UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

BONITETNE OCENE DRŽAV V RAZMERAH FINANČNE KRIZE

Ljubljana, marec 2016

MANCA DRAGONJA DEKLEVA

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Manca Dragonja Dekleva, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela z naslovom Bonitetne ocene držav v razmerah finančne krize, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Mojmirjem Mrakom.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
    - poskrbel(-a), da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v zaključni strokovni nalogi/diplomskem delu/specialističnem delu/magistrskem delu/doktorski disertaciji, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
    - pridobil(-a) vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal(-a);
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____ Podpis avtorice:_____

KAZALO

UVOD **1**

1 PREDSTAVITEV BONITETNIH AGENCIJ **3**

1.1 Bonitetne agencije in njihova vloga na mednarodnih finančnih trgih 3

1.2 Zgodovina bonitetnih agencij 4

1.2.1 Standard & Poor's 4

1.2.2 Fitch 6

1.2.3 Moody's 7

2 PREDSTAVITEV BONITETNIH OCEN **8**

2.1 Vrste bonitetnih ocen po agencijah 8

2.2 Bonitetne ocene držav 9

2.2.1 Standard & Poor's 10

2.2.2 Fitch 11

2.2.3 Moody's 13

2.3 Primerjava bonitetnih ocen (poudarek na bonitetnih ocenah držav) 13

3 METODOLOGIJE IN POSTOPKI DOLOČANJA BONITETNIH OCEN DRŽAV **14**

3.1 Standard & Poor's 14

3.1.1 Razvrščanje bonitetnih ocen 17

3.1.2 Določanje bonitetne ocene v tuji valuti 17

3.1.3 Ocena petih glavnih dejavnikov bonitetne ocene države 19

3.1.4 Določanje bonitetne ocene v tuji valuti 20

3.1.5 Obravnava posameznih izdaj 21

3.2 Fitch 21

3.2.1 Bonitetne ocene držav 22

3.2.2 Model določanja bonitetne ocene države 23

3.2.3 Vgrajeno tržno tveganje 28

3.3 Moody's 28

3.3.1 Pravila in pristop določanja bonitetnih ocen 28

3.3.2 Omejitve pri uporabi bonitetnih ocen 30

3.3.3 Bonitetne ocene držav 30

3.3.4 Omejitve predstavljenega pregleda in drugi pomisleki glede bonitetnih ocen držav 36

3.4 Metodologije in postopki: skupne značilnosti in razlike 37

4 BONITETNE OCENE IN ZADNJA FINANČNA KRIZA **40**

4.1 Vloga in slabosti bonitetnih agencij v obdobju pred zadnjo finančno krizo 40

4.2 Kritike na račun delovanja bonitetnih agencij v zadnji finančni krizi 41

4.2.1 Razvoj zadnje finančne krize ... 41
4.2.2 Glavni razlogi za slabo delo bonitetnih agencij ... 42
4.2.3 Bonitetne agencije in zadnja finančna kriza ... 43
4.3 Reforme, usmerjene v izboljšanje delovanja bonitetnih agencij ... 45
4.3.1 Predlogi stroke ... 45
4.3.2 Ukrepi bonitetnih agencij ... 46
4.3.3 Ukrepi Evrope ... 47
5 PRIMERJAVA BONITETNIH OCEN IN CDS-jev ZA IZBRANE DRŽAVE V OBDOBJU ZADNJE FINANČNE KRIZE ... 49
5.1 Koncept CDS in njihove osnovne značilnosti ... 49
5.1.1 Poročilo ECB o CDS ... 49
5.1.2 Nekriti CDS-ji ... 51
5.2 PRIMERJAVA BONTETNIH OCEN IN CDS-jev ... 51
5.2.1 Grčija ... 52
5.2.2 Irska ... 57
5.2.3 Italija ... 62
5.2.4 Portugalska ... 62
5.2.5 Španija ... 67
5.2.6 Slovenija ... 68
5.3 Primerjava CDS-jev različnih držav ... 68
5.4 Ugotovitve ... 71
SKLEP ... 74
LITERATURA IN VIRI ... 77
PRILOGA

KAZALO SLIK

Slika 1: Razčlenitev bonitetnih ocen ... 9
Slika 2: Postopek določanja bonitetne ocene države bonitetne agencije Standard & Poor's ... 16
Slika 3: Združevanje dejavnikov ... 32
Slika 4: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Grčije za obdobje od 28.1.1997 do 31.12.2015 ... 54
Slika 5: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Grčije za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015 ... 55
Slika 6: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Grčije za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2009 ... 56
Slika 7:Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Irske za obdobje od 4.9.1992 do 31.12.2015 ... 58
Slika 8: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Irske za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015 ... 59

Slika 9: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Italije za obdobje od 2.11.1993 do 31.12.2015 60
Slika 10: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Italije za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015 61
Slika 11: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Portugalske za obdobje od 18.11.1986 do 31.12.2015 63
Slika 12: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Portugalske za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015 64
Slika 13: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Španije za obdobje od 11.12.1992 do 31.12.2015 65
Slika 14: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Španije za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015 66
Slika 15: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Slovenije za obdobje od 8.5.1996 do 31.12.2015 69
Slika 16: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Slovenije za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015 70
Slika 17: Primerjava CDS-jev izbranih evropskih držav za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015 72
Slika 18: Primerjava CDS-jev izbranih evropskih držav (brez Grčije) za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015 73

KAZALO TABEL

Tabela 1: Dolgoročne bonitetne ocene 14
Tabela 2: Ocenjevanje petih glavnih dejavnikov bonitetne ocene države 18
Tabela 3: Model določanja bonitetne ocene države – pojasnitev spremenljivk 24
Tabela 4: Metodologija določanja bonitetne ocene Moody's 31

UVOD

Bonitetne ocene, predvsem pa bonitetne ocene držav, so imele v zadnji svetovni finančni krizi pomembno vlogo. Bonitetne ocene državam in drugim subjektom, ki se želijo zadolžiti na finančnih trgih, ocenjujejo zelo različne vrste institucij, od bank in drugih investitorjev, ki to delajo predvsem za lastne potrebe, do bonitetnih agencij, katerih osnovno področje dela je ocenjevanje bonitet dolžnikov, ki jih nato uporabljajo drugi subjekti. Na področju izdelave bonitetnih ocen za potrebe investitorjev na mednarodnih finančnih trgih imajo ključno vlogo tri največje bonitetne agencije – Standard & Poor's, Moody's in Fitch, katerih ocene so skozi čas postale pomemben prispevek tako za podlago za investicijske odločitve mnogih subjektov kot tudi za delo najpomembnejših finančnih regulatorjev. In prav na te tri bonitetne agencije sem se osredotočila v magistrski nalogi.

Predmet magistrske naloge so dolgoročne kreditne bonitetne ocene držav v domači valuti, njihova vloga in vpliv na trge v razmerah finančne krize ter posli kreditne zamenjave (angl. *credit default swap*, v nadaljevanju CDS) kot potencialna alternativa bonitetnim ocenam držav.

Magistrska naloga ima osnovni cilj ugotoviti, ali obstaja boljši pokazatelj tveganja nepoplačila (angl. *default*) od bonitetnih ocen držav, za primerjavo sem izbrala tržno kategorijo - CDS-je. Namen primerjave gibanja CDS-jev in bonitetnih ocen držav je ugotoviti, ali se bonitetne agencije na hitre spremembe na trgih res odzivajo prepočasi in ali so CDS-ji boljši pokazatelj tveganja nepoplačila, sploh v razmerah finančne krize. Primerjavo sem naredila za evropske države, ki jih je zadnja finančna kriza najbolj prizadela.

Hipoteza magistrskega dela je, da so CDS-ji v hitro spreminjajočem okolju finančne krize boljši pokazatelj tveganja nepoplačila od bonitetnih ocen držav.

Magistrska naloga je sestavljena iz teoretičnega in empiričnega dela. V prvem delu vsebuje teoretično-analitičen pregled strokovne literature s področja bonitetnih agencij, bonitetnih ocen in metodologij določanja bonitetnih ocen držav, prav tako pa tudi vpliva bonitetnih ocen držav na zadnjo finančno krizo. Uporabila sem deskriptivno metodo, komparativno metodo in zgodovinsko metodo. Empirični del magistrske pa temelji na primerjavi gibanja bonitetnih ocen in CDS-jev za evropske države, ki ji je finančna kriza najbolj prizadela. Pripravila sem grafe, iz katerih je razvidno gibanje obeh kategorij skozi čas, in ki pokažejo hitrost odzivov na dogajanje. Pri pisanju magistrske naloge sem uporabila znanja, ki sem jih pridobila v okviru dodiplomskega in v okviru podiplomskega študija na Ekonomski fakulteti, pa tudi praktično znanje in izkušnje, ki sem jih dobila na delovnem mestu v banki.

V prvem delu magistrske zato kratko povzamem zgodovino bonitetnih agencij. Začetki segajo več kot 150 let v preteklost, vsaka bonitetna agencija ima svojo bogato zgodovino vzponov in padcev, danes pa imajo omenjene tri največje bonitetne agencije največjo težo pri določanju bonitetnih ocen in so hkrati deležne tudi mnogih kritik.

V naslednjem poglavju predstavim bonitetne ocene, najprej na kratko na splošno o vrstah bonitetnih ocen s slikovno razčlenitvijo, nato sledi predstavitev bonitetnih ocen vsake bonitetne agencije posebej, na koncu pa je sledi primerjava bonitetnih ocen različnih bonitetnih agencij.

Metodologije in postopki določanja bonitetnih ocen držav so predstavljeni v tretjem poglavju. Vsaka bonitetna agencija je skozi zgodovino razvila svoje metode ocenjevanja, kar je razvidno tudi iz različnih postopkov in pristopov k analizi. Najnovejše spremembe so v vseh 3 največjih bonitetnih agencijah uvedli kot odgovor na zadnjo finančno krizo. Sledi pregled skupnih značilnosti in razlik v postopkih in metodologijah določanja bonitetnih ocen.

Dogajanje okrog bonitetnih ocen in zadnje finančne krize je predstavljeno v četrtem poglavju. Naštete so glavne slabosti in kritike delovanja bonitetnih agencij, mnoge so bile prisotne že pred zadnjo finančno krizo. Strokovnjaki so predlagali že mnogo možnih rešitev za slabosti delovanja bonitetnih agencij, nekaj izmed njih je sprejela in uvedla Evropa. Na tem mestu velja omeniti tudi, da so vse 3 bonitetne agencije, ki jih predstavljam v magistrski nalogi in ki imajo na finančnih trgih največjo težo, ameriška podjetja. V četrtem poglavju je predstavljen tudi razvoj zadnje finančne krize, ki seveda vključuje tudi vlogo bonitetnih agencij. Sledi predstavitev reform, usmerjenih v izboljšanje delovanja bonitetnih agencij, pri čemer predlogi prihajajo tako s strani stroke, bonitetnih agencij samih in tudi s strani držav.

V petem, zadnjem poglavju najprej predstavim posle kreditne zamenjave – CDS-je. Zaradi vpliva CDS-jev na finančne trge je Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB) leta 2009 o njih pripravila izčrpno poročilo, v katerem so pregledali glavne značilnosti trga CDS-jev, ki so jih razdelili v 4 glavne točke, in pripravili 4 sklope predlaganih izboljšav za boljše obvladovanje sistematičnega tveganja. EU je v letu 2012 nato sprejela uredbo, ki ureja področje prodaj na kratko in CDS-jev, ki med drugim prepoveduje nekrite CDS-je. Peto poglavje zajema tudi primerjavo bonitetnih ocen in CDS-jev. Ker je imela zadnja finančna kriza zelo velik vpliv na evropske države, na nekatere v tolikšni meri, da so morale zaprositi za pomoč, sem se odločila preveriti gibanje CDS-jev in spremembe bonitetnih ocen za države, ki jih poznamo tudi pod imenom PIIGSS, to so Portugalska, Italija, Irska, Grčija, Španija in Slovenija. Za vsako državo sem pripravila vsaj 2 sliki, kjer se vidi časovni potek gibanja CDS-jev in spremembe bonitetnih ocen, razložila dogajanje v času zadnje krize in pripravila komentar sprememb, ki so razvidne iz slik. Za primerjavo CDS-jev kot tržne kategorije in bonitetnih ocen držav sem se odločila, ker bonitetne

agencije bonitetne ocene držav spreminjajo počasi, zato se investitorji v kriznih časih, ko se stanje spreminja iz ure v uro, težko zanesejo na bonitetne ocene držav.

Na koncu magistrske naloge sem seveda pripravila zaključek, kjer povzamem glavne ugotovitve, do katerih sem prišla pri pisanju.

1 PREDSTAVITEV BONITETNIH AGENCIJ

1.1 Bonitetne agencije in njihova vloga na mednarodnih finančnih trgih

Kovač (2002, str. 7) je o bonitetnih agencijah zapisal: "Poslanstvo rating agencij je, da kot neodvisna stran preverjajo kreditno sposobnost različnih izdajateljev lastniških ali dolžniških vrednostnih papirjev in posojilojemalcev in na tej podlagi objavijo svojo oceno sposobnosti izdajateljev vrednostnih papirjev ali posojilojemalcev, da bodo ti redno in v celoti izpolnili vse obveznosti. Takšna ocena kreditne sposobnosti finančnih institucij, bank, držav in večjih podjetij je poglavitni vir informacij investitorjem za njihovo naložbeno odločanje, predvsem tistim, katerih poslovanje ni podprto z lastno usposobljeno bonitetno službo."

Kacafura (2009, str. 4) pa je zapisal: "Bonitetna agencija je družba, katere temeljna storitev je podrobna analiza relevantnih podatkov in na tej osnovi dodeljena bonitetna ocena izdajatelja ali izdanega dolga, ki jo agencija prodaja zainteresirani investicijski javnosti kot lastno znanje in vedenje o kakovosti obstoječih oziroma potencialnih naložb investitorjev. […] Kakovost oziroma tveganost posamezne naložbe agencija poda v obliki bonitetne ocene, ki pa odraža zgolj mnenje agencije, ali je določena investicija bolj oziroma manj tvegana napram primerljivim investicijam. Povedano drugače, agencija ne svetuje nakupa, prodaje ali držanja določene naložbe, temveč le izrazi svoje nepristransko in neodvisno mnenje o obsegu relativnega kreditnega tveganja določenega izdanega dolga ali izdajatelja kot celote. Zaradi objektivnega in neodvisnega delovanja je trg večinoma sprejel vlogo bonitetnih agencij ter s tem tudi njihovo mnenje kot zanesljivo in zaupanja vredno orodje za ocenitev tveganosti oziroma varnosti posamezne naložbe."

Tri najpomembnejše funkcije bonitetnih agencij so (Crnadak, 2014, str. 3):

- funkcija informacijskega posrednika: s svojimi neodvisno izračunanimi bonitetnimi ocenami ovrednotijo kredibilnost podjetja s tem da ogromno količino informacij o nekem podjetju ali državi strnejo v eno samo, enostavno razumljivo bonitetno oceno, ki postane na voljo številnim vlagateljem;
- nadzorstvena funkcija: ker bonitetne ocene uporabljajo postopke opazovanj, s pomočjo katerih izdajatelje pravočasno opozorijo na morebitno spremembo bonitetne ocene, s tem pa vplivajo na izdajatelje, da pravočasno sprejmejo ustrezne ukrepe za preprečitev

morebitne spremembe bonitetne ocene, hkrati pa preprečujejo oportunistično obnašanje izdajateljev;
- funkcija certificiranja: poleg vrednotenja kreditne sposobnosti izdajatelja bonitetne agencije podeljujejo tudi "licenco" vlagateljem za dostop do kapitalskih trgov oziroma znižujejo nadzorne obremenitve, saj določeni udeleženci kapitalskih trgov lahko vlagajo samo v naložbe z visoko bonitetno oceno.

Po vsem svetu se med bonitetnimi agencijami (angl. *rating agencies*) najpogosteje omenjajo tri največje, Standard & Poor's, Fitch in Moody's. Vse tri agencije so nacionalno priznane statistične bonitetne organizacije (angl. *nationally recognized statistical rating organization* - NRSRO). Naziv podeljuje ameriška agencija za trg vrednostnih papirjev (angl. *Securities and Exchange Commission,* v nadaljevanju SEC), (SEC, b.l.).

Vlogo bonitetnih ocen, in s tem seveda tudi bonitetnih agencij, na mednarodnih finančnih trgih je pojasnila Smajla (2009, str. 5): "Bonitetne ocene uporabljajo vlagatelji, kreditojemalci, izdajatelji, vlade, kreditne institucije, investicijska podjetja, zavarovalnice, pozavarovalnice in institucije za poklicno pokojninsko zavarovanje, ki svoje prihodke oz. prihranke, ki so jih zaupani, zaupajo v upravljanje dobro ocenjeni instituciji. Zato imajo bonitetne ocene velik vpliv na finančne trge. Predstavljajo verodostojno merilo zaupanje za vlagatelje, izdajateljem pa zbiranje finančnih sredstev pod ugodnejšimi pogoji, še posebej, če ti niso stalno prisotni na dolžniških trgih. […] Pomen bonitetnih agencij strmo narašča, tako v poslovni praksi kot zakonskih zahtevah. Uspeh večine dolžniških instrumentov je v veliki meri odvisen od prejete bonitetne ocene. Ta je postala predpogoj za iskanje zunanjega financiranja. […] S tem je prisotnost neodvisnih mednarodnih bonitetnih agencij na finančnih trgih upravičena in tudi nujna, saj je na splošno zelo pozitivna tako za vlagatelje kot za izdajatelje."

1.2 Zgodovina bonitetnih agencij

1.2.1 Standard & Poor's

Zgodovina bonitetne agencije Standard & Poor's, ki je predstavljena na njihovi spletni strani (A History of Standard & Poor's, b.l.), sega v leto 1860, ko je Henry Varnum Poor objavil knjigo History of Railroads and Canals of the United States. V začetku 20. stoletja je Luther Lee Blake zaznal potrebo trga po centralizirani in natančni bazi finančnih informacij ter ustanovil podjetje Standard Statistics Bureau, ki je objavljalo aktualne novice o industrijskih podjetjih. Obe podjetji, Poor's Publishing in Standard Statistics, sta začeli objavljati bonitetne ocene (angl. *rating*) za podjetniške obveznice in municipalne vrednostne papirje (angl. *municipal securities*). Da bi bolje prikazali tržne trende, je podjetje Standard Statistics leta 1923 razvilo prvi delniški indeks, izračunavali so ga tedensko. Tri leta kasneje mu je sledil indeks, ki so ga izračunavali dnevno.

Pred zlomom trga leta 1929 sta obe podjetji prepoznali, da so cene delnic zaradi špekulacij previsoke in sta svetovali strankam, naj prodajo svoje naložbe. Leta 1941 se je podjetje Poor's Publishing združilo s podjetjem Standard Statistics in nastalo je podjetje Standard & Poor's Corp.

Delniški indeks S&P 500 so uvedli leta 1957, leta 1962 pa se je z delnicami podjetja začelo trgovati na borzi v New Yorku. Podjetje McGraw-Hill Companies je leta 1966 prevzelo Standard & Poor's. Prav tako so leta 1969 v Standard & Poor's začeli zaračunavati provizije izdajateljem za municipalne bonitetne ocene (angl. *municipal bond rating)*, čemur je leta 1974 sledil začetek zaračunavanja provizij podjetjem. Leto kasneje so suspendirali bonitetno oceno mesta New York zaradi nepripravljenosti glavnih igralcev na trgu, da bi mestu pomagali izdati dolg, poleg tega so izdali prvo bonitetno oceno za obveznice, zavarovane s hipotekami (angl. *mortgage backed securities*), kar lahko označimo kot začetek trga strukturiranih finančnih produktov (angl. *structured finance market*).

Investitorji so sprejeli bonitetne ocene bonitetne agencije Standard & Poor's kot neodvisne, objektivne, verodostojne in pregledne, Standard & Poor's se je reorganiziral v smeri specializacije po industrijah in začel pripravljati bonitetne ocene za zavarovalnice, investicijske družbe (angl. *securities company*) in vzajemne sklade (angl. *mutual funds*). Konec sedemdesetih so uvedli pričakovanja (angl. *outlook*), namen katerih ni ocena trenutnega stanja, pač pa napoved prihodnjega poslovanja.

Leta 1983 se je na trgovski borzi v Chicagu začelo trgovati s terminskimi pogodbami (angl. *futures*) na indeks S&P 500. Leto kasneje je podjetje kot prva večja bonitetna agencija odprlo podružnico v Londonu z namenom priprave bonitetnih ocen za evropske trge, čemur je v naslednjih 20 letih sledilo odprtje podružnic še v 20 državah po svetu. Uvedli nov sistem za delnice, ki so ga poimenovali Stock Appreciation Ranking System (skrajšano STARS), po katerem delnica lahko dobi oceno kupi (angl. *buy*), drži (angl. *hold*) ali prodaj (angl. *sell*).

Podjetje se leta je 1988 razdelilo na dva dela, Standard & Poor's Ratings Group in Standard & Poor's Financial Information Co. Konec 80. in v 90. se je podjetje začelo povezovati s tujimi šolami, prevzemati manjše bonitetne agencije in odpirati nove podružnice po vsem svetu, uvedli so dostop do bonitetnih ocen in analiz preko interneta ter predstavili nov sistem ocenjevanja delnic, po katerem so delnice razdelili v 11 sektorjev in 122 industrij.

Podjetji Standard & Poor's Ratings Group in Standard & Poor's Financial Information Co. sta se leta 1999 združili pod vodstvom Lea O'Neilla. Zaradi volatilnih razmer na trgih so uvedli nove kriterije na vseh področjih delovanja.

Danes je bonitetna agencija Standard & Poor's podjetje z več kot 150 letno zgodovino, zaposluje več kot 6.000 ljudi in ima podružnice v 23 državah. 1.400 analitikov pokriva 129 držav. Lastnik podjetja Standard & Poor's je ameriško podjetje McGraw Hill Financial. Osredotočeni so na 5 glavnih področij ocenjevanja: finančne institucije (angl. *financial institutions*), zavarovalnice (angl. *insurance companies*), podjetja (angl. *corporations*), vrednosti papirji, zavarovani s premoženjem (angl. *asset-backed securities*) in vrednostni papirji držav (angl. *government securities*). Skupna vrednost dolga, ki ima bonitetno oceno bonitetne agencije Standard & Poor's, znaša 52 bilijonov ameriških dolarjev (S&P by Numbers, b.l.).

1.2.2 Fitch

John Knowles Fitch je leta 1913 v središču finančne četrti v New Yorku ustanovil podjetje Fitch Publishing Company, kar štejemo za začetek zgodovine bonitetne agencije Fitch (About Us, b.l.). Fitch je objavil dve knjigi na temo finančne statistike za uporabo v investicijski industriji - The Fitch Stock and Bond Manual ter The Fitch Bond Book. Leta 1924 je predstavil sistem bonitetnih ocen (angl. *rating system*) z ocenami od AAA do D, ki je postal osnova za bonitetne ocene v celi industriji (A Brief History Of Credit Rating Agencies, b.l.).

Leta 1998 se je podjetje z namenom postati globalna bonitetna agencija združilo z londonskim podjetjem IBCA, podružnico francoskega holdinga Fimalac. Nastalo je podjetje Fitch-IBCA, ki je imelo sedeža podjetja tako v New Yorku kot v Londonu. Na trgu sta v tem času kot glavni bonitetni agenciji še vedno veljala konkurenta Moody's in Standard & Poor's, zato je podjetje Fitch-IBCA leta 2000 prevzelo četrto največjo bonitetno agencijo Duff & Phelps in podružnico podjetja Thomson Financial Services z imenom BankWatch, ki je bila specializirana za finančne institucije in je veljala za peto največjo bonitetno agencijo. Tako je po zaključku teh transakcij leta 2001 nastala bonitetna agencija Fitch Ratings in postala tretja največja bonitetna agencija na svetu.

Skupina Fitch Group je leta 2008 ustanovila Fitch Solutions, novo divizijo Fitch Ratings, ki je na trgu ponudila širok spekter podatkov, analitičnih orodij in povezanih storitev, hkrati pa tudi distribuira materiale podjetja Fitch Ratings. Leta 2013 so po prevzemu podjetja 7city, ki je bilo specializirano za izobraževanje na področju kreditnih analiz (angl. *credit analysis*), ustanovili še divizijo Fitch Learning, ki je vodilna pri izobraževanjih na področju finančnih analiz (angl. *financial analysis*) in analiz kreditnih tveganj (angl. *credit risk analysis*), (History of the group, b.l.).

Lastništvo Fitch Group si delita podjetji Fimalac in Hearst Corporation, vsako je imetnik 50 % podjetja. Fitch Group posluje v več kot 50 državah po vsem svetu (Strategic Focus, b.l.) in pokriva kapitalske trge (angl. *capital markets*) v več kot 150 državah (Fitch Group, b.l.).

1.2.3 Moody's

Zgodovina bonitetne agencije Moody's je predstavljena na njihovi spletni strani (Moody's History: A Century of Market Leadership, b.l.) in postavlja začetek podjetja v leto 1900, ko je John Moody ustanovil podjetje John Moody & Company, ki je objavilo priročnik z naslovom Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities. V priročniku so bile objavljene informacije in statistika o delnicah in obveznicah finančnih institucij, vladnih agencij, proizvodnje, rudarstva, javnih služb in prehranskih podjetij. Razprodali so ga v dveh mesecih. V naslednjih treh letih so se naklade povečevale, priročnik pa je se je uveljavil po celotnih Združenih državah Amerike.

Ko se je delniški trg leta 1907 sesul, Moodyevo podjetje ni imelo dovolj kapitala za preživetje, zato je bil prisiljen prodati del poslovanja za izdajo priročnikov. Vendar se je leta 1909 vrnil na trg z novo idejo – namesto preprostega zbiranja informacij je investitorjem ponudil analizo vrednosti vrednostnih papirjev. Podjetje je objavilo knjige, v katerih so analizirali železnice in njihove izdane vrednostne papirje, pri čemer so podali zaključke glede relativne kvalitete za investiranje. Pri podajanju zaključne ocene je uporabil sistem simbolov, ki so ga podjetja, ki so izdajala ocene, uporabljala že od konca 19. stoletja. Tako je Moody vstopil na področje ocenjevanja delnic in obveznic ameriških železnic, in kmalu je postal prvi, ki je ocenjeval vrednostne papirje, s katerimi se je trgovalo.

V knjigi z naslovom Analyses of Railroad Investments je leta 1909 investitorjem opisal analitske principe, s katerimi je ocenil poslovanje železnic, njihovo upravljanje in finance. Investitorji so nov priročnik hitro posvojili in tako se je Moody leta 1913 odločil razširiti bazo analiziranih podjetij ter tako začel ocenjevati industrijska podjetja in javne službe. Moodyev sistem ocenjevanja je bil splošno sprejet in tako je leta 1914 ustanovil Moody's Investors Service. V istem letu je začel širiti področje obravnave na obveznice, ki so jih izdala ameriška mesta in druge mestne uprave. Do leta 1924 so pokrivali že skoraj ves ameriški trg obveznic.

Z objavami in spremljanjem bonitetnih ocen so nadaljevali med t.i. veliko depresijo, ko so se nepoplačila obveznosti iz naslova obveznic kar vrstila, vendar je le redkokatera obveznica z visoko oceno Moodya zamujala z izplačili.

V sedemdesetih so področje ocenjevanja razširili na komercialne zapise (angl. *commercial paper*) in bančne depozite. V istem obdobju je agencija Moody's, tako kot ostale bonitetne agencije, začela izdajateljem zaračunavati izdelavo bonitetnih ocen, na drugi strani pa tudi investitorjem za bonitetne ocene. Kot glavni razlog za zaračunavanje je bil, in je še vedno, da morajo izdajatelji plačati za vrednost, ki jo predstavlja objektivna bonitetna ocena v smislu boljšega dostopa do trgov. Prav tako se je izkazalo, da vedno večji obseg in

kompleksnost kapitalskih trgov zahteva več osebja, ki je hkrati tudi bolj izobraženo, in da samo z naročninami za publikacije ne bi več pokrili stroškov plač.

Danes delnice podjetja Moody's Corporation kotirajo na borzi, podjetje pa je matično podjetje podjetij Moody's Investors Service, ki se ukvarja z bonitetnimi ocenami in raziskavami glede dolžniških inštrumentov, in Moody's Analytics, ki zagotavlja programsko opremo, svetovalne storitve ter raziskave in analize, pa tudi upravljanje s finančnimi tveganji. Podjetje Moody's Corporation zaposluje 9.900 ljudi in je prisotno v 33 državah sveta (Moody's Corporation, b.l.).

2 PREDSTAVITEV BONITETNIH OCEN

2.1 Vrste bonitetnih ocen po agencijah

Smajla (2009, str. 4) pravi: "Bonitetne ocene so ponavadi izdane na pobudo izdajateljev, kateri sami plačajo za cenitev. V tem primeru temeljijo ocene tako na javnih kot nejavnih informacijah. Nejavne informacije izdajatelj prostovoljno razkrije. Se pa tudi zgodi, da bonitetne agencije izdajo nenaročene bonitetne ocene, katerih izdajatelj ni zahteval. […] Ocene prikazujejo trenutno stanje, zato jih je potrebno redne spremljati glede na ekonomsko dogajanje na trgu."

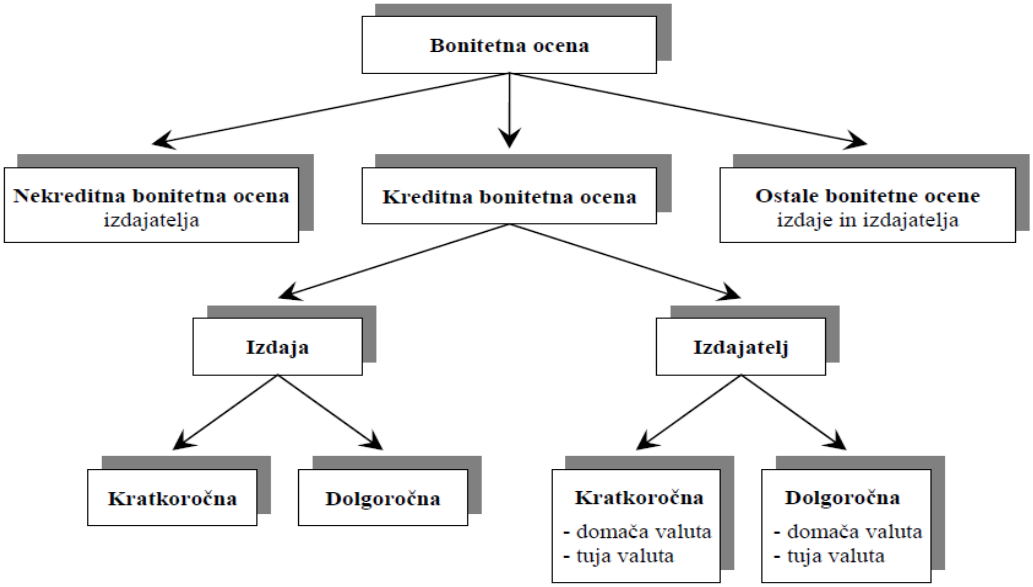
Kot v svojem magistrskem delu navaja Kacafura (2009, str. 12), bonitetne agencije razlikujejo med 3 vrstami bonitetnih ocen:

- kreditna bonitetna ocena (angl. *credit rating*),
- nekreditna bonitetna ocena (angl. *non-credit rating*) in
- ostale bonitetne ocene (angl. *other ratings*).

Med navedenimi je najpomembnejša kreditna bonitetna ocena, saj predstavlja mnenje bonitetne agencije o kreditnem tveganju določenega izdanega dolga ali izdajatelja kot celote. Poleg ključne kreditne bonitetne ocene so agencije razvile tudi dodatke instrumente ocenjevanja kakovosti naložbe, to so nekreditne bonitetne ocene (npr. bonitetna ocena kvalitete vodstva, bonitetna ocena kvalitete storitve, bonitetna ocena tržnih tveganj, bonitetna ocena kvalitete portfelja investicij …) in ostale bonitetne ocene (npr. bonitetna ocena prihodnjih izgledov, bonitetna ocena podpore, bonitetna ocena finančne moči, začasna bonitetna ocena …). Navedene ocene posamezne agencije so sicer mednarodno primerljive, vendar zaradi različnih lestvic ocen, definicij in metodologij ocenjevanja tovrstne ocene niso primerljive med agencijami.

Razčlenitev bonitetnih ocen je prikazana na sliki 1. V okviru bonitetne ocene izdajatelja se v finančni javnosti termin bonitetna ocena pogosto enači oziroma zamenjuje s terminom dolgoročna kreditna ocena izdajatelja.

Slika 1: Razčlenitev bonitetnih ocen



Vir: V. Kacafura, Vloga bonitetne agencije Capital Intelligence na razvijajočih se trgih, 2009, str. 13.

2.2 Bonitetne ocene držav

V tem magistrskem delu uporaba izraza bonitetna ocena pomeni dolgoročno kreditno bonitetno oceno države v domači valuti. Postopek določanja bonitetne ocene države se razlikuje od postopkov določanja bonitetnih ocen izdajateljev iz drugih sektorjev in bo predstavljen v nadaljevanju magistrskega dela. Pomembno je tudi dejstvo, da bonitetna ocena države vpliva na ostale izdajatelje dolga v državi, na njihove bonitetne ocene ter njihove zmožnosti in pogoje zadolževanja na kapitalskih trgih.

Cantor in Packer (1996, str. 39) sta v članku objavila rezultate raziskave, kaj vpliva na bonitetne ocene držav ter kakšno je razmerje med spremenljivkami in zmožnostjo in pripravljenostjo države da poravna svoj dolg. Ugotovila sta, da lahko več kot 90 % variacij bonitetnih ocen držav razložimo z naslednjimi 8 spremenljivkami:

- dohodek na prebivalca (višja potencialna davčna osnova pomeni višjo verjetnost, da bo država lahko poplačala svoj dolg; spremenljivka lahko hkrati pokaže tudi raven politične stabilnosti in druge pomembne dejavnike);
- rast bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP), (relativno visoka gospodarska rast nakazuje na to, da bo breme dolga državi skozi čas lažje);
- inflacija (visoke stopnje inflacije nakazujejo na strukturne težave državnih financ);
- fiskalno ravnotežje (visok deficit kaže na to, da država nima zmožnosti ali volje obdavčiti prebivalcev za pokrivanje dolga);

- zunanje ravnovesje (deficit tekočega računa plačilne bilance pomeni, da se tako javni kot privatni sektor zanašata na sredstva iz tujine, kar lahko vodi v nevzdržno zunanjo zadolženost);
- zunanji dolg (višje breme dolga predstavlja višje tveganje nepoplačila, breme dolga pa se viša kadar zadolženost države v tuji valuti narašča glede na prihodke v tuji valuti);
- gospodarski razvoj (kljub temu da je gospodarski razvoj že zajet v spremenljivki dohodek na prebivalca, pa bonitetne agencije upoštevajo tudi, da ko država doseže določeno stopnjo razvitosti, je verjetnost nepoplačila nižja);
- zgodovina nepoplačil (državo, ki v bližnji preteklosti ni poplačala svojih dolgov, trg zaznava kot bolj tvegano).

Pri bonitetnih ocenah držav je neizogibno iskanje ravnotežja med natančnostjo in stabilnostjo, pri čemer je potrebno upoštevati, da so uporabniki izrazili preferenco za stabilnost, saj bi bili transakcijski stroški pri pogostih spremembah bonitetnih ocen držav previsoki. V praksi se bonitetne agencije osredotočajo na razred kreditnega tveganja, s čimer omilijo učinke cikličnih nihanj. Bonitetne agencije se prav tako osredotočajo na del cikla in ne na določeno točko v času, kar pomeni da ocenjujejo izdajateljevo zmožnost preživetja cikličnih depresij. Polega tega pa bonitetne agencije uporabljajo tudi različna pravila glajenja (angl. *smoothing techniques*), na primer da se bonitetna ocena države spremeni le takrat, kadar je sprememba pričakovana za stalno, ali kadar se bonitetna ocena države spremeni za več kot eno stopnjo.

Na splošno velja, da so višje bonitetne ocene bolj stabilne od nižjih bonitetnih ocen, bonitetne ocene držav pa so bolj stabilne od bonitetnih ocen podjetij. Dolgoročne statistike kažejo, da so bonitetne ocene držav mnogo manj stabilne v časih stresa na trgih, kar pomeni da pravila glajenja v stresnih časih niso tako učinkovita. Prav tako se je izkazalo, da bonitetne agencije upoštevajo preživetje v časih cikličnih depresij, ne upoštevajo pa preživetja krize, ki se odraža v podatkih (IMF, 2010, str. 109).

2.2.1 Standard & Poor's

Kot ima navedeno na spletni strani (Ratings Definitions FAQs, b.l.), imajo njihove osnovne bonitetne ocene naslednje pomene:

''AAA'' – izjemno visoka zmožnost poplačila dolga, najvišja bonitetna ocena,
''AA'' – zelo visoka zmožnost poplačila dolga,
''A'' – visoka zmožnost poplačila dolga, vendar delna dovzetnost do negativnih gospodarskih razmer in sprememb okoliščin,
''BBB'' – zadostna zmožnost poplačila dolga, dovzetnost do negativnih gospodarskih razmer,
''BBB-'' – najnižja še sprejemljiva naložbena bonitetna ocena (angl. *investment grade*),
''BB+'' – najvišja špekulativna bonitetna ocena (angl. *speculative grade*),

''BB'' – kratkoročno manj občutljiva, vendar v pričakovanju večjih negotovosti zaradi negativnih poslovnih, finančnih in gospodarskih razmer,
''B'' – bolj občutljiva na negativne poslovne, finančne in gospodarske razmere, vendar trenutno še lahko poplača svoje dolgove,
''CCC'' – trenutno občutljiva na in odvisna od ugodnih poslovnih, finančnih in gospodarskih razmer za poplačilo dolgov,
''CC'' – zelo šibka bonitetna ocena, do nepoplačila obveznosti še ni prišlo, vendar je to tako rekoč neizogibno,
''C'' – trenutno zelo velika verjetnost nepoplačila obveznosti, tudi dokončno poplačilo je pričakovano nižje kot dolg z višjimi bonitetnimi ocenami,
''D'' – nepoplačilo obveznosti pri finančni zavezi ali kršitev dogovora; prav tako se uporabi pri vložitvi zahteve za stečaj oziroma ekvivalentnem dejanju.

Pri ocenah od "AA" do "CCC" je možen dodatek znaka plus (+) ali minus (-) za bolj natančno opredelitev znotraj kategorij.

Pri dolgoročnih bonitetnih ocenah obstajata še dve bonitetni oceni (Standard & Poor's Ratings Definitions, 2014):

''R'' – dolžnik je v postopku nadzora s strani regulatorja, ki pregleduje njegovo finančno stanje. Med potekom nadzora ima lahko eden izmed regulatorjev vpliv pri favoriziranju ene izmed kategorij dolga glede na ostale ali pa odredi plačilo nekaterih obvez, drugih pa ne.

''SD'' – selektivno nepoplačilo obveznosti.

Oznaka **''NR''** pomeni, da izdajatelj ni ocenjen s strani bonitetne agencije Standard & Poor's.

2.2.2 Fitch

Bonitetne ocene agencije Fitch so obrazložene na njihovi spletni strani, pri čemer opisujem dolgoročne bonitetne ocene (angl. *long-term ratings*), (Fitch Ratings Definitions, b.l.).

''AAA'' – najvišja kakovost; bonitetna ocena pomeni najmanjše pričakovanje tveganja za nepoplačilo obveznosti. Podeljene so samo v primerih izredno močne zmožnosti za poplačilo finančnih obveznosti. Na zmožnost poplačila zelo verjetno ne bodo negativno vplivali predvidljivi dogodki.
''AA'' – zelo visoka kakovost; bonitetna ocena pomeni zelo nizko pričakovanje tveganja za nepoplačilo obveznosti. Nakazuje zelo veliko zmožnost poplačila finančnih obveznosti, pri čemer na zmožnost poplačila verjetno ni zelo občutljiva na predvidljive dogodke.

''A'' – visoka kakovost; bonitetna ocena pomeni nizko pričakovanje tveganja za nepoplačilo obveznosti. Zmožnost poplačila finančnih obveznosti je velika, pri čemer pa bi lahko bila bolj občutljiva na negativne poslovne in gospodarske razmere kot pri višjih bonitetnih ocenah.
''BBB'' – dobra kakovost; bonitetna ocena pomeni trenutno nizko tveganje za nepoplačilo obveznosti. Zmožnost poplačila finančnih obveznosti je zadostna, vendar bolj dovzetna za negativne poslovne in gospodarske razmere.
''BB'' – špekulativna; bonitetna ocena pomeni povišano občutljivost na tveganje nepoplačila obveznosti, predvsem če bi prišlo do poslabšanja poslovnih in gospodarskih razmer. Kljub temu obstaja še dovolj poslovne in finančne fleksibilnosti, ki podpira servisiranje finančnih obveznosti.
''B'' – zelo špekulativna; bonitetna ocena pomeni prisotnost možnosti nepoplačila obveznosti, pri čemer še obstaja nekaj varnostne rezerve. Finančne obveznosti se trenutno poravnavajo, pri čemer je zmožnost poplačila občutljiva na poslabševanje poslovnih in gospodarskih razmer.
''CCC'' – veliko tveganje; bonitetna ocena pomeni, da tveganje nepoplačila obstaja.
''CC'' – zelo veliko tveganje; bonitetna ocena pomeni, da je tveganje nepoplačila verjetno.
''C'' – izredno veliko tveganje; bonitetna ocena pomeni, da je nepoplačilo obveznosti neizogibno ali da je izdajatelj na mrtvi točki. Pogoji za bonitetno oceno "C" so med drugim:

- podjetje je doseglo rok odloga plačila po tem, ko ni izpolnilo določene finančne obveznosti,
- podjetje je doseglo začasno mirovanje plačil po tem, ko ni izpolnilo določene finančne obveznosti,
- V bonitetni agenciji Fitch Ratings iz drugih razlogov verjamejo, da je pogoj za bonitetno oceno "RD" ali "D" verjeten, vključno s formalno objavo o menjavi dolga problematičnih dolžnikov (angl. *distressed debt exchange*).

''RD'' – omejeno nepoplačilo dolga; bonitetna ocena pomeni, da po mnenju bonitetne agencije Fitch Ratings izdajatelj ni poplačal določene obveznosti pri obveznici, posojilu ali drugi finančni obveznosti, vendar se še ni začel postopek bankrota (angl. *bankruptcy*) ali katere izmed oblik likvidacijskega postopka (angl. *winding-up procedure*), pri čemer izdajatelj ni prenehal poslovati, kar vključuje:

- selektivno plačilo pri določeni kategoriji ali valuti dolga,
- pretek dogovorjenega roka odloga plačila za bančno posojilo, vrednostni papir kapitalskega trga ali druge finančne obveznosti,
- podaljšanje več rokov odlogov plačil pri nepoplačilu dolga pri eni ali več finančnih obveznostih,
- podaljšanje roka menjave dolga problematičnih dolžnikov na eni ali več finančnih obveznostih.

"D" – nepoplačilo dolga; bonitetna ocena pomeni, da je po mnenju bonitetne agencije Fitch Ratings izdajatelj pričel postopke bankrota ali katero izmed oblik likvidacijskega postopka oziroma da je prenehal poslovati na kakšen drug način. Ocena "D" predstavlja mnenje agencije, da je to najprimernejša bonitetna ocena izmed možnih bonitetnih ocen, in je lahko različna od definicije nepoplačila dolga, ki je navedena med pogoji finančnih obveznosti izdajatelja oziroma od lokalnih praks.

Bonitetnim ocenam se lahko doda "+" ali "-" za določitev bolj relativen status med glavnimi bonitetnimi ocenami. Ta dodatek se ne dodaja bonitetni oceni "AAA" in bonitetnim ocenam pod "B".

2.2.3 Moody's

Sistem bonitetnih ocen ima Moody's predstavljen na strani 5 v spletni publikaciji z naslovom Rating Symbols and Definitions (2014).

"Aaa" – dolg s to bonitetno oceno je ocenjen kot dolg najvišje kakovosti, z najmanjšim kreditnim tveganjem.
"Aa" – dolg s to bonitetno oceno je ocenjen kot dolg visoke kakovosti in z zelo majhnim kreditnim tveganjem.
"A" – dolg s to bonitetno oceno je ocenjen kot dolg višje srednje kakovosti in z majhnim kreditnim tveganjem.
"Baa" – dolg s to bonitetno oceno je ocenjen kot dolg srednje kakovosti in z zmernim kreditnim tveganjem, ki ima kot tak določene špekulativne elemente.
"Ba" – dolg s to bonitetno oceno je ocenjen kot špekulativen in z znatnim kreditnim tveganjem.
"B" – dolg s to bonitetno oceno je ocenjen kot špekulativen in z visokim kreditnim tveganjem.
"Caa" – dolg s to bonitetno oceno je ocenjen kot špekulativen v slabem položaju in z zelo visokim kreditnim tveganjem.
"Ca" – dolg s to bonitetno oceno je ocenjen kot izredno špekulativen in že ali zelo blizu nepoplačila obveznosti z določeno možnostjo povračila glavnice in obresti.
"C" – dolg s to bonitetno oceno je ocenjen najnižje in pomeni da je do nepoplačila obveznosti že prišlo, z zelo majhno možnostjo povračila glavnice in obresti.

2.3 Primerjava bonitetnih ocen (poudarek na bonitetnih ocenah držav)

V tabeli 1 so predstavljene bonitetne ocene vseh 3 bonitetnih agencij ena ob drugi.

Tabela 1: Dolgoročne bonitetne ocene

Kvaliteta dolga	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Sprejemljive naložbene bonitetne ocene (angl. *investment grade*)			
Najvišja kvaliteta	AAA	Aaa	AAA
Zelo visoka zmožnost poplačila	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
Visoka zmožnost poplačila	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
Zadostna zmožnost poplačila	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-
Špekulativne bonitetne ocene (angl. *speculative grade*)			
Zmožnost poplačila odvisna od negativnih sprememb	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
Zmožnost poplačila ni zadostno zaščitena pred negativnimi spremembami	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
Obstaja možnost nepoplačila dolga, poplačilo je odvisno od pozitivnih pogojev	CCC+	Caa1	CCC+
	CCC	Caa2	CCC
	CCC-	Caa3	CCC-
	CC	Ca	CC
Nepoplačilo dolga	SD*	C	DDD
	D		DD
			D

Legenda: * Selektivno nepoplačilo dolga (angl. *selective default*), ko izdajatelj ni poplačal nekaterih obveznosti, obstaja pa možnost, da bo pravočasno poravnal druge obveznosti.

Vir: Reuters guide to credit ratings, 2015.

3 METODOLOGIJE IN POSTOPKI DOLOČANJA BONITETNIH OCEN DRŽAV

3.1 Standard & Poor's

Na spletni strani je postopek podeljevanja bonitetne ocene državi razložen v 8 korakih (Ratings Process, b.l.):

1. Pogodba: Izdajatelj poda prošnjo za pridobitev bonitetne ocene in podpiše pismo zaveze.
2. Pred-ocena: V Standard & Poor's ekipa analitikov pregleda relevantne podatke.
3. Sestanek z vodstvom: Analitiki vodstvu predstavijo svoje ugotovitve in razpravljajo o informacijah.
4. Analiza: Analitiki ocenijo informacije in odboru za bonitetne ocene (angl. *rating committee*) predlagajo bonitetno oceno.
5. Odbor za bonitetne ocene: Odbor se sestane da pregleda in razpravlja o predlogu bonitetne ocene ter glasuje o bonitetni oceni.
6. Obvestilo: Standard & Poor's običajno pošlje izdajatelju obrazložitev bonitetne ocene v preverjanje dejstev in pravilnosti.
7. Objava: Standard & Poor's običajno objavi sporočilo za javnost, v katerem sporoči bonitetno oceno, ki jo nato objavi na svoji spletni strani.
8. Kontrola ocenjenih izdajateljev in izdaj.

V primeru potencialne spremembe bonitetne ocene se sestane odbor za bonitetne ocene – korak številka 5.

Metodologija določanja bonitetnih ocen držav je podrobno obrazložena v njihovi publikaciji z naslovom Sovereign Rating Methodology (Criteria | Governments | Sovereigns: Sovereign Rating Methodology, 2014). Kot osnova za določanje vseh bonitetnih ocen se uporablja dokument iz leta 2011 z naslovom General Criteria: Principles Of Credit Ratings. Bonitetna ocena države se nanaša na zmožnost in pripravljenost poravnavanja finančnih obveznosti do zasebnih upnikov (angl. *private creditors*), ne pa na obveznosti do drugih držav, nadnacionalnih institucij (angl. *supranationals*), obveznosti iz naslova poroštev (angl. *guarantee*), ki ne zadostujejo kriterijem državnih poroštev, in obveznosti, ki so izdane podjetjem javnega sektorja ali lokalnim in regionalnim oblastem.

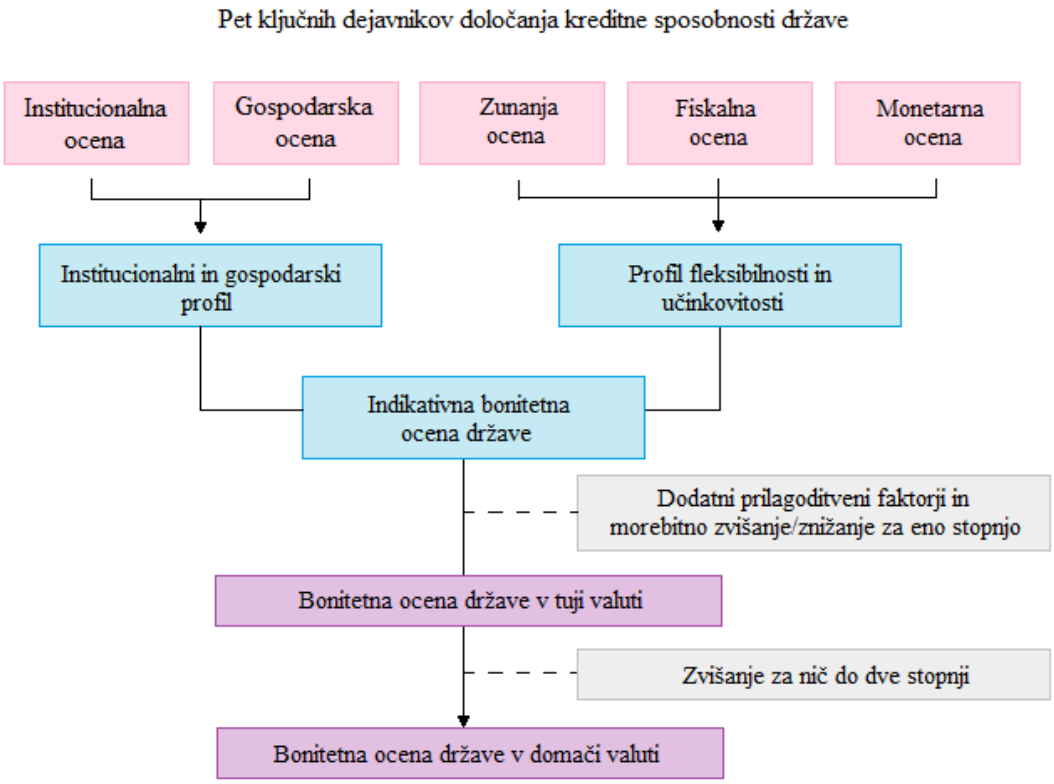
Bonitetna ocena države odraža zmožnost in pripravljenost poravnati dolgove pravočasno in v celoti. Analiza se osredotoča na preteklo učinkovitost v različnih gospodarskih in političnih ciklih ter na dejavnike, ki nakazujejo na večjo ali manjšo fleksibilnost v prihodnjih gospodarskih in političnih ciklih. Pri analizi se osredotočijo predvsem na 5 dejavnikov:

- učinkovitost pri institucijah in vodenju ter varnostno tveganje (angl. *security risk*) (predstavljeno v delu o institucionalni oceni),
- strukturiranost gospodarstva in pričakovanje rasti (predstavljeno v delu o gospodarski oceni),
- zunanja likvidnost in mednarodni investicijski položaj (predstavljeno v delu o zunanji oceni),
- fiskalna učinkovitost in fleksibilnost ter obremenitev z dolgom (predstavljeno v delu o fiskalni oceni),

- monetarna fleksibilnost (predstavljeno v delu o monetarni oceni).

Bonitetna ocena se določi na podlagi več korakov, ki so grafično prikazani na sliki 2.

Slika 2: Postopek določanja bonitetne ocene države bonitetne agencije Standard & Poor's



Vir: Criteria | Governments | Sovereigns: Sovereign Rating Methodology, 2015.

Vsakemu izmed petih ključnih dejavnikov se najprej pripiše ocena od 1 (najmočnejša) do 6 (najšibkejša), pri čemer posamezna ocena temelji na seriji kvantitativnih dejavnikov in kvalitativnih obravnav. Ocene petih glavnih dejavnikov bonitetne ocene države so institucionalna ocena, gospodarska ocena, zunanja ocena, fiskalna ocena in monetarna ocena, ki bodo vsaka posebej bolj podrobno predstavljene v nadaljevanju.

Dejavniki se nato združijo v dva profila, kot je prikazano na sliki 2, in sicer institucionalna in gospodarska ocena se združita v institucionalni in gospodarski profil, medtem ko se zunanja, fiskalna in monetarna ocena združijo v profil fleksibilnosti in učinkovitosti. Oba profila se nato združita v indikativno bonitetno oceno države v tuji valuti (angl. *foreign currency rating*), ki je nato po potrebi dodatno prilagojena – se zviša ali zniža za 1 stopnjo na podlagi dodatnih prilagoditvenih dejavnikov.

Da dobimo bonitetno oceno države v domači valuti (angl. *local currency rating*), se lahko bonitetna ocena države v tuji valuti zviša za do 2 stopnji, saj kreditno sposobnost (angl.

creditworthiness) v domači valuti lahko podpirajo različni vplivi znotraj meja, kot so izdaja dolga v domači valuti in nadzor nad domačim finančnim sistemov preko regulacije. Kadar je država članica monetarne unije in nima na voljo monetarne politike in uravnavanja valutnih tečajev ali v primeru, da država uporablja valuto druge države, je bonitetna ocena v domači valuti enaka bonitetni oceni v tuji valuti.

3.1.1 Razvrščanje bonitetnih ocen

Splošno razvrščanje bonitetnih ocen sloni na analizi zgodovine nepoplačil, vplivu zadnje finančne in gospodarske krize na kreditno sposobnost držav in mnenje S&P o trdnosti vlad držav v primerjavi z ostalimi izdajatelji. Analiza nepoplačil od začetka prejšnjega stoletja je pokazala, da je do večine nepoplačil prišlo zato, ker so bile države zaradi preteklih politik slabo pripravljene na nepričakovane dogodke oziroma šoke, kot so na primer vojne, spremembe politične ureditve, druge vrste politične nestabilnosti in hitro poslabšanje razmer pri trgovanju. Ker ima država na podlagi preteklih fiskalnih ali monetarnih politik malo manevrskega prostora ali ker gospodarske politike ne podpirajo vzdržne stopnje gospodarske rasti, se po šoku zaznavanje investitorjev običajno spremeni zelo hitro, kar pomeni povišanje stroškov financiranja in v nekaterih primerih država nima druge možnosti kot nepoplačilo.

Ker imajo države na voljo več orodij, kot so zvišanje davkov, sprememba zakonov in nadzor nad ponudbo denarja, imajo v splošnem višjo kreditno sposobnost kot izdajatelji z manj oblasti, je več bonitetnih ocen držav, ki jih podeli Standard & Poor's, kljub temu da imajo na voljo celotno lestvico bonitetnih ocen, višjih kot v ostalih sektorjih.

3.1.2 Določanje bonitetne ocene v tuji valuti

Kot je prikazano v tabeli 2, se najprej vsakemu izmed petih ključnih dejavnikov pripiše ocena od 1 (najmočnejša) do 6 (najšibkejša).

Vrsta kvantitativnih dejavnikov in kvalitativnih obravnav tvori osnovo za določitev posamezne ocene. Pet ključnih dejavnikov se nato združi v dva profila, institucionalni in gospodarski profil ter profil fleksibilnosti in učinkovitosti, na podlagi teh dveh profilov pa se nato določi indikativna bonitetna ocena. Institucionalni in gospodarski profil odraža odpornost gospodarstva države, moč in stabilnost civilnih institucij ter učinkovitost oblikovanja politike. Je povprečje institucionalne in gospodarske ocene. Profil fleksibilnosti in učinkovitosti pa odraža vzdržnost fiskalnega ravnovesja države in bremena zadolženosti ob upoštevanju zunanje pozicije države in tudi njeno fiskalno in monetarno fleksibilnost. Je povprečje zunanje, fiskalne in monetarne ocene.

Tabela 2: Ocenjevanje petih glavnih dejavnikov bonitetne ocene države

Ključni dejavniki bonitetne ocene	**Ocena na lestvici od 1 (najmočnejša) in 6 (najšibkejša)**
Institucionalna učinkovitost	Institucionalna ocena
Gospodarska struktura in pričakovana rast	Gospodarska ocena
Zunanja likvidnost in mednarodna investicijska pozicija	Zunanja ocena
Fiskalna fleksibilnost in fiskalna učinkovitost, združena z dolžniškim bremenom	Fiskalna ocena
Monetarna fleksibilnost	Monetarna ocena

Vir: Criteria | Governments | Sovereigns: Sovereign Rating Methodology, 2015.

Brez dodatnih prilagoditvenih dejavnikov naj bi bonitetna ocena v tuji valuti od indikativne bonitetne ocene odstopala za največ eno stopnjo. Glavni dejavniki, da je indikativna bonitetna ocena eno stopnjo višja ali nižja, so:

- vsaj eden izmed petih ključnih dejavnikov je v pozitivni/negativni tranziciji, ki izboljšuje/znižuje kreditno spodobnost države in ni v celoti zajet že v indikativni bonitetni oceni;
- država je dlje časa boljša/slabša od držav s primerljivimi bonitetnimi ocenami pri vsaj enem izmed ključnih dejavnikov bonitetne ocene, razen če je to že zajeto kje drugje v metodologiji;
- v S&P pričakujejo, da je določena sprememba začasna in se bo srednjeročno ali dolgoročno vrnila na prejšnji nivo (npr. znižanje zunanje ocene zaradi velike investicije, za katero pričakujejo, da bo, če bo uspešna, izboljšala gospodarsko rast na srednji rok);
- indikativna bonitetna ocena je v tabeli indikativnih ravni bonitetnih ocen za dve stopnji višja ali nižja kot bonitetna ocena v neposredni bližini horizontalno ali vertikalno, kar pomeni da bi sprememba samo enega dejavnika bonitetne ocene lahko pomenila spremembo za dve stopnji;
- različni drugi dejavniki, ki niso zajeti v indikativni bonitetni oceni.

Bonitetna ocena v tuji valuti lahko od indikativne odstopa za več kot eno stopnjo, če ustreza enemu ali več dodatnim prilagoditvenim dejavnikom, ki temeljijo na analizi, usmerjeni v prihodnost, kar je pomembno, ker določene komponente kreditnega tveganja lahko v določenem trenutku prevladujejo nad ostalimi dejavniki in vplivajo na kreditno spodobnost ob nespremenjenih ostalih dejavnikih. Dodatni prilagoditveni dejavniki so:

- izredno slaba zunanja likvidnost,
- izredno visoko fiskalno breme dolga (angl. *fiscal debt burden*),
- zelo velika likvidna finančna sredstva države,
- zelo visoko institucionalno tveganje in veliko dolžniško breme.

3.1.3 Ocena petih glavnih dejavnikov bonitetne ocene države

Institucionalna ocena (angl. *institutional assessment*) se nanaša na analizo vpliva državnih institucij in oblikovanja politik na kreditne osnove (angl. *credit fundamentals*) države z oblikovanjem vzdržnih javnih financ, spodbujanjem uravnotežene gospodarske rasti in odzivi na gospodarske ali politične šoke.

Pri institucionalni oceni so primarni dejavniki učinkovitost, stabilnost in predvidljivost oblikovanja politik in političnih institucij. Sekundarni dejavniki so transparentnost in odgovornost institucij, podatkov in procesov ter obseg in zanesljivost statističnih informacij. Na institucionalno oceno lahko vplivata še dva potencialna dejavnika prilagoditve, in sicer kultura poplačila dolgov države in zunanja varnostna tveganja. Ocena vseh dejavnikov se opira predvsem na kvalitativno analizo, pri čemer podatke lahko dobijo tudi iz zunanjih virov, kot sta Svetovna banka in Mednarodni denarni sklad (angl. *International Monetary Fund*, v nadaljevanju IMF).

Gospodarska ocena (angl. *economic assessment*) preko zgodovine nepoplačil obveznosti držav kaže na to, da gospodarstvo, ki je premožno, diverzificirano, prožno, tržno naravnano in vsestransko ter ki je vzdrževalo gospodarsko rast, pomeni močno prihodkovno bazo in fleksibilnost pri fiskalni in monetarni politiki, kar v končni fazi pomeni večjo zmožnost poplačila dolga. Tržno naravnana gospodarstva so običajno premožnejša, saj so lažje učinkovita pri alokaciji resursov za spodbujanje dolgoročno vzdržne gospodarske rasti. Primarna gospodarska ocena temelji na ravni dohodka, merjeni z bruto domačim proizvodom na prebivalca, ki se pozitivno ali negativno prilagodi glede na pričakovano rast ter gospodarsko raznolikost in volatilnost.

Zunanja ocena (angl. *external assessment*) odraža zmožnost države, da si za poplačilo dolga javnega in privatnega sektorja priskrbi sredstva iz tujine. Upošteva transakcije in pozicije vseh rezidentov (javnih in zasebnih pravnih oseb) v primerjavi z nerezidenti, saj celota teh tokov in zalog vpliva na konkurenčnost države, spremembe valutnih nihanj, mnenje tujih investitorjev in mednarodno kupno moč države ter njeno zmožnost poplačila.

Pri zunanji oceni se upoštevajo predvsem trije dejavniki, to so položaj valute države v mednarodnih transakcijah, zunanja likvidnost države, ki je indikator zmožnosti gospodarstva pridobivati dovolj tujih valut za poplačilo dolgov do nerezidentov, in zunanji položaj države, ki pokaže sredstva in obveznosti rezidentov (tako v tuji kot domači valuti) v primerjavi z ostalim svetom.

Sledijo prilagoditve glede na trend in sestavo financiranja plačilne bilance. Posebne obravnave so deležne države, ki so članice monetarne unije, prav tako tudi države, ki sodelujejo v uradnem programu financiranja (kot so na primer programi financiranja

Mednarodnega denarnega sklada), ter države, pri katerih je dostop do podatkov omejen (kot so na primer t.i. *offshore* finančni centri).

Fiskalna ocena (angl. *fiscal assessment*) odraža vzdržnost primanjkljaja države ter njenega bremena dolga. Pri oceni se upošteva fiskalna fleksibilnost, dolgoročni fiskalni trendi in pomanjkljivosti, struktura dolga in dostop do virov ter potencialna tveganja iz naslova pogojnih obveznosti (angl. *contingent liabilities*). Zaradi obsežnosti je fiskalna ocena razdeljena na dva segmenta, prvi pokriva fiskalno učinkovitost in fleksibilnost, drugi pa breme dolga. Končna ocena je povprečje ocen teh dveh segmentov.

Monetarna ocena (angl. *monetary assessment*) je pripravljena na podlagi analize, do katere mere lahko monetarna avtoriteta izvrši svoj mandat ob vzdržni gospodarski rasti ter do katere mere lahko ublaži gospodarske in finančne šoke. Monetarna ocena je rezultat analize predvsem treh elementov. Prvi je zmožnost države usklajevanja monetarne politike s fiskalno in drugimi gospodarskimi politikami, da omogoča vzdržno gospodarsko rast. Drugi je kredibilnost monetarne politike, merjeno med drugim z inflacijskimi trendi glede na gospodarski cikel. Tretji element pa je vpliv tržno naravnanih monetarnih mehanizmov na realno gospodarstvo, kar je v veliki meri funkcija globine in diverzifikacije domačega finančnega sistema in kapitalskih trgov.

Pri monetarni oceni držav, ki so članice monetarne unije, do rezultata pridejo v dveh korakih, in sicer najprej ocenijo monetarno unijo kot celoto, nato pa to oceno znižajo zaradi manjše fleksibilnosti držav v monetarni uniji. V primeru, da je država članica neusklajena z ostalimi državami, se ocena lahko dodatno zniža.

3.1.4 Določanje bonitetne ocene v tuji valuti

Bonitetna ocena države v domači valuti je lahko višja od bonitetne ocene države v tuji valuti. Zgodovinsko je stopnja nepoplačil v lokalni valuti nižja od stopnje nepoplačil v domači valuti. Do razlike med bonitetnimi ocenami v domači in tuji valuti pride zaradi značilnih kreditnih tveganj za vsak tip dolga.

Bonitetna ocena države v domači valuti je enaka ali višja za eno ali za dve stopnji od bonitetne ocene države v tuji valuti na podlagi naslednjih dejavnikov:

- neodvisna monetarna politika, saj ima država večjo zmožnost poplačila dolga v domači valuti kot v tuji valuti samo, če lahko sama upravlja z lokalno valuto, oziroma v nasprotnem primeru če lahko sama določa obrestne mere brez oziranja na zunanjo vrednost valute,
- globina kapitalskih trgov v domači valuti, saj globlji trgi pomenijo, da ima država boljše možnosti za izvajanje monetarne politike; pomembna spodbuda za poplačila dolga v lokalni valuti tudi ko država ne plačuje obveznosti iz naslova dolga v tuji

valuti je, da je lahko velik delež dolga v domači valuti v lasti lokalnih pokojninskih skladov, bank in drugih pravnih oseb, ki predstavljajo ne samo volivce, pač pa so tudi pomemben del lokalnega gospodarstva,

- institucionalna in fiskalna fleksibilnost; v primeru, da so glavne omejitve bonitetne ocene skrbi glede institucij, politike in davkov, potem je manj verjetno, da bo imela država dovolj fleksibilnosti za prednostno poplačilo dolgov v domači valuti.

3.1.5 Obravnava posameznih izdaj

Bonitetna ocena za izdajo v tuji valuti brez jamstva države je enaka kot bonitetna ocena države v tuji valuti, saj podrejenost dolga v tem sektorju ni običajna. Bonitetna ocena dolga v domači valuti brez jamstva je enaka kot bonitetna ocena dolga v domači valuti, razen v nekaterih izjemnih primerih.

Pristop se ne obrne v primeru izdaje dolga v tuji valuti na domačem trgu, tak dolg ima vedno bonitetno oceno enako bonitetni oceni dolga v tuji valuti.

Dolg s polnim jamstvom države, ki zadostujejo kriterijem S&P, dobi enako bonitetno oceno kot jo ima garantor. Dolg z delnim jamstvom pa dobi enako bonitetno oceno kot jo ima dolg brez jamstva.

3.2 Fitch

Bonitetna agencija Fitch Ratings je v publikaciji z naslovom Sovereign Rating Criteria (2014) predstavila glavne kriterije določanja bonitetne ocene države. **Bonitetno oceno države** definirajo kot oceno, usmerjeno v prihodnost, ki je usmerjena v zmožnost in pripravljenost države, da trenutne in prihodnje obveznosti izpolni v celoti in pravočasno. Državam se predpišeta dve oceni, ena v lokalni valuti, ki prikazuje verjetnost neopoplačila dolga, izdanega (in plačljivega) v valuti države, medtem ko druga ocena v tuji valuti prikazuje oceno kreditnega tveganja, povezanega z dolgom, izdanem v tujih valutah. Fitch prav tako določa **bonitetne ocene posameznim izdajam** in so običajno enake bonitetni oceni države.

Pristop bonitetne agencije Fitch k analizi kreditnega tveganja države je sinteza kvantitativnih in kvalitativnih mnenj, ki zajemajo tako pripravljenost kot tudi zmožnost države, da poravna svoje obveznosti. Poleg tega imajo aktivnosti in politične odločitve velik vpliv na in so tudi pod vplivom uspešnosti gospodarstva kot celote. Pri določanju bonitetne ocene države se zato osredotočijo na širši spekter dejavnikov kot le na finančno moč države, tako da ocenjevanje vključuje glavne dejavnike bonitetne ocene, ki so predstavljeni v nadaljevanju.

Pomembno vlogo imajo tudi trendi, tako ciklični kot strukturni. V bonitetni agenciji Fitch si prizadevajo, da bi bile bonitetne ocene držav konsistentne skozi čas in med državami. Pri pregledovanju in analiziranju preteklih podatkov javnega in zunanjega financiranja razlikujejo med cikličnimi in strukturnimi spremembami in trendi, na primer tako, da upoštevajo ocene (v kolikor so na voljo) ciklično prilagojenih proračunov.

Tveganje države (angl. *country risk*) in tveganje državnih posojilojemalcev (angl. *sovereign credit risk*) sta prepletena, vendar različna koncepta. Prvo se nanaša na tveganja, povezana s poslovanjem v določeni državi in vključuje šibke pravice glede premoženja, nepredvidljive davke in pravna ureditev ter volatilno okolje poslovanja, medtem ko je drugo bolj ozko osredotočeno na tveganje nepoplačila s strani države. Posebej relevantno je tveganje države pri čezmejnih investicijah (angl. *cross-border investment*) in posojanju, saj lahko oblasti države uvedejo kontrole pri konverziji valut in pri čezmejnih nakazilih, da lahko izpolnijo svoje zunanje obveznosti.

Tveganje prenosa in konverzije (angl. *transfer and convertibility risk*) je natančno obravnavano v delu, imenovanem omejitev države (angl. *country ceiling*), ki ga Fitch dodeli vsem državam, v katerih izdajateljem dodeli bonitetne ocene. Kljub temu, da je povezava med tveganjem državnih posojilojemalcev in širšim tveganjem države pozitivna, se lahko kreditni profil države izboljša brez izboljšanja v poslovnem okolju. Podobno lahko tudi poslabšanje dejavnikov tveganja države ne pomeni nujno poslabšanja kreditne sposobnosti države, čeprav se to pogosto zgodi.

3.2.1 Bonitetne ocene držav

Fitch določa dolgoročne bonitetne ocene v tuji in domači valuti tako državam kot tudi posameznim dolžniškim instrumentom, ki jih izdajo države. Prav tako za vsako bonitetno oceno določijo tudi pričakovanja. Kratkoročne bonitetne ocene se določijo za dolg v tuji valuti z zapadlostjo 13 mesecev ali manj.

Glede na ostale izdajatelje, ki lahko bankrotirajo in so podvrženi pravnim sistemom znotraj jurisdikcij kjer poslujejo, je različnih možnosti nepoplačila pri državah več. Največje razlike se pojavijo pri dolgu v domači in dolgu v tuji valuti, glede na trg, kjer je bil dolg izdan in večina imetnikov dolga (npr. rezidenti ali nerezidenti). Vse to so dejavniki, ki lahko povzročijo, da imajo dolžniški instrumenti v isti valuti različne bonitetne ocene. Različne bonitetne ocene lahko dobijo tudi instrumenti, ki so izdani v eni valuti, plačljivi pa v drugi.

Na kreditno sposobnost države, tako v domači kot v tuji valuti, vplivajo različni dejavniki samostojnosti države (primarno, vendar ne izključno v povezavi z javnimi financami, možnost zamenjave lokalne valute v tuje valute in politična stabilnost) in trdnost

gospodarstva pri generiranju prihodkov iz naslova davkov in tujih valut (na kar vpliva predvsem ocena tveganj glede makroekonomske stabilnosti in trdnosti zunanjih financ).

Pogoji dostopa do tujih trgov so zapleteni in jih ni mogoče dokončno začrtati, vendar je jasno, da sta bonitetni oceni v tuji in domači valuti direktno povezani. Za večino držav vseeno velja, da večino prihodkov generirajo v lokalni valuti (iz naslova davkov in drugih dajatev), tuje valute pa morajo kupiti na trgu ali si jih izposoditi, zato je dostop države do tujih valut močno odvisen od gospodarstva, njegove zmožnosti pridobivanja tujih valut in pripravljenosti udeležencev na trgu za menjavo za lokalno valuto (oziroma, če udeleženci na trgu niso pripravljeni menjati, od zmožnosti prilaščanja države). Prav tako lahko večina držav preko centralne banke nadzira ponudbo lokalnega denarja in teoretično lahko natisne denar za lastno financiranje (seveda ne v neskončnost zaradi grozeče inflacije).

Čeprav ima večina držav preferenčni dostop do domačega kapitalskega trga pa se je izkazalo, da v kriznih časih ostaja možnost, da država ne poplača dolga v lokalni valuti, kar se je v zadnjih dveh desetletjih zgodilo večkrat. Bonitetna ocena v lokalni valuti je tako pogosto enaka bonitetni oceni v tuji valuti oziroma stopnjo višja, v izrednih situacijah tudi višja za več stopenj. Zelo redko se zgodi, da je bonitetna ocena v lokalni valuti nižja od bonitetne ocene v tuji valuti. Za države, ki nimajo lastne lokalne valute, kot so članice monetarnih unij, in gospodarstva, ki so prevzela tujo valuto (angl. *dollarised economies*), sta bonitetni oceni v lokalni in tuji valuti enaki.

Dolžniška kriza države ima lahko posledice tudi za zasebni sektor in njegovo zmožnost servisiranja dolga v tuji valuti in/ali zunanjega dolga. **Omejitev države** predstavlja tveganje, da bo država uvedla omejitve glede zamenjave lokalne valute ali nakazil denarja iz države - tveganje prenosa in konverzije. Omejitev države se lahko od bonitetne ocene države razlikuje za največ 3 stopnje, razen v primerih monetarnih unij in nadnacionalnih monetarnih dogovorov. Omejitev države ni določena za posamezen dolžniški instrument ali izdajo ali izdajatelja in ni bonitetna ocena, pač pa omejitev glede najvišje možne bonitetne ocene v tuji valuti; zato tudi nimajo pripisanih pričakovanj.

Indikatorji kreditne sposobnosti držav se primerjajo med državami skozi čas in se konstantno posodabljajo, kar se imenuje primerjalna analiza (angl. *peer analysis*). Poleg tega se za vsak steber analize (makroekonomski, strukturne težave, javne finance in zunanje finance) določi, ali je prednost, šibkost ali nevtralen dejavnik države glede na primerljive države, pomemben je tudi trend – pozitiven, stabilen ali negativen.

3.2.2 Model določanja bonitetne ocene države

V tabeli 3 so pojasnjene spremenljivke modela določanja bonitetne ocene države.

Tabela 3: Model določanja bonitetne ocene države – pojasnitev spremenljivk

Strukturni dejavniki	
Sestavljen indikator upravljanja	Navadno povprečje 6 indikatorjev Svetovne banke ("Pravna država", "Učinkovitost vlade", "Nadzor nad korupcijo", "Slišanost in odgovornost", "Regulatorna kvaliteta" ter "Politična stabilnost in odsotnost nasilja").
BDP na prebivalca	Uvrstitev v percentil BDP na prebivalca v ameriških dolarjih po tržnih menjalnih tečajih.
Delež v svetovnem BDP	Naravni logaritem deleža BDP v ameriških dolarjih po tržnih menjalnih tečajih v odstotkih.
Leta od nepoplačila	Nelinearna funkcija časa od zadnjega nepoplačila; če po letu 1980 ni prišlo do nepoplačila, je vrednost indikatorja 0. Za vsako pretečeno leto se vpliv na model zmanjša.
Ponudba denarja	Naravni logaritem širšega denarnega agregata (% od BDP).
Javne finance, javnofinančni primanjkljaj	
Bruto dolg	Triletno povprečje bruto (splošne) zadolženosti države (% od BDP).
za instrumente v rezervnih valutah	Splošna zadolženost države, če ima njena rezervna valuta fleksibilnost, ki je večja od 0; drugače ima spremenljivka vrednost 0.
za instrumente v valutah, ki niso rezervne	Splošna zadolženost države, če ima njena rezervna valuta fleksibilnost, ki je enaka 0; drugače ima spremenljivka vrednost 0.
Proračunsko stanje	Triletno povprečje splošne (proračunske) zadolženosti države (% od BDP).
Javni dolg v tujih valutah	Triletno povprečje javne zadolženosti za dolg, denominiran (in indeksiran) v tujih valutah (% od splošne zadolženosti države).
Plačila obresti	Triletno povprečje bruto plačil obresti države (% od splošnih prihodkov države).
Zunanje finance	
Fleksibilnost rezervne valute	Ocena fleksibilnosti rezervne valute: 3=močna, 2=srednja, 1=nizka, 0=nič.
Odvisnost od surovine	Izvoz neproizvedenega blaga kot delež prihodkov tekočega računa plačilne bilance.
Uradne mednarodne rezerve	Mednarodne rezerve (vključno z zlatom) konec leta, izražene kot mesečna pokritost uvoznih plačil.
Neto tuje naložbe države	Triletno povprečje neto tujih naložb države (% od BDP).
Tekoči račun plačilne bilance + neto direktne tuje investicije	Triletno povprečje tekočega računa plačilne bilance plus neto direktne tuje investicije (% od BDP).
Zunanje servisiranje obresti	Triletno povprečje zunanjega servisiranja obresti, izraženega kot delež prihodkov tekočega računa plačilne bilance.
Makroekonomska učinkovitost	
Volatilnost rasti realnega BDP	Naravni logaritem desetletne standardne deviacije povprečja letne spremembe realnega BDP.
Inflacija cen potrošniških dobrin	Triletno povprečje letnega povprečja % spremembe cen potrošniških dobrin.
Realna rast BDP	Triletno povprečje letnega povprečja % realnega BDP.

Vir: Sovereign Rating Criteria, 2015.

Fitch uporablja model določanja bonitetne ocene države (angl. *sovereign rating model*), ki generira rezultat na lestvici dolgoročnih bonitetnih ocen v tuji valuti. Model je osnovan na naboru gospodarskih in političnih spremenljivk in uporablja empirične podatke, njegov cilj

je zagotoviti transparentno, razumljivo ogrodje za primerjavo držav med regijami in skozi čas. Model se ponovno oceni in pregleda letno z namenom vključevanja dodatnih podatkov in zaradi testiranja novih spremenljivk, kar zagotavlja, da se model razvija skupaj s kriteriji bonitetnih ocen bonitetne agencije Fitch.

Model je multipli regresijski model z 19 gospodarskimi/finančnimi spremenljivkami. Pri bolj dinamičnih spremenljivkah so uporabljena triletna povprečja. Podatki 19 spremenljivk so pridobljeni iz različnih virov, podatki se posodobijo ob vsakem pregledu bonitetne ocene, vendar najmanj četrtletno, pri čemer je posodobitev podatkov odvisna od njihove razpoložljivosti.

Model uporablja 4 stebre analize in sicer v naslednjih razmerjih: 10,3 % makroekonomska učinkovitost, politike in možnosti, 47,4 % strukturne značilnosti, 25,4 % javne finance in 16,9 % zunanje finance. Uteži so bile določene na podlagi regresijskega modela in niso posledica subjektivnih ocen.

Rezultat modela je ocena, ki ustreza dolgoročni bonitetni oceni v tuji valuti. Model je pomembno analitično orodje pri določanju bonitetnih ocen, vendar se pri bonitetni agenciji Fitch zavedajo, da model ne more zajeti vseh relevantnih vplivov na kreditno sposobnost države, zato dokončno bonitetno oceno določi odbor in končna bonitetna ocena je lahko drugačna od bonitetne ocene, ki jo je predlagal model.

Vse ocenjene države spremljajo primarni in rezervni analitiki, ki pogosto komunicirajo z oblastmi. Na tak način je možno zagotavljati primerne bonitetne ocene in pravočasne spremembe bonitetnih ocen.

Model torej temelji na 4 stebrih analize, ki so predstavljeni v nadaljevanju.

Prvi steber analize je **makroekonomska učinkovitost, politike in možnosti**. Javni sektor ima zelo velik vpliv na makroekonomsko učinkovitost in stabilnost, kar vpliva na njegovo kreditno sposobnost. Kljub temu, da pretekli dogodki niso vedno dober pokazatelj prihodnosti, pa pretekla učinkovitost izraža enotnost in stabilnost makroekonomskih politik ter strukturne prednosti in slabosti gospodarstva. V bonitetni agenciji Fitch so mnenja, da je kredibilno politično ogrodje ključno za uspešno delovanje monetarnih in fiskalnih politik proti cilju, to je dolgoročni rasti ob hkratnem minimiziranju vpliva negativnih gospodarskih šokov na proizvodnjo in inflacijo.

Makroekonomska volatilnost omejuje varčevanje in investicije, izkrivlja razvoj finančnega sektorja in ovira dolgoročno poslovno odločanje, kar državi otežuje toleriranje dane ravni zadolženosti. Dolžniške krize so se pogosto začele s padcem valute in finančno krizo zaradi neprimernih deviznih politik, ki se niso prilagodile šokom in/ali niso bile usklajene z gospodarskimi politikami, predvsem s fiskalno politiko. Večja kot je globina

povpraševanja po državnih sredstvih in sredstvih v lokalni valuti, večja je fleksibilnost monetarnih in fiskalnih politik v primerih negativnih šokov.

V primerih monetarnih unij in gospodarstev, ki so prevzela tujo valuto, državne oblasti nimajo nadzora nad monetarnimi politikami in valutnimi menjavami, zato je pri analizi večji poudarek na fiskalni politiki, politiki strukturnih prilagajanj ter konkurenčnosti in fleksibilnosti gospodarstva.

Drugi steber analize so **strukturne značilnosti**. Pomembna dejavnika bonitetne ocene so tudi strukturne značilnosti gospodarstva in politično tveganje. Na splošno velja, da so bolj prilagodljiva gospodarstva z visokimi prihranki glede na bruto domači proizvod, gospodarstva, ki so bolj odprta za mednarodne investicijske tokove ter gospodarstva z učinkovitimi mehanizmi za prerazporejanje virov med konkurenčnimi porabniki. Posledično bodo taka gospodarstva dobila višje bonitetne ocene od bolj rigidnih gospodarstev, ki se slabše odzivajo na negativne šoke. Za ugotavljanje relativnih prednosti in slabosti poslovnega okolja, človeškega kapitala in stopnje upravljanja, Fitch uporabi podatke Združenih narodov in Svetovne banke. Bruto nacionalni dohodek na prebivalca (angl. *gross national income per capita*) in bruto domači proizvod na prebivalca močno vplivata na bonitetno oceno, saj višje vrednosti pomenijo, da je gospodarstvo manj občutljivo in bolje prenaša šoke.

Pri analizi strukturnih značilnosti posebno pozornost namenijo dvema področjema, političnem tveganju in bančnem sektorju. Politično tveganje se nanaša na tveganje, da državne oblasti nimajo dovolj zmožnosti za izpolnitev finančnih zavez, vključuje pa naslednje dejavnike: legitimnost političnega režima, učinkovitost vlade, nadzor nad korupcijo ter oceno možnosti, da pride do hujšega civilnega konflikta in vojne. Pri oceni si Fitch pomaga s podatki Svetovne banke.

Politične in socialne napetosti vplivajo na kreditno sposobnost države. Bančni sektor in finančni sistem, ki je trden, dobro nadzorovan in reguliran, pozitivno vplivata na bonitetno oceno. Bančni sektor za kreditno sposobnost države predstavlja predvsem dve tveganji – makroekonomsko nestabilnost in pogojno obveznost (angl. *contingent liability*). Za analizo bančnega sistema je Fitch razvil lastne indikatorje.

Tretji steber so **javne finance**. Upravljanje z javnimi financami na kreditno sposobnost države vpliva direktno in indirektno, preko obdavčitve, potrošnje in zadolževanja, vključno z vplivom zadolževanja na stroške in razpoložljivost posojil. Nepremišljene ali nekonsistentne fiskalne politike lahko vodijo do makroekonomskih nestabilnosti in celo krize, visoka in rastoča zadolženost negativno vpliva na solventnost države, šibka struktura dolga pa lahko javne finance izpostavi različnim tveganjem. Tem bolj so javne finance šibke, manj so zmožne prenesti trenutno raven zadolženosti.

Vzdržnost zadolženosti se spreminja od države do države in skozi čas, zato je težko govoriti o linearnem odnosu med dolgom države (v primerjavi z bruto domačim proizvodom ali prihodki) ali servisiranjem dolga (razmerje med dolgom, ki zapada, in bruto domačim proizvodom, ter plačila obresti kot odstotek prihodkov) na eni strani ter kreditno sposobnostjo in bonitetnimi ocenami države na drugi strani. V splošnem velja, da večja zadolženost države pomeni nižjo bonitetno oceno, vendar povezava ni linearna.

V bonitetni agenciji Fitch pregledajo zapadlosti, obrestne mere in valutno sestavo dolga države, kar izpostavi tržno tveganje države. Dolg z dolgo zapadlostjo in trajanjem (angl. *duration*) pomeni nižje tveganje refinanciranja in obrestne mere. Na drugi strani kratkoročni dolg in dolg v tujih valutah pomeni večje tržno tveganje. V časih krize lahko izgubijo dostop do trgov države ne glede na višino bonitetne ocene.

Države z visokimi stopnjami domačega varčevanja so pogosto bolj odporne na fiskalna neravnovesja in breme dolga kot države z nizkimi stopnjami domačega varčevanja, saj si morajo te države izposojati od zunaj. Dejstvo, da država v preteklosti ni imela težav z dostopom do mednarodnih kapitalskih trgov, je pozitiven dejavnik bonitetne ocene. Vzdržnost zadolženosti oziroma rasti zadolženosti je prav tako pomemben dejavnik. Stopnja proračunske fleksibilnosti prav tako vpliva na analizo šibkosti javnih financ.

Zadnji, četrti steber, so **zunanje finance**. Sredstva in obveznosti so poleg menjave in finančnih tokov med rezidenti in nerezidenti pomemben del analize bonitetne ocene. Država kot celota mora pridobiti tuje valute preko zbiranja obveznosti, izvoza dobrin in storitev ali prodaje sredstev tujcem, da lahko servisira obveznosti v tujih valutah.

Plačilna bilanca (angl. *balance of payements*) je prva točka analize zunanjih financ, pregleda se transakcije države z nerezidenti ter identificira prednosti in slabosti, njihovo volatilnost in potencialne šibke točke v primeru domačih ali zunanjih šokov. Pomembna je tudi odvisnost izvoznih prihodkov od ene dobrine ali storitve (kot sta nafta ali turizem), saj je država v tem primeru bolj občutljiva na šoke. Pri analizi upoštevajo tudi osnovne dejavnike trendov plačilne bilance, predvsem kako se spremembe pri varčevanju in naložbah odražajo v fiskalni politiki.

Fitch oceni vzdržnost zunanje zadolženosti tudi s kazalnikom, imenovanim delež servisiranja dolga (angl. *debt service ratio*), ki se izračuna kot odplačila glavnice srednjeročnega in dolgoročnega zunanjega dolga plus bruto plačila obresti na ves zunanji dolg glede na prihodke plačilne bilance in kazalnikom, imenovanim delež servisiranja obresti (angl. *interest service ratio*).

Pomemben vpliv na zmožnost prestajanja krize ima obstoječa zaloga zunanjih sredstev in obveznosti. Če se deficit tekočega računa plačilne bilance (angl. *current account*) ujema z

akumulacijo zunanjih obveznosti in/ali upadanjem zunanjih sredstev, to negativno vpliva na neto mednarodni naložbeni položaj in neto zunanji dolg.

3.2.3 Vgrajeno tržno tveganje

Nekatere države redno izdajajo dolžniške inštrumente, katerih donos je vezan na zunanje tržno tveganje, ki ni povezano s kreditno sposobnostjo države. Fitch jih imenuje strukturirani instrumenti. V nekaterih primerih so na tržno tveganje vezani samo kuponi, v drugih primerih pa tako glavnica kot tudi kuponi. Strukturirani instrumenti se nanašajo na zelo širok nabor tveganj, najbolj pogosto pa so to delnice, valute in surovine, lahko so vezani na posamezno osnovo ali na košarico oziroma indeks.

Strukturirani instrumenti imajo lahko tudi druge strukturne značilnosti, s katerimi se določi donos, kot so kapica (angl. *cap*), ovratnik (angl. *collar*), nakupna (angl. *call option*) ali prodajna opcija (angl. *put option*) in vgrajeni vzvod (angl. *embedded leverage*). Te dejavnike je težko vključiti v običajne bonitetne ocene. Če Fitch oceni, da je dodatno tveganje previsoko, lahko zavrne izdelavo bonitetne ocene za posamezen instrument. Inflacija se ne šteje kot tržno tveganje, zato so instrumenti, vezani na inflacijo, ocenjeni normalno.

3.3 Moody's

3.3.1 Pravila in pristop določanja bonitetnih ocen

V bonitetni agenciji Moody's (Ratings Policy & Approach, b.l.) pojasnjujejo, da so bonitetne ocene po naravi subjektivne, saj vključujejo pogled v prihodnost, poleg tega presoja dolgoročnih obveznosti vključuje mnogo dejavnikov, ki so edinstveni za določeno industrijo, izdajatelja in državo. Zato bi bil vsak poskus, da bi bonitetno oceno skrčili na formulirano metodologijo, zavajajoč in bi vodil do resnih napak.

V bonitetni agenciji Moody's zato uporabljajo multidisciplinaren oziroma "univerzalen" pristop k analiziranju tveganja, katerega cilj je razumevanje vseh relevantnih dejavnikov. Nadalje se zanesejo na presojo zelo raznolike skupine profesionalcev na področju kreditnega tveganja, da določijo uteži tem dejavnikom ob upoštevanju različnih možnih scenarijev za izdajatelja, na podlagi česar pridejo do zaključka, kakšna bi morala biti bonitetna ocena. Ta proces razmišljanja vodi kar nekaj analitičnih pravil, ki so predstavljena v nadaljevanju.

Prvo pravilo je **poudarek na kvalitativnem**. Merljivost je bistvena za sistem določanja bonitetnih ocen držav pri bonitetni agenciji Moody's, saj zagotavlja objektiven in dejanski začetek za analitično razpravo komiteja, ki določi končno bonitetno oceno države. Numerično orodje se razlikuje glede na industrije in izdajatelje, vendar bonitetne ocene

bonitetne agencije Moody's ne temeljijo na določenem izboru finančnih kazalnikov ali rigidnih računalniških modelov, temveč so rezultat izčrpne analize vsake posamične izdaje in izdajatelja s strani izkušenih, dobro informiranih in nepristranskih kreditnih analitikov.

Drugo pravilo je **poudarek na dolgoročnem**. Namen bonitetnih ocen držav bonitetne agencije Moody's je merjenje dolgoročnega tveganja, zato se analiza osredotoča na pomembne dejavnike, ki vplivajo na dolgoročno zmožnost izdajatelja, da bo lahko poravnal svoje obveznosti.

Tretje pravilo je **usklajenost na globalni ravni**. Pristop bonitetne agencije Moody's vključuje več različnih kontrol in ocenjevanj, ki so oblikovani z namenom zagotoviti univerzalno primerljivost med bonitetnimi mnenji.

Četrto pravilo zajema **raven in predvidljivost denarnih tokov**. Za vsak sektor velja, da je osnova za določitev bonitetne ocene bonitetne agencije Moody's pristop, ki temelji na odgovoru na vprašanje: kakšna je stopnja tveganja glede prejetja pravočasnega plačila v celoti za glavnico in obresti za točno določeno obveznost in kakšno je to tveganje v primerjavi z vsemi drugimi obveznostmi? Pri tem se upošteva zmožnost izdajatelja, da generira denarne tokove v prihodnosti, kar ocenijo z ravnijo in predvidljivostjo denarnih tokov izdajatelja glede na njihove obveznosti.

Peto pravilo so **dovolj različni scenariji**. Pri sprejemanju zaključka komite za določanje bonitetnih ocen rutinsko pregleda različne scenarije, zato bonitetna ocena namerno ne vključuje samo ene notranje usklajene gospodarske napovedi, pač pa ocenijo zmožnost izdajatelja, da poravna svoje obveznosti v dovolj različnih scenarijih glede na okoliščine, specifične za posameznega izdajatelja.

Šesto pravilo je **prepoznavanje lokalnih računovodskih praks**. Na mednarodni ravni se analitiki pogosto srečujejo z različnimi računovodskimi sistemi. Pri pregledu finančnih podatkov se osredotočijo tako na gospodarsko sliko osnovnih transakcij kot tudi razlike med računovodskimi praksami in kako le-te morebiti vplivajo na dejanske vrednosti.

Kot je obrazloženo na spletni strani bonitetne agencije Moody's (Ratings Definitions, b.l.), v primeru, da bonitetna ocena ne obstaja oziroma je bila umaknjena (angl. *rating withdrawal*), ne pomeni nujno težave v kreditni sposobnosti. Možni so naslednji razlogi:

- Vloga ni bila prejeta ali sprejeta.
- Izdaja ali izdajatelj spada v skupino vrednostnih papirjev ali subjektov, ki niso ocenjeni na podlagi pravil.
- Dostopnih je premalo ključnih informacij v zvezi z izdajo ali izdajateljem.
- Izdaja je bila zaprta (angl. *private placement*), v tem primeru bonitetna ocena ni objavljena v publikacijah bonitetne agencije Moody's.

Umik bonitetne ocene se lahko zgodi, kadar pride do novih in pomembnih okoliščin, katerih učinki onemogočajo zadovoljivo analizo; če najnovejši podatki niso več na voljo, da bi lahko oblikovali stališča; če se obveznica odkupuje (angl. *redemtion*); iz drugih razlogov.

Stopnja kreditne kvalitete (angl. *credit quality*) večine izdajateljev in njihovih obveznosti ni stalna in nespremenljiva v času, zato pride do sprememb bonitetnih ocen, s katerimi se odražajo variacije v bistvenem položaju izdajatelja in njegovih obveznosti, pojasnjujejo na svoji spletni strani v bonitetni agenciji Moody's (Ratings Definitions, b.l.). Do spremembe bonitetne ocene torej v primeru posamične izdaje lahko pride kadarkoli. Taka sprememba bonitetne ocene služi kot znak, da so v bonitetni agenciji Moody's zaznali spremembo v kreditni sposobnosti, ali da prejšnja bonitetna ocena ni v celoti zajemala kvalitete obveznice kot sedaj. Zaradi njihove narave je bolj pogoste spremembe pričakovati pri obveznicah z nižjimi bonitetnimi ocenami kot pri obveznicah z višjimi bonitetnimi ocenami.

3.3.2 Omejitve pri uporabi bonitetnih ocen

Na spletni strani bonitetne agencije Moody's (Ratings Definitions, b.l.) je obrazloženo, da je potrebno bonitetne ocene razumeti izključno kot izraz mnenja in ne kot izraz dejstev ali priporočil za nakup, prodajo ali ohranitev pozicije. Vsaka bonitetna ocena ali drugo mnenje se mora upoštevati izključno kot en dejavnik pri vsaki investicijski odločitvi, in uporabnik mora vsakič narediti svoje raziskave in ovrednotenja za vsak vrednostni papir in vsakega izdajatelja in poroka (angl. *guarantor*).

Obveznosti z enako bonitetno oceno nimajo nujno absolutno enake kreditne kvalitete. V širšem smislu so v podobnem položaju, vendar ker je število bonitetnih ocen omejeno, ocenjuje pa se na tisoče vrednostnih papirjev, simboli ne morejo odsevati popolnoma enakih odtenkov tveganja. Ker bonitetne ocene vključujejo presoje o prihodnosti na eni strani, in ker jih uporabljajo investitorji kot način zaščite, na drugi strani trud pri določanju bonitetne ocene pogledati "najslabše" možnosti v "vidni" prihodnosti, namesto samo preteklih podatkov in trenutnega statusa. Zato investitorji ne bi smeli pričakovati izključno odraza statističnih dejavnikov, saj vključujejo tudi presojo dolgoročnih tveganj, tudi mnogo nestatističnih dejavnikov.

3.3.3 Bonitetne ocene držav

V dokumentu z naslovom Sovereign Bond Ratings (2013) je opisan postopek določanja bonitetne ocene države. Ocena tveganja države je osnovana na vzajemnem delovanju štirih ključnih dejavnikov: gospodarska moč, institucionalna moč, fiskalna moč in dovzetnost za nepričakovane dogodke.

Tabela 4: Metodologija določanja bonitetne ocene Moody's

Splošni dejavnik	Pod-dejavnik bonitetne ocene	Utež pod-dejavnika	Indikatorji pod-dejavnika
Dejavnik 1: Gospodarska moč	Dinamika rasti	50%	Povprečna rast realnega BDP
			Volatilnost rasti realnega BDP
			Indeks globalne konkurenčnosti WEF*
	Velikost gospodarstva	25%	Nominalni BDP (v USD)
	Nacionalni dohodek	25%	BDP na prebivalca (v USD)
	Prilagoditveni dejavniki	1-6 točk	Razpršenost
			Kreditni razmah
Dejavnik 2: Institucionalna moč	Institucionalni okvir in učinkovitost	75%	Indeks učinkovitosti vlade Svetovne banke
			Indeks pravne države Svetovne banke
			Indeks nadzora nad korupcijo Svetovne banke
	Kredibilnost in učinkovitost politik	25%	Raven inflacije
			Volatilnost inflacije
	Prilagoditveni dejavnik	1-6 točk	Zgodovina nepoplačil dolga
Dejavnik 3: Fiskalna moč	Breme dolga	50%	Javnofinančni dolg/BDP
			Javnofinančni dolg/prihodki
	Dostopnost dolga	50%	Javnofinančna plačila obresti/prihodki
			Javnofinančna plačila obresti/BDP
	Prilagoditveni dejavniki	1-6 točk	Trend zadolženosti
			Javnofinančni dolg v tujih valutah/javnofinančni dolg
			Drugi dolgovi javnega sektorja/BDP
			Finančna sredstva javnega sektorja ali državni naložbeni skladi/BDP
Dejavnik 4: Dovzetnost za nepričakovane dogodke	Politično tveganje	Maks. funkcija**	Domače politično tveganje
			Geopolitično tveganje
	Tveganje likvidnosti države	Maks. funkcija**	Temeljne metrike
			Pritisk financiranja na trgu
	Tveganje bančnega sektorja	Maks. funkcija**	Moč bančnega sistema
			Velikost bančnega sistema
			Ranljivost financiranja
	Tveganje zunanje ranljivosti	Maks. funkcija**	(Bilanca tekočega računa+neposredne tuje investicije)/BDP
			Indikator zunanje ranljivosti
			Neto pozicija mednarodnih investicij/BDP

Legenda: * WEF - World Economic Forum; ** Maksimalna funkcija pomeni, da takoj, ko je ocenjeno zvišano tveganje pri enem izmed teh pod-dejavnikov, je dejavnik "dovzetnost za nepričakovane dogodke" ocenjen glede na to specifično, povišano tveganje.

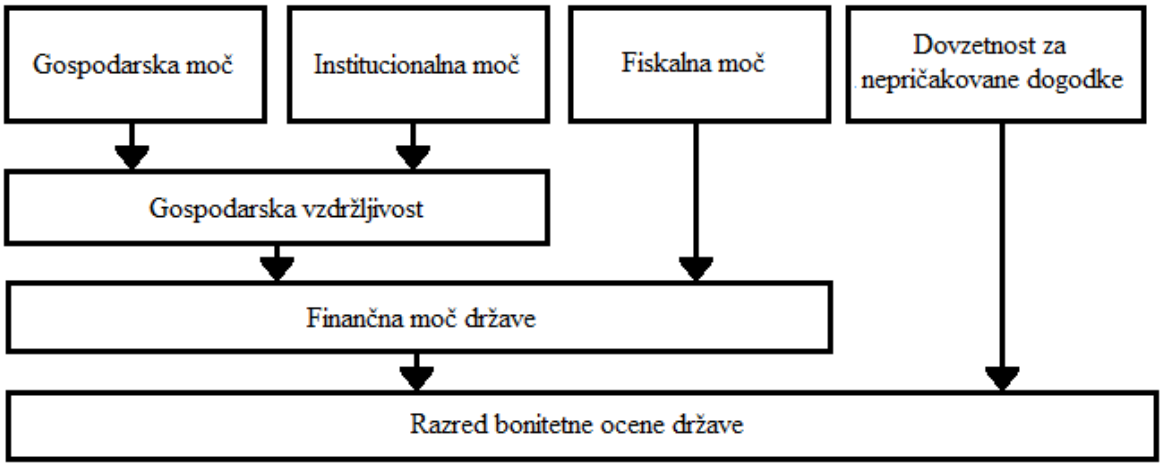
Vir: Sovereign Bond Ratings, 2015.

V analitični pristop so vključili tudi spekter dopolnitev, s katerimi želijo povišati preglednost in usmerjenost analize v prihodnost. Cilj metodologije je omogočiti izdajateljem, investitorjem in drugim zainteresiranim udeležencem trga razumevanje, kako v bonitetni agenciji Moody's ocenijo kreditno tveganje za države in obrazložiti, kako ključni kvantitativni in kvalitativni dejavniki tveganja vplivajo na specifično določitev bonitetne ocene. Njihov cilj je, da bi bili uporabniki v večini primerov sposobni oceniti bonitetno oceno države znotraj treh stopenj.

Več značilnosti loči države od drugih izdajateljev, zato je postopek določanja bonitetne ocene države drugačen. Med te razlike spadajo zmožnost države, da zniža potrošnjo ali spremeni sistem obdavčevanja z namenom poplačila dolga; države nimajo nadrejene avtoritete, ki bi jih lahko prisilila v dogovor glede poplačila dolga ali razbremenila dolg jamstva; visoka verjetnost preživetja tudi po nepoplačilu obveznosti.

Metoda določanja bonitetne ocene države je opisana v dokumentu Sovereign Bond Ratings (2013) in vključuje 4 splošne dejavnike bonitetne ocene, ki so sestavljeni iz pod-dejavnikov za bolj podrobne opredelitve (tabela 4).

Slika 3: Združevanje dejavnikov



Vir: Sovereign Bond Ratings, 2015.

Po oceni ali izračunu vsakega indikatorja pod-dejavnikov se za vsak indikator določi ena izmed 15 kategorij, ki se gibljejo med "zelo visoko +" in "zelo nizko –".

Prvi in drugi dejavnik (gospodarska moč in institucionalna moč) se z enakimi utežmi združita v kazalnik, imenovan gospodarska vzdržljivost (glej sliko 3). Nadalje se kazalnik gospodarska vzdržljivost združi z dejavnikom fiskalna moč v kazalnik, imenovan finančna moč države, ki se z kazalnikom dovzetnost za nepričakovane dogodke združi v razred bonitetne ocene države.

Praviloma se bonitetna ocena države nanaša tako na obveznosti v domači kot tudi v tuji valuti. Nekoč je bila razlika pogosta, danes pa temu ni več tako in do razlik v bonitetnih ocenah glede na valute pride le pod določenimi pogoji. Ključno je to, da je sedaj veliko bolj verjetno, da bodo težave poravnavanja obveznosti v eni valuti vplivale tudi na poravnavanje obveznosti v drugi valuti, kar potrjuje tudi nedavna zgodovina nepoplačil dolga s strani držav.

Razlika med bonitetnimi ocenami dolga istega izdajatelja v različnih valutah (angl. *rating gap*) se sedaj uporablja le v primerih, kjer je omejena mobilnost kapitala in kjer se država sooča z omejitvami glede zunanje likvidnosti ali v izrednih primerih, kjer je zmožnost in pripravljenost poplačila dolga v lokalni valuti očitno večja kot v tuji valuti ali obratno. Vendar tudi izpolnjevanje teh pogojev ne pomeni nujno razlike med bonitetnimi ocenami dolga istega izdajatelja v različnih valutah. Če pa do razlike pride, je število stopenj razlike odvisno od tega, kako hude so omejitve zunanje likvidnosti. Razlike, večje kot 2 stopnji (pozitivne ali negativne), so zelo redke.

Prvi dejavnik bonitetne ocene države je **gospodarska moč**. Na moč gospodarstva ključno vplivajo potencial rasti, razpršenost, konkurenčnost, nacionalni prihodek in velikost, saj določajo zmožnost gospodarstva, da ublaži šoke. Relativna zmožnost generiranja prihodkov in poplačila dolgov srednjeročno temelji na spodbujanju gospodarske rasti in blaginje.

Pregled 29 nepoplačil dolga s strani držav od leta 1997 kaže, da je dolgoročna gospodarska stagnacija glavni razlog za nepoplačila v 10 % primerov, veliko breme dolgov pa v 41 % primerov. Ne glede na glavni razlog pa so se pretekla nepoplačila dolgov dogajala v razmerah drastičnega pritiska na gospodarstvo.

Pod-dejavnik gospodarske moči je **dinamika rasti**. Nizek potencial rasti gospodarstva oteži zmožnost poplačil dolga, zato predvsem pri visokih stopnjah zadolženosti dolg postane nevzdržen. Nasprotno so visoko zadolžene države s stabilno, močno rastjo gospodarstva, z odplačilom dolgov nimajo težav. Metodologija vključuje številne objektivne in globalne indikatorje, v izogib cikličnim vplivom pa upoštevajo večletna povprečja. Ključni indikatorji vključujejo nedavno rast in srednjeročno napoved rasti realnega BDP, volatilnost nedavne rasti realnega BDP ter konkurenčnost in inovacije, pri čemer uporabljajo indeks globalne konkurenčnosti World Economic Foruma.

Velikost gospodarstva je prav tako pod-dejavnik gospodarske moči in ima prav tako pomemben vpliv na kreditno sposobnost. Majhna, zelo bogata država, lahko doživi hitro gospodarsko spremembo, medtem ko veliko, bolj razpršeno gospodarstvo lažje zagotovi zadostne prihodke za pokrivanje dolga. Ključni indikator je nominalni BDP.

Naslednji pod-dejavnik gospodarske moči je **nacionalni dohodek**. Delitev gospodarskih prihodkov države med prebivalce kaže raven dohodka državljanov. V splošnem velja da višji prihodki pomenijo nižje tveganje nepoplačila, ključni indikator pa je BDP na prebivalca.

Na koncu v oceno gospodarske moči vključijo še dva **prilagoditvena dejavnika**, dejavnik kreditnega razmaha in dejavnik razpršenosti.

Drugi dejavnik bonitetne ocene države je **institucionalna moč**. Institucionalne značilnosti države predstavljajo podporo za zmožnost in pripravljenost države, da poplača svoj dolg. Pomembna je tudi zmožnost države, da izvaja močne gospodarske politike, ki spodbujajo gospodarsko rast. Okrog 30 % nepoplačil dolga lahko direktno pripišemo institucionalni in politični šibkosti, kar zajema različne situacije, od politične nestabilnosti do šibkega upravljanja s proračunom in težav z vodenjem, do politične nepripravljenosti za plačilo. V splošnem zrele demokracije z visokimi bonitetnimi ocenami z močnim pravnim sistemom, boljšo transparentnostjo in daljšo zgodovino institucionalnega razvoja izkazujejo višjo stopnjo zaupanja v vlado in visoke stopnje blaginje.

Pod-dejavnik institucionalne moči je **institucionalni okvir in učinkovitost**. Učinkovitost vlade, merjen z indeksom Svetovne banke, je najpomembnejši kazalnik kvalitete vladne birokracije in administracije, prav tako pa poskuša zajeti načrtovanje politik, zmožnosti izvedbe in neodvisnost javnih služb od političnih vpletanj. Učinkovitost pravne države se meri z izvrševanjem pogodb, pravicami intelektualne lastnine, neodvisnostjo sodnega sistema in zaupanja v sodni sistem, saj je vse to osnova za dobro delujoče gospodarstvo. Zelo pomembno vlogo ima tudi nadzor nad korupcijo, torej v kakšni meri je moč javnih pooblastil za pridobivanje zasebnih koristi in obseg vpliva elit na gospodarstvo, birokracijo in posebne interese.

Naslednji pod-dejavnik institucionalne moči je **kredibilnost in učinkovitost politik**. Dober pokazatelj kredibilnosti in učinkovitosti politik je inflacija, saj je cenovna stabilnost najboljša osnova za gospodarsko rast in blaginjo, hkrati pa je inflacija tudi dober pokazatelj konkurenčnosti gospodarstva. Visoki inflaciji pogosto sledi gospodarska in politična nestabilnost, saj inflacija najbolj vpliva na finančno najšibkejše člane družbe. Visoka inflacija prav tako spodkoplje zaupanje v domačo valuto za ohranjanje vrednosti, kar povzroči beg kapitala ter krizo valute in plačilne bilance. Na drugi strani pa deflacija vpliva na sposobnosti centralne banke, ki so ključne za zagotavljanje stabilnosti finančnega in gospodarskega okolja. Zato je pomemben indikator pod-dejavnika tudi zgodovina inflacije. Učinkovitost politik dobro pokaže tudi ocena zmožnosti ukrepanja centrale banke v krizi. Nizka inflacija omogoča večjo fleksibilnost za ukrepanje centralne banke v kriznih časih, kar se je pokazalo tudi v povečanju bilanc centralnih bank kot odgovor na globalno finančno krizo. Volatilnost inflacije doda dodatno dimenzijo inflaciji in ponuja boljši vpogled v institucionalno moč centralne banke države.

Za boljšo oceno institucionalne moči uporabijo še **prilagoditveni dejavnik** zgodovina nepoplačil dolga.

Tretji dejavnik bonitetne ocene države je **fiskalna moč**. Dejavnik finančna moč zajame vsesplošno zdravje državnih financ. Več kot tretjina nepoplačil dolgov s strani države je rezultat dolgotrajnih zunanjih in fiskalnih neravnovesij, ki čez čas narastejo v nevzdržno breme dolga. Navadno se dolg povečuje počasi, odvisnost od zunanjih posojilodajalcev raste, hkrati z leti dostopnost dolga upada. Do nepoplačil pride ob kombinaciji zelo visokega razmerja med dolgom in BDP ter visokimi stopnjami zadolženosti, ki jih države ne morejo več odplačevati ali zmanjšati.

Pod-dejavnik fiskalne moči je **breme dolga**. Razmerje med javnofinančnim dolgom in BDP ni ne nujen in ne zadosten razlog za nepoplačilo, je pa nujna začetna točka analize. Kazalnik upošteva bruto dolg, ki vključuje direkten dolg centralne banke in dolg vseh regionalnih in lokalnih oblasti. Razmerje med javnofinančnim dolgom in prihodki poda grobo oceno zmožnosti poplačil glede na dejansko prihodkovno bazo.

Naslednji pod-dejavnik fiskalne moči je **dostopnost dolga**. Razmerje med javnofinančnimi plačili obresti in prihodki je pokazatelj, v kolikšni meri je breme poplačil dolga države v okviru generiranja prihodkov, hkrati pa prav tako kaže na pripravljenost investitorjev financirati deficite države z ali brez da bi zahtevali premijo za tveganje (angl. risk premium). Visoka vrednost kazalnika pomeni, da bo velik del prihodkov preusmerjen proti plačilu dolgov. Razmerje med javnofinančnimi plačili obresti in BDP pa analizo raztegne preko trenutne zmožnosti fiskalnih prihodkov, da pokrijejo potrebe poplačil dolga.

Prilagoditvenih dejavnikov je pri analizi fiskalne moči več in zajemajo trend zadolženosti, razmerje med javnofinančnim dolgom v tujih valutah in javnofinančnim dolgom, razmerjem med drugimi dolgovi javnega sektorja in BDP ter razmerje med finančnimi sredstvi javnega sektorja ali državnimi naložbenimi skladi in BDP.

Četrti dejavnik bonitetne ocene države je **dovzetnost za nepričakovane dogodke**. Prvi trije dejavniki so usmerjeni v oceno zmožnosti države, da srednjeročno prebrodi šoke, četrti dejavnik pa analizira tveganje, kako bi nenadni, izredni dogodki vplivali na javne finance in s tem na zvišanje verjetnosti nepoplačila. Analiza zgodovine nepoplačil poudarja pomen šokov, kot so bančna kriza in kriza deviznega poslovanja.

Pod-dejavnik dovzetnosti za nepričakovane dogodke je **politično tveganje**. Izhajajo iz 2 virov tveganj. Eno je domače politično tveganje, ki se ocenjuje na podlagi indeksa Svetovne banke, ki pokaže v kakšni meri lahko državljani vplivajo na izbor vlade ter svobodo izražanja, svoboda zbiranja in medijsko svobodo, in na podlagi BDP na prebivalca. Drugo je geopolitično tveganje, ki ga je težko oceniti s kvantitativnimi

indikatorji, zato je potrebno poudariti, da ima geopolitično tveganje pomemben vpliv na zelo redke bonitetne ocene.

Med pod-dejavnike dovzetnosti za nepričakovane dogodke spada tudi **tveganje likvidnosti države**. Tveganje likvidnosti države odraža tveganje, da država nima dovolj likvidnostnih sredstev za poravnavanje dolgov. Države, ki imajo dostop do globokega in razpršenega vira financ, so v boljšem položaju od tistih, kjer so zasebni prihranki nizki in kjer je finančni sistem manj razvit. Likvidnostno tveganje zmanjša tudi dober nabor lokalnih investitorjev. Tržne mere tveganja nepoplačila, kot so t.i. posli kreditne zamenjave oziroma CDS-ji ali bonitetne ocene na podlagi obveznic (angl. *bond implied rating*) so dobri indikatorji. Pri hudih težavah financiranja lahko pomagajo druge države preko bilateralnih ali multilateralnih posojil, pomoč se lahko zagotovi tudi preko regionalne ali globalne nadnacionalne institucije, kot sta IMF ali Evropski mehanizem za stabilnost.

Naslednji pod-dejavnik dovzetnosti za nepričakovane dogodke je **tveganje bančnega sektorja in druge pogojne obveznosti**. Pogojne obveznosti so zabilančne obveznosti, ki lahko v specifičnih situacijah vplivajo na bilanco države. Ocena pogojnih obveznosti se usmeri na identifikacijo obsega, oceno velikosti in presojo verjetnosti uresničitve. Pogojne obveznosti zajemajo državna jamstva in zaveze plačila ob izpolnitvi določenih pogojev, vključujejo pa še mnoge druge potencialne obveznosti, pri čemer se upošteva tudi pretekla podpora države drugim entitetam. Pri bankah je pomoč možna v obliki državnih poroštev, ki olajšajo izdajo dolga bankam in druge kratkoročne oblike zagotavljanja likvidnosti, ali v obliki direktnih kapitalskih injekcij, na kar se osredotoča analiza bonitetne agencije Moody's, saj so mnenja, da se države raje odločijo za rekapitalizacijo bank v težavah, kot da se izpostavljajo različnim tveganjem ob unovčevanju poroštev. Poleg ocene pogojnih obveznosti države pa upoštevajo tudi verjetnost, da se te potencialne obveznosti spremenijo v dejanske obveznosti, in njihov vpliv na raven dolga.

Pod-dejavnik dovzetnosti za nepričakovane dogodke je tudi **tveganje zunanje ranljivosti**. Za nekatere države ni dovolj, da uporabijo vire v domači valuti, ampak morajo za poplačilo dolga v tuji valuti pridobiti trdno tujo valuto v zameno za sredstva v domači valuti. Najboljši pokazatelji tveganja zunanje ranljivosti merijo omejitve zunanjega financiranja, to so razmerje med bilanco tekočega računa in neposrednih tujih investicij glede na BDP, indikator zunanje ranljivosti, ki meri zmožnost države, da takoj uporabi razpoložljive mednarodne rezerve za poplačilo dolgov kljub temu da investitorji zavračajo refinanciranje obstoječega dolga (angl. *roll over*), ki zapade znotraj obdobja 1 leta, in razmerje med neto pozicijo mednarodnih investicij in BDP.

3.3.4 Omejitve predstavljenega pregleda in drugi pomisleki glede bonitetnih ocen držav

Predstavljen pregled je prikaz metodologije, katerega namen je olajšati razumevanje tipe in razpon dejavnikov, ki jih bonitetna agencija Moody's upošteva pri ocenjevanju tveganja države. Bonitetna ocena lahko odstopa od ocene, nakazane na podlagi štirih splošnih dejavnikov. Prav tako bonitetne ocene vključujejo pričakovanja glede prihodnosti in razvoja tveganj, medtem ko prikazan pregled temelji predvsem na oceni zgodovine. Končne bonitetne ocene lahko vključujejo tudi dejavnike, ki jih je težko izmeriti oziroma imajo v nekaterih primerih precejšen vpliv, vendar jih je težko natančno izraziti v metodologiji določanja bonitetnih ocen. V določenih situacijah ima lahko nek dejavnik veliko večji vpliv na bonitetno oceno, kot je nakazano v predstavljenem pregledu.

3.4 Metodologije in postopki: skupne značilnosti in razlike

Bonitetne ocene držav so se od 1920 spreminjale relativno malo, kljub razvoju industrije bonitetnih ocen in postopkov določanja bonitetnih ocen. Metodologija je razmeroma homogena in temelji na dveh tveganjih, to sta nezmožnost in nepripravljenost plačila. Poleg tega metodologija temelji na seznamu kriterijev in/ali spremenljivk, katerih uteži so subjektivne in javnosti nedostopne. Kot tretje pa bonitetne ocene držav niso določene na podlagi nobene natančne matematične formule. Pri primerjavi metodologij določanja bonitetnih ocen držav, ki jih je bonitetna agencija Moody's uporabljala skozi čas, so ugotovili, da so glavni dejavniki, na podlagi katerih se določi bonitetna ocena, ostali nespremenjeni. V zadnjih dveh desetletjih pa je na kapitalske trge vstopilo veliko držav z nizkimi ali srednjimi prihodki, zato so pridobile bonitetne ocene s strani treh največjih bonitetnih agencij. Te so bile tako prisiljene, da so pri ocenjevanju deželnega tveganja (angl. *sovereign risk*) začele upoštevati dodatne kriterije (Gaillard, 2013, str. 211-213).

Bonitetne agencije eksplicitno ne kvantificirajo skale bonitetnih ocen držav, poleg tega ne stremijo k ohranjanju konstantnih stopenj nepoplačil (angl. *default rate*) za posamezno bonitetno oceno, pač pa jim je bolj pomembna stabilnost bonitetnih ocen držav, predvsem pri višje ocenjenih državah, kar vključuje tudi izogibanje učinkom gospodarskih ciklov. Po zadnji krizi se bonitetne agencije prav tako vedno bolj osredotočajo na stabilnost bonitetnih ocen v kriznih časih (IMF, 2010, str. 89-91).

IMF je v poročilu naredil pregled bonitetnih ocen držav ter metodologij in postopkov njihovega določanja (IMF, 2010, str. 98-101). V splošnem bonitetne ocene držav temeljijo na glavnih gospodarskih dejavnikih v povezavi z nekaterimi kvalitativnimi ovrednotenji. Vse, kar vpliva na bonitetne ocene držav, je podrobno opisano v javno dostopnih dokumentih, kar bi lahko nakazovalo na to, da bi lahko vsaka interna bonitetna ocena temeljila na enakih podatkih. Vendar analiza bonitetnih ocen držav pokaže, da so kvalitativna ovrednotenja prav tako pomembna za določitev bonitetne ocene države. Vse bonitetne agencije pri določanju bonitetnih ocen držav uporabljajo spekter kvalitativnih in kvantitativnih dejavnikov, na podlagi katerih ocenijo zmožnost in pripravljenost države, da poravna svoje obveznosti, in sicer:

- Fitch uporablja makroekonomske politike, učinkovitost in perspektive, strukturne značilnosti gospodarstva, javne finance in zunanje finance;
- Moody's uporablja moč gospodarstva, institucionalno moč, finančno moč države in dovzetnost za tveganje neugodnih dogodkov;
- S&P pa uporablja politično tveganje, gospodarsko strukturo, pričakovano gospodarsko rast, fiskalno prilagodljivost, splošno breme dolgov države, pogojne obveznosti, monetarna prilagodljivost, zunanja likvidnost in breme zunanjega dolga.

Poleg ocene zmožnosti plačila pa ocenijo tudi pripravljenost za plačilo na podlagi kvalitativnih dejavnikov, kot so institucionalna moč, politična stabilnost, fiskalna in monetarna prilagodljivost in vitalnost gospodarstva, poleg tega pa tudi zgodovino poplačil dolgov.

Temeljna analiza pri določanju bonitetnih ocen držav je primerljiva med vsemi agencijami, vendar se razlikuje pri načinu kako so posamezni dejavniki razvrščeni in združeni v skupine. Nabor informacij je torej podoben, vendar Fitch in Moody's svoje indikatorje razvrstita v 4 kategorije, medtem ko jih S&P uporablja 9. Poleg javno dostopnih informacij pa bonitetnim agencijam dodatne informacije posredujejo tudi oblasti držav.

Pri ugotavljanju deželnega tveganja je zelo pomemben tudi nadzor kakovosti podatkov, kljub temu da je pogosto težko izvedljiv. Bonitetne agencije vložijo veliko truda v določanje posameznih dejavnikov bonitetne ocene posamezne države, vendar končna bonitetna ocena države ni določena na podlagi mehaničnih uteži teh dejavnikov, pač pa bonitetno oceno države določi komite ob upoštevanju vseh relevantnih dejavnikov.

Čeprav pri izbiri dejavnikov določanja bonitetnih ocen držav prihaja do pomembnih prekrivanj, se relativne uteži posameznega dejavnika razlikujejo, ne samo med bonitetnimi agencijami, pač pa tudi med različnimi tipi držav. Vsaka izmed bonitetnih agencij ima določen nabor glavnih dejavnikov pri določanju bonitetne ocene. Za vsak dejavnik ocenijo spekter kvantitativnih in kvalitativnih kriterijev.

Kljub temu, da prihaja do nekaterih razlik, pa vse tri bonitetne agencije upoštevajo enake osnovne podatke. Vse 3 bonitetne agencije kot glavne dejavnike upoštevajo BDP na prebivalca, raven in sestavo dolga, finančne vire države, indikator politične stabilnosti in robustnost finančnega sektorja. Prav tako lahko opazimo nekatere razlike, in sicer Fitch in S&P večjo težo pripisujeta pogojnim obveznostim države, medtem ko Moody's pripisuje večjo težo tveganju neugodnih dogodkov. Podobno Moody's in S&P upoštevata širši nabor dejavnikov glede splošne strukture gospodarstva v primerjavi z bonitetno agencijo Fitch.

Vsaka bonitetna agencija se od drugih razlikuje tudi pri združevanju informacij v bonitetno oceno države. Tako Fitch uporabi model določanja bonitetne ocene, ki združi kriterije v

rezultat, kalibriran, da lahko iz njega izpeljejo dolgoročno bonitetno oceno, vendar se lahko končna bonitetna ocena države na osnovi modela precej razlikuje od končne bonitetne ocene, saj model ne zajame vseh relevantnih informacij. Bonitetna agencija Moody's vsakega izmed 4 ključnih dejavnikov oceni po petstopenjski lestvici, ki se združujejo v 3 stopnjah; v zadnji fazi se dejavniki združijo še z informacijami primerljivih subjektov in drugimi relevantnimi informacijami. Bonitetna agencija S&P oceni vsakega izmed 4 ključnih dejavnikov na šeststopenjski lestvici, ki jih nato združijo, vendar ne na podlagi neke določene formule. Poleg tega pri določitvi končne bonitetne ocene države upoštevajo tudi trend vsakega dejavnika in njihovo absolutno raven.

Načeloma vse 3 bonitetne agencije državam določijo bonitetno oceno v domači in bonitetno oceno v tuji valuti. Pogosto sicer med bonitetnima ocenama ni velike razlike, ko govorimo o razvitih državah, pa je pri državah v razvoju pogosto višja bonitetna ocena v domači valuti. Razlike lahko pripišemo dejstvu, da države pogosto lažje poplačajo dolgove v domači valuti, saj lahko centralna banka natisne domačo valuto. Pri določanju bonitetne ocene države v tuji valuti bonitetne agencije upoštevajo zmožnost države, da domačo valuto zamenja za tujo valuto. Dobro razvit domač kapitalski trg, ki omogoča dolgoročno financiranje v domači valuti ob relativno nizkih stroških, pogosto pomeni višjo bonitetno oceno države v domači valuti.

Metodologije določanja bonitetnih ocen se v času razvijajo, prav tako se prilagajajo glede na nove informacije in gospodarski razvoj. Te prilagoditve so pogosto manjše, vendar po vsaki krizi in posledičnih kritikah bonitetnih agencij, te metodologije in postopke prilagodijo in dopolnijo.

Novejše empirične raziskave so poskušale bonitetne ocene držav sestaviti bonitetne ocene držav iz osnovnih vhodnih podatkov. Izsledki so presenetljivi, saj so pokazali, da sestava dolga države in pogojne obveznosti niso pomembni dejavniki bonitetnih ocen države, kljub njihovi ključni vlogi v zadnji finančni krizi. Ena izmed študij je na primer že leta 1996 pokazala, da majhno število dobro definiranih kriterijev določa bonitetne ocene tako v bonitetni agenciji Moody's kot S&P, pri čemer so uteži pri obeh bonitetnih agencijah podobne; od 8 dejavnikov je bilo 6 statistično pomembnih za določanje bonitetne ocene države, vendar med temi dejavniki ni bilo fiskalnih in zunanjih ravnotežij. Študija iz leta 2000 je pokazala, da se zmožnost predvidevanja modela zmanjšuje v prihodnjih letih.

Na tem mestu je potrebno omeniti, da veliko teh raziskav ne posveča pozornosti sestave dolga, ki je pri agencijah S&P in Fitch eksplicitno naveden kot eden izmed ključnih dejavnikov; večina raziskav se osredotoča na raven zunanjega dolga, kar nakazuje na to, da je lahko večina teh raziskav spregledala pomemben dejavnik. Prav tako nobena izmed študij ni upoštevala strukture obrestnih mer ali povprečne zapadlosti dolga. Na drugi strani pa večina študij upošteva vlogo kratkoročnega zunanjega dolga, vendar večina ugotovi, da ni pomemben dejavnik pri določanju bonitetne ocene države, kar je presenetljivo s stališča

poudarka na likvidnostnem tveganju v alternativnih pristopih ocenjevanja tveganj. Vloga kratkoročnega dolga v razvitih državah se je še povečala v zadnji krizi. Novejše empirične raziskave prav tako niso eksplicitno proučile vloge pogojnih obveznosti pri določanju bonitetne ocene države, kljub temu da je tudi to eden izmed pomembnih dejavnikov, ki ga navajajo bonitetne agencije (IMF, 2010, str. 104).

4 BONITETNE OCENE IN ZADNJA FINANČNA KRIZA

4.1 Vloga in slabosti bonitetnih agencij v obdobju pred zadnjo finančno krizo

Kot opozarja Portes (2008), je z bonitetnimi agencijami povezanih več težav, tako v smislu spodbud kot v smislu njihove vloge. Najbolj očiten konflikt interesov najdemo pri strukturiranih finančnih instrumentih, saj lahko bonitetna agencija najprej svetuje pri tem, kako bi konstrukcija instrumenta vplivala na njegovo bonitetno oceno, nato pa še izda bonitetno oceno, ki potrjuje njihov nasvet, pri čemer zasluži dve proviziji. Težava, ki se lahko pojavi, je spodbuda – izdajatelj se pozanima, kje bi dobil najboljšo bonitetno oceno in jo nato plača, bonitetna agencija pa izdajatelja nagradi, ker jo je izbral, z boljšo bonitetno oceno. Težava je tudi v časovni komponenti, saj s spremembo bonitetne ocene bonitetne agencije reagirajo šele po dogodku. Dvomljivi so tudi podatki in modeli, ki jih uporabljajo bonitetne agencije, saj niso vedno uporabni v primerih, ko se trgi obnašajo neurejeno. Težava je tudi v tem, da bonitetne agencije ocenijo verjetnost nepoplačila v določenem obdobju, medtem ko ne upoštevajo, da lahko trg za določen vrednostni papir postane nelikviden, prav tako ne upošteva možnosti okrevanja po nepoplačilu. Najpomembnejši očitek, ki ga navaja literatura, pa je, da bonitetne agencije nimajo dodane vrednosti, saj informacije, ki jih podajo, niso nič boljše od informacij, ki bi jih dober analitik lahko izluščil iz javno dostopnih informacij.

Že pred zadnjo finančno krizo so se pogosto pojavljala vprašanja in dvomi o vlogi bonitetnih agencij. V 90. letih so se kritike nanašale ne le na prepočasno spreminjanje bonitetnih ocen držav, pač pa tudi na procikličnost. Po mnenju nekaterih je na primer mehiška kriza ustvarila občutek, da bonitetne agencije reagirajo na dogodke, namesto da bi jih predvidele. V začetku azijske krize so bonitetne agencije obtožili prepozne reakcije glede zniževanja bonitetnih ocen nekaterih azijskih držav, nato pa so se z razvojem krize kritike preusmerile v znižanja bonitetnih ocen, ki so bila glede na osnovne podatke prevelika. Empirične raziskave so pokazale, da spremembe bonitetnih ocen imajo vpliv na trge, vendar predvsem pri spremembah pričakovanj kot pri dejanskih spremembah bonitetnih ocen. Dejanske spremembe bonitetnih ocen so pomembne predvsem takrat, ko gredo čez mejo sprejemljive naložbene bonitetne ocene (angl. *investment grade*), (IMF, 2010, str. 103-105).

V teoretični literaturi najdemo navedbe 3 načinov, na katere bonitetne ocene držav vplivajo na trge in sicer (IMF, 2010, str. 105):

- "teorija informacijskih storitev", kar se nanaša na reakcije trga na spremembe bonitetnih ocen držav ali njihovih pričakovanj, ne glede na začetni položaj na lestvici;
- "teorija potrditve", ki se nanaša na reakcije trga na spremembe bonitetnih ocen držav preko meje sprejemljive naložbene bonitetne ocene v primerjavi z drugimi spremembami bonitetnih ocen držav;
- "teorija spremljanja" pa se nanaša na vlogo bonitetnih agencij pri odzivih trga na znižanja bonitetne ocene, ki sledijo spremembi pričakovanj na negativna.

Že pred krizo je več regulatorjev sprejelo ukrepe z namenom izboljšati točnost in zanesljivost bonitetnih ocen, ki pa očitno niso dosegli želenih učinkov. Reforma Evropske komisije iz leta 2006 je uvedla več ukrepov za povečanje transparentnosti z javnimi razkritji, posredovanjem finančnih poročil Komisiji in uvedbo postopkov za postopanje z nejavnimi informacijami ter konfliktom interesov. Na tem mestu velja tudi poudariti, da so razlike med predlogi Evropske komisije in SECa velike (Vukašin & Vukasinović, 2010, str. 11).

4.2 Kritike na račun delovanja bonitetnih agencij v zadnji finančni krizi

Zadnja finančna kriza je usmerila pozornost na bonitetne agencije in njihove pomanjkljivosti. Kot opozarja Portes (2008), se bonitetne agencije srečujejo s težavami glavnega zastopnika (angl. *principal agent problems*) in asimetričnimi informacijami. Bonitetne agencije pomagajo investitorjem premagati pomanjkanje informacij glede spremenljivk, ki bodo določile, ali bo posojilojemalec odplačal dolg. Njihova vloga naj bi bila nekakšen "čuvaj", kot revizorji, finančni analitiki in novinarji, vendar so bonitetne agencije bolj dobičkonosne, imajo boljše razmerje med ceno in dobičkom ter so bolj izpostavljene konfliktu interesov.

4.2.1 Razvoj zadnje finančne krize

V svojem magistrskem delu je Kacafura (2009, str. 53) glede zadnje finančne krize zapisal: "Svetovna finančna kriza, ki se je razvila iz nepremičninske krize v ZDA in se nato prenesla na finančno področje, se širi v dveh smereh. In sicer prek ZDA v Evropo in ostale dele sveta ter iz finančnega sektorja nazaj v realni sektor gospodarstva, kjer se je z razraščanjem hipotekarnih posojil in posledično pokom nepremičninskega oziroma hipotekarnega balona tudi začela. Do slednjega je prišlo zaradi listninjenja ali sekuritizacije. Listninjenje je finančna tehnika, ki omogoča preoblikovanje denarnega toka iz manj likvidnih naložb (posojila) v visoko likvidne naložbe (vrednostni papirji), ki se nato prodajo investitorjem. […] Banka namreč s prodajo terjatve iz hipotekarnega posojila pridobi dodatna likvidna sredstva, ki jih v želji po čedalje večjem dobičku uporabi za

sklepanje novih poslov. […] Ameriške banke so sicer vedele, da posojilojemalci hipotekarnih posojil ne bodo zmožni odplačati, a jih to ni pretirano skrbelo, saj so dana posojila in z njimi povezano tveganje nevračila v odvisnosti od metode posredovanja osnovnega denarnega toka prenesli na izdajatelje oziroma investitorje." Večina teh vrednostnih papirjev je imela zelo dobre bonitetne ocene in tudi po padcu cen nepremičnin in znižanju tržnih cen teh vrednostnih papirjev so bonitetne agencije bonitetne ocene po mnenju mnogih zniževale prepočasi.

Nekateri strokovnjaki so mnenja, da je razvoj finančnih trgov v zadnjem času pokazal preveliko odvisnost celotne finančne industrije od bonitetnih agencij. V tradicionalnem bančnem sistemu so banke same nadzorovale odobrena posojila, medtem ko je v trenutnem sistemu strukturiranih finančnih instrumentov nadzor večinoma prepuščen agencijam, ki pa naj svojega dela ne bi opravile zadovoljivo (Vives, 2008).

Ena izmed glavnih značilnosti zadnje krize je njen izvor v razvitih gospodarstvih, medtem ko je mnogo gospodarstev v razvoju ostalo dokaj izoliranih. Bonitetne ocene držav so se začele nižati spomladi leta 2008, močan trend nižanj pa je postal očiten septembra 2008. Nižanja bonitetnih ocen držav so se med regijami močno razlikovala, saj sta na primer Latinska Amerika in Bližnji vzhod pred in po bankrotu Lehman Brothers še naprej beležila višanja bonitetnih ocen, so bile na drugi strani evropske države deležne veliko nižanj bonitetnih ocen. Primerjava nižanja bonitetnih ocen držav s strani 3 največjih bonitetnih agencij pokaže, da sprožilci znižanj niso bili enotni med različnimi spremembami bonitetnih ocen držav, niti med različnimi regijami (IMF, 2010, str. 102-103).

4.2.2 Glavni razlogi za slabo delo bonitetnih agencij

Kritik delovanja bonitetnih agencij je veliko in se med seboj glede na avtorje razlikujejo. Glavne probleme oziroma razloge, ki so pripomogli k slabemu delu bonitetnih agencij, je v tri glavne skupine razdelil Kacafura (2009, str. 63):

- **Neprimernost stimulativnih mehanizmov bonitetnih agencij.**
  Enega od pomembnejših vzrokov za nastalo finančno krizo predstavlja že sam koncept delovanja bonitetnih agencij, saj se razlog za subjektivnost in posledično previsoke ocene skriva v neprimernosti stimulativnih mehanizmov. Način plačila za storitve bonitetnih agencij je ključna težava njihovega delovanja, saj dodeljeno bonitetno oceno plača izdajatelj. Pri tem so bonitetne agencije soočene z nasprotjem interesov, saj ne želijo znižati ocene svojim strankam oziroma plačnikom. Tu se pojavi še ena potencialna težava, saj lahko investitor izbere tisto bonitetno agencijo, ki mu bo dodelila najvišjo bonitetno ocena, ostale agencije pa izgubijo stranko in prihodke. Še ena potencialna težava je že v prejšnjem odstavku omenjena dvojna vloga bonitetnih agencij – kot svetovalec in podeljevalec bonitetne ocene. Največje bonitetne agencije

so deležne tudi kritik na račun svojih preveč domačih odnosov z vodilnimi kadri svojih strank, saj odnosi lahko pomembno vplivajo na proces ocenjevanja.

- **Hitra rast kompleksnih finančnih instrumentov.**
  Kompleksni finančni instrumenti so se v zadnjem desetletju zelo razširili, njihova uporaba pa se je močno povečala, pri čemer so imele pomembno vlogo 3 največje bonitetne agencije, saj so odobrile proces listninjenja, katerega rezultat so bile tudi zelo visoke bonitetne ocene za vrednostne papirje, ki so bili izdani na osnovi zelo tveganih hipotekarnih posojil. Z izbruhom krize so nato bonitetne agencije mnogim tovrstnim instrumentom močno znižale bonitetne ocene, kar potrjuje domnevo o premalo strogem ocenjevanju. Bonitetne agencije se na navedene kritike odzivajo z argumentom, da so njihove bonitetne ocene zgolj osnova za bolj podroben pregled oziroma da so njihove bonitetne ocene le mnenja o verjetnosti, da določen vrednostni papir ne bo poplačan v določenem obdobju in ne mnenje o verjetnosti, da bo trg za določen vrednostni papir postal nelikviden. Znižanje bonitetnih ocen pa razlagajo z argumentom, da so prvotne bonitetne ocene lahko napačne zaradi nepopolnih ali celo napačnih informacij, ki jim jih podajo njihove stranke.
- **Vprašanje kvalitete podatkov in uporaba matematičnih modelov.**
  Temeljno poslanstvo bonitetnih agencij je podajanje neodvisnih mnenj, pri tem pa je kvaliteta teh mnenj odvisna tudi od kvalitete uporabljenih podatkov in matematičnih modelov. Bonitetne agencije se pri napovedi prihodnje sposobnosti poplačil opirajo na zgodovinske podatke (za katere vemo, da niso nujno dober pokazatelj gibanj v prihodnosti) ob uporabi različnih scenarijev gospodarskih gibanj. Izkušnje kažejo, da preveliko zanašanje na matematične modele vodi do napačnih bonitetnih ocen predvsem v razmerah velikih sprememb na trgih, kar so nekatere bonitetne agencije tudi priznale. Zadnja kriza je znižala pomen in vrednost matematičnih modelov, ki jih uporabljajo bonitetne agencije, prav tako so bonitetne agencije spremenile in prilagodile svoje metodologije ocenjevanja.

4.2.3 Bonitetne agencije in zadnja finančna kriza

Povezave med bonitetnimi agencijami in zadnjo finančno krizo sta proučevala tudi Vukašin in Vukasinović na mednarodni konferenci na Ekonomski fakulteti univerze v Sarajevu in svoje ugotovitve objavila tudi v pisni obliki (Vukašin & Vukasinović, 2010, str. 5-10). Pomembno vlogo bonitetnih agencij v finančnem sistemu krivita za veliko vlogo bonitetnih agencij v zadnji finančni krizi. Osnova zanjo je bila ekspanzivna rast trga sekundarnih posojil, ki jim pred prodajo končnim investitorjem bonitetne agencije določijo bonitetne ocene. Mnogi investitorji so se zanesli na te bonitetne ocene, vendar se mnenja, do katere mere so bonitetne agencije imele vpliv na finančno krizo, deljena. Predvsem se to nanaša na instrumente z najvišjimi bonitetnimi ocenami, saj imajo nekateri investitorji omejitve glede najnižje sprejemljive bonitetne ocene njihovih naložb, zato so se bonitetne agencije osredotočile predvsem na najvišje bonitetne ocene, pri čemer pa je bila bonitetna ocena pogosto previsoka glede na realno kreditno sposobnost.

V splošnem se kritike nanašajo predvsem na uporabo premalo zgodovinskih podatkov glede kreditnih tveganj novih instrumentov in na pomanjkljivosti metodologij določanja bonitetnih ocen. Zgodovinski podatki, na katerih so temeljile bonitetne ocene, so namreč temeljili na ugodnih gospodarskih pogojih rasti nepremičnin in nepremičninskih posojil, kar pa ni dobra osnova za oceno kreditne sposobnosti v času recesije in negativnih trendov.

Ne samo metodologija, prav tako je za pravilno bonitetno oceno pomembno, da so informacije, ki jih pridobi bonitetna agencija, pravilne. Preiskava SEC-a pa je pokazala, da bonitetne agencije niso izkazale zadostne skrbnosti glede pravilnosti pridobljenih informacij. Posledično so projekcije kreditnih tveganj vodile do napačnih napovedi.

Investicijske banke in druge specializirane institucije so kreirale različne kompleksne strukturirane finančne instrumente, pri katerih so imele bonitetne agencije aktivno vlogo, saj vsaki kategoriji instrumenta glede na kvaliteto posojil pripisali verjetnost, da bodo obveznosti poplačane. Glavne bonitetne agencije so uporabile podobne metode ocenjevanja verjetnosti poplačil.

Investitorji so pri nakupu najbolje ocenjenih strukturiranih finančnih instrumentov dobili do šestkrat višje donose kot pri drugih instrumentih z enako bonitetno oceno, zato je bilo povpraševanje po njih ogromno. Bonitetne agencije niso bile obvezane razkriti podrobnih informacij glede metodologij določanja bonitetnih ocen. Ena izmed treh največjih bonitetnih agencij celo ni imela uradnega postopka določanja bonitetnih ocen za strukturirane finančne instrumente, zato so njihove ocene temeljile na postopku določanja bonitetnih ocen drugih finančnih instrumentov, ki pa se od strukturiranih finančnih instrumentov močno razlikujejo.

Bonitetne agencije niso predvidele, da bo majhno število bankrotov podjetij sprožilo val bankrotov podjetij, kar je vodilo v največjo finančno krizo po Veliki depresiji. Kompleksni finančni instrumenti so namreč zelo občutljivi na sistematično tveganje, ki ga ni mogoče zmanjšati z diverzifikacijo.

Analiza delovanja bonitetnih ocen v času ekspanzije pred začetkom krize pokaže nekaj pomembnih dejstev. Rast prihodkov, ki so ga bonitetne agencije ustvarile iz ocenjevanja strukturiranih finančnih instrumentov, je bila hitrejša od rasti števila bonitetnih ocen. Močno se je povečalo tudi število zaposlenih, vpletenih v proces določanja bonitetnih ocen, saj se je število zaposlenih povečalo izrazito manj, kot se je povečalo število novih bonitetnih ocen, kar pomeni, da so imeli zaposleni manj časa za oceno kreditne sposobnosti in spremljavo bonitetnih ocen. Ena od kritik se nanaša tudi na dejstvo, da novi zaposleni niso imeli dovolj delovnih in profesionalnih izkušenj. Posledično je veliko zanašanje na kompleksne in težko razumljive matematične in statistične modele ob

hkratnem pomanjkanju časa, premalo posvečanju pozornosti in sposobnosti analitikov, vodilo do katastrofalnih posledic.

4.3 Reforme, usmerjene v izboljšanje delovanja bonitetnih agencij

4.3.1 Predlogi stroke

Portes (2008) navaja, da so akademiki in oblikovalci politike pripravili že veliko priporočil, od podržavljenja bonitetnih agencij do razveljavljena uradnega priznanja bonitetnih ocen.

Kot povzema Kacafura (2009, str. 66), možni ukrepi zajemajo predvsem samoregulacijo in regulacijo bonitetnih agencij. V *samoregulacijo* spadajo aktivnosti za večjo transparentnost metodologij ocenjevanja, strožji interni ocenjevalni postopki ter višja kvaliteta in doslednost pri uporabi podatkov in matematičnih modelov. Kljub temu ostaja kritika, da bonitetne agencije niso proaktivne in da z zapoznelim zniževanjem bonitetnih ocen delno izkrivljajo sliko obsega kreditnega tveganja na trgih. Po mnenju nekaterih bi morale biti bonitetne ocene vedno podprte z natančnim spremljanjem tržnega vrednotenja kreditnega tveganja. Tako so se razvile tržno podprte bonitetne ocene (angl. *market implied ratings*), ki pogosto odstopajo od bonitetnih ocen bonitetnih agencij, saj odražajo pričakovanja trga. Med ukrepe *regulacije* pa uvrščamo več ukrepov regulatornih organov, mnoge je že sprejela Evropska unija. Regulacija se trenutno močno razlikuje med državami, saj se evropske države zavzemajo za strožji nadzor, medtem ko se ZDA zavzemajo za omejen nadzor nad delovanjem bonitetnih agencij. Na tem mestu velja omeniti, da so vse tri največje bonitetne agencije ameriške.

Še nekatere predloge za izboljšanje delovanja je razložila Emanuela Smajla v svojem diplomskem delu (Smajla, 2009), ki predlaga pravila na svetovni ravni, torej pravila, ki bi za bonitetne agencije veljala po vsem svetu. Prvi sklop rešitev se nanaša na plačilo izdelave bonitetne ocene. Eden izmed predlogov je, da bi izdajatelj bonitetno oceno bonitetni agenciji plačal vnaprej, kar bi preprečilo navskrižje interesov, še vedno pa ne bi preprečili možnosti izbiranja izdajateljev med različnimi bonitetnimi agencijami. Kot drugi predlog je sistem, ki je bil že v veljavi do leta 1970, vendar je bil opuščen zaradi učinka zastonjkarstva, to je sistem "investitor plača". Možna rešitev je tudi, da bonitetno oceno plača borza oziroma organizacija, ki bi bila ustanovljena v ta namen in bi ločevala bonitetne agencije in investitorje, saj bi zbirala denar od investitorjev in naročala bonitetne ocene pri eni določeni ali več različnih bonitetnih agencijah. Drugi sklop rešitev pa se nanaša na večjo konkurenco, kar pomeni več udeležencev na trgu.

Države so se reševanja težav z bonitetnimi agencijami lotile na 2 načina, z nižanjem odvisnosti od bonitetnih ocen in z direktno regulacijo bonitetnih agencij. Ob tem se regulatorji zavedajo, da se bodo nekateri manjši investitorji še vedno zanašali na bonitetne

ocene. Centralne banke še naprej mehansko uporabljajo bonitetne ocene pri določanju, katere vrednostne papirje bodo vzele v zavarovanje pri zagotavljanju likvidnosti in drugih operacijah na trgih, ter pri apliciranih diskontih. Tudi zasebni sektor je še vedno odvisen od bonitetnih ocen, tudi vzajemni skladi, pokojninski skladi, zavarovalnice in mnogi drugi jih uporabljajo pri določanju vsaj minimalnih investicijskih standardov. Države pri iskanju alternativ bonitetnim ocenam pazijo, da se ne bi obrnili k slabšim alternativam, ki še niso dovolj robustne. Ena izmed velikih težav bonitetnih agencij je način plačila, saj bonitetne ocene plačajo izdajatelji, kar lahko vodi do iskanja najboljše bonitetne ocene, kar je v nasprotju z namenom, ki bi ga morale imeti bonitetne agencije, to je da zagotovijo neodvisne bonitetne ocene (IMF, 2010, str. 91-94).

Na tem mestu velja izpostaviti tudi dejstvo, da je povečana vloga bonitetnih ocen pri delu regulatorjev ob hkratni omejeni konkurenci, postavila bonitetne agencije v zanimiv položaj, ko jim na trgu ni treba tekmovati, saj imajo trg tako rekoč zagotovljen, zato jim tudi ni treba tekmovati na področju kvalitete bonitetnih ocen. Med predlogi v ZDA so se tako znašli bonitetna ocena, ki jo predpiše NRSRO, vladne agencije so zadolžili za proučitev alternativnih poslovnih modelov in načinov plačil bonitetnim agencijam, prepoved vsem, ki sodelujejo pri pogajanjih glede cene za pripravo bonitetne ocene, da bi sodelovali tudi pri sami izdelavi bonitetne ocene, plačilo glede na uspešnost (samo manjši del plačila bi izvedli vnaprej, ostalo pa bi plačevali kasneje, glede na točnost bonitetne ocene) in predlog, da bi bonitetne agencije morale biti lastnice določene deleže naložb, ki bi jim pripisali najvišje bonitetne ocene (IMF, 2010, str. 91-94).

4.3.2 Ukrepi bonitetnih agencij

Od začetka krize so že same bonitetne agencije uvedle več izboljšav glede kvalitete bonitetnih ocen, transparentnosti in upravljanja. Izvedli so ponoven pregled bonitetnih ocen v različnih instrumentov in po potrebi popravili bonitetne ocene, posodobili so kriterije in modele z novimi dejavniki in predpostavkami. Več bonitetnih agencij je izboljšalo izobraževanje zaposlenih. Za povečanje transparentnosti so dali večji poudarek na objavo osnovnih raziskav in prenovljenih spletnih straneh (IMF, 2010, str. 94-96).

Glavne bonitetne agencije so ponovno pregledale svoje kodekse ravnanja, pri čemer so se osredotočili predvsem na kvaliteto in integriteto procesa določanja bonitetne ocene in zniževanju konfliktov interesov. Nekatere bonitetne agencije so tudi posodobile politike pristojbin, s katerimi so določili bolj jasno mejo med osnovnimi aktivnostmi določanja bonitetnih ocen in drugih poslovnih aktivnosti, pri čemer so posebej določili katere dejavnosti niso vključene v osnovne poslovne aktivnosti. Prav tako so uvedli preglede za nazaj, to pomeni preglede zgodovine bonitetnih ocen, kadar analitik zapusti bonitetno agencijo in se pridruži podjetju, ki mu je prej določal bonitetno oceno (IMF, 2010, str. 94-96).

4.3.3 Ukrepi Evrope

Evropska komisija je zaradi izbruha finančne krize leta 2008 predlagala uredbo o agencijah za ocenjevanje bonitete, katere prva verzija je bila s strani Evropskega parlamenta in sveta sprejeta leta 2009 in nato večkrat dopolnjena.

Namen prvotne uredbe o bonitetnih agencijah (Evropski parlament, 2009) je bil zmanjšanje možnosti konflikta interesov med bonitetno agencijo in ustanovo, ki ji agencija podeljuje bonitetno oceno. S sistemom rotacije naj bi preprečili, da bi uslužbenci agencij, ki so v neposrednem stiku s svojimi klienti, izvajali ocenjevanje posamezne ustanove dlje kot pet let zapored. Rotirali naj bi posamezniki, ne pa celotne ekipe ocenjevalcev.

Agencije morajo tudi objaviti podatke o nadomestilih, ki jim jih v skladu s pogodbami izplačujejo ustanove. Nad delovanjