....	8

# 1. KAKO BONITETNE AGENCIJE S POMOČJO EKONOMSKIH KAZALCEV OVREDNOTIJO SUVERENO TVEGANJE

## 1.1 BDP na prebivalca in rast trenda BDP

Tabela 9: Primer ocene s strani S&P za ekonomski kazalec povprečna rast BDP

BDP na preb. v \$	Povprečna rast BDP					
	Nad 5 %	4 % do 5 %	3 % do 4 %	2 % do 3 %	1 % do 2 %	Pod 1 %
Nad 35.000	1	1	1	1	1 NL, BE, AT, DE	2 IE
25.000–35.000	1	1	2	2 CY, SL	2 FR,FI, ES	3 IT,GR
15 000–25.000	2	2 SK	3	3 MT	3	4 PT

Vir: Standard & Poor, 2011.

Vzel sem povprečje preteklih 6 let – 2005, 2006, 2007 – ta leta predstavljajo obdobje pred krizo, in leta 2008, 2009, 2010, ki predstavljajo obdobje krize, ter napoved za leto 2011. Številke v tabeli so ocene (1- predstavlja najboljšo, 6 - pa najslabšo).

Tabela 10: Povprečne rasti po posameznih državah in BDP na prebivalca

Države	Povprečna rast BDP (zadnjih 6 let in napoved 2011) v %	BDP na prebivalca (v USD)	Ocena
Nizozemska	1,5	40.777	1
Nemčija	1,3	35.930	1
Avstrija	1,7	39.692	1
Belgija	1,3	36.274	1
Irska	0,8	38.685	2
Ciper	2,5	28.045	2
Slovenija	2,2	27.899	2
Francija	1,0	34.092	2
Finska	1,6	34.401	2
Španija	1,3	29.651	2
Slovaška	4,8	22.267	2
Italija	0,3	29.418	3
Grčija	0,4	28.833	3
Malta	2,5	24.081	3
Portugalska	0,3	23.113	4

Vir: Eurostat, 2011.

## 1.2 Proračunski presežek / primanjkljaj

*Tabela 11: Primer ocene s strani S&P za ekonomski kazalec proračunski presežek/primanjkljaj*

Presežek	Proračunski primanjkljaj				
	0–3 %	3–5 %	5–7 %	7–10 %	Nad 10 %
1	2 FI	3 BE, IT, DE, AT, MT	4 CY, FR, NL, SL	5 PT, ES, SK	6 IE, GR

*Vir: Standard & Poor, 2011.*

Za Izračun sem vzel proračunski primanjkljaje iz leta 2010 in ga ovrednotil po zgornji tabeli.

*Tabela 12: Proračunski presežek/primanjkljaj držav z evrom*

Države	Primanjkljaj/presežek (2010 v % od BDP)	Ocena
Finska	-2,5	2
Nemčija	-3,3	3
Malta	-3,6	3
Belgija	-4,1	3
Avstrija	-4,6	3
Italija	-4,6	3
Ciper	-5,3	4
Nizozemska	-5,4	4
Slovenija	-5,6	4
Francija	-7,0	4
Slovaška	-7,9	5
Portugalska	-9,1	5
Španija	-9,2	5
Grčija	-10,5	6
Irska	-32,4	6

*Vir: Eurostat, 2011.*



*Tabela 13: Proračunski presežek/primanjkljaj držav z evrom za tri leta*

<b>Primanjkljaj</b>	<b>2008 (% v BDP)</b>	<b>2009 (% v BDP)</b>	<b>2010 (% v BDP)</b>
Belgija	-1,3	-5,9	-4,1
Nemčija	0,1	-3,0	-3,3
irska	-7,3	-14,3	-32,4
Grčija	-9,8	-15,4	-10,5
Španija	-4,2	-11,1	-9,2
Francija	-3,3	-7,5	-7,0
Italija	-2,7	-5,4	-4,6
Ciper	0,9	-6,0	-5,3
Malta	-4,5	-3,7	-3,6
Nizozemska	0,6	-5,5	-5,4
Avstrija	-0,9	-4,1	-4,6
Portugalska	-3,5	-10,1	-9,1
Slovenija	-1,8	-6,0	-5,6
Slovaška	-2,1	-8,0	-7,9
Finska	4,2	-2,6	-2,5

*Vir: Eurostat, 2011.*

### 1.3 Javni dolg in stroški servisiranja dolga

Tabela 14: Primer ocene s strani S&P za ekonomski kazalec za javni dolg in stroški servisiranja le tega

Refinanciranje dolga	Koliko % prihodkov bi države namenile če bi refinancirale javni dolg po tržnih pogojih	Javni dolg			
		Pod 30%	30–60 %	60–100 %	Nad 100 %
	Pod 10 % prih.	1	2 ES, CY, SL, SK, FI	3 DE, BE, FR, MT, NL, AT,	5
	10–15 %	2	3	4 PT	6 IT
	15–20 %	3	4	5 IE	6 GR
	Nad 20 %	4	5	6	6

Vir: Standard & Poor, 2011.

*Tabela 15: Javni dolg in servisiranje dolga držav z evrom*

<b>Države</b>	<b>Javni dolg (2010 v % od BDP)</b>	<b>Koliko % javnofinančnih prihodkov se nameni za poplačilo obresti javnega dolga</b>
Belgija	96,8	8,3
Nemčija	83,2	6,2
Irska	96,2	*9,7
Grčija	142,8	*12,8
Španija	60,1	8,9
Francija	81,7	5,8
Italija	119,0	12,5
Ciper	60,8	6,8
Malta	68,0	8,1
Nizozemska	62,7	4,7
Avstrija	72,3	5,3
Portugalska	93,0	*7,8
Slovenija	38,0	3,9
Slovaška	41,0	5,4
Finska	48,4	3,1

\*Pomoč EU in MDS, zato je obrestna mera samo 3,5 odstotne točke.

*Vir: Eurostat, 2011.*

Tabela 16: Javni dolg držav z evrom za tri leta

<b>Javni dolg</b>	<b>2008 (% v BDP)</b>	<b>2009 (% v BDP)</b>	<b>2010 (% v BDP)</b>
Belgija	89,6	96,2	96,8
Nemčija	66,3	73,5	83,2
irska	44,4	65,6	96,2
Grčija	110,7	127,1	142,8
Španija	39,8	53,3	60,1
Francija	67,7	78,3	81,7
Italija	106,3	116,1	119,0
Ciper	48,3	58,0	60,8
Malta	61,5	67,6	68,0
Nizozemska	58,2	60,8	62,7
Avstrija	63,8	69,6	72,3
Portugalska	71,6	83,0	93,0
Slovenija	21,9	35,2	38,0
Slovaška	27,8	35,4	41,0
Finska	34,1	43,8	48,4

Vir: Eurostat, 2011.

Tabela 17: Javnofinančni prihodki držav z evrom za tri leta

<b>Javnofinančni prihodki</b>	<b>2008 (% v BDP)</b>	<b>2009 (% v BDP)</b>	<b>2010 (% v BDP)</b>
Belgija	48,8	48,1	48,9
Nemčija	43,9	44,5	43,3
irska	35,5	33,9	34,6
Grčija	39,9	37,3	39,1
Španija	37,1	34,7	35,7
Francija	49,5	48,7	49,2
Italija	46,1	46,5	46,0
Ciper	42,6	39,8	41,3
Malta	39,0	39,5	38,7
Nizozemska	46,6	45,9	45,9
Avstrija	48,3	48,8	48,3
Portugalska	41,1	39,7	41,5
Slovenija	42,3	43,1	43,4
Slovaška	32,9	33,6	33,1
Finska	53,5	53,4	52,3

Vir: Eurostat, 2011.

## 1.4 Stopnje zaposlenosti in odstotek brezposelnosti

*Tabela 18: Primer ocene za ekonomski kazalec za stopnjo zaposlenosti in odstotek brezposelnosti*

Zaposlenost	Brezposelnost					
	Pod 5 %	5–10 %	10–15 %	15–20 %	20–30 %	Nad 30 %
Nad 75 %	1 NL	1	2	/	/	/
70–75 %	1 AT	1 DE	2	3	/	/
65–70 %	1	2 CY, SL, FI	3 PT	3	/	/
60–65 %	2	2 BE, FR	3 IE, GR, SK	3	4	/
55–60 %	2	2 IT	3	4	5 ES	6
50–55 %	3	3 MT	4	4	5	6

Ocenil sem podatke od decembra 2010 za brezposelnost in podatke iz 2009 za zaposlenost.

*Tabela 19: Zaposlenost in brezposelnost držav z evrom v %*

Države	Brezposelni dec. 2010 v %	Zaposlenost 2009 v %	Ocena
Nizozemska	4,3	77,0	1
Avstrija	4,2	71,6	1
Nemčija	6,5	70,9	1
Ciper	6,9	69,9	2
Slovenija	8,0	67,5	2
Finska	8,0	68,7	2
Belgija	7,8	61,6	2
Francija	9,6	64,1	2
Italija	8,4	57,5	2
Portugalska	11,2	66,3	3
Irska	14,8	61,8	3
Grčija	14,1	61,2	3
Slovaška	14,0	60,2	3
Malta	6,5	54,9	3
Španija	20,4	59,8	5

*Vir: Eurostat, 2011.*

## 2. BONITETE RATING AGENCIJ MOODY'S, S&P IN FITCH

*Tabela 20: Bonitete rating agencij Moody's, S&P in Fitch*

<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>Fitch</b>	<b>Opis bonitete</b>
Aaa	AAA	AAA	Prvorazredna
Aa1	AA+	AA+	Visoko kakovostna boniteta
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Zgornje srednja boniteta
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Spodnje srednja boniteta
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Ne-investicijska ali špekulativna boniteta
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Visoko špekulativna boniteta
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	Precejšnje tveganje
Caa2	CCC		Izjemno špekulativna boniteta
Caa3	CCC-		Zelo mala možnost, da se dolg poplača
Ca	CC		
	C		
C	D	DDD	Bankrot države
/		DD	
/		D	

*Vir: Moody's Investor Service; Fitch Ratings; Standard & Poor, 2011.*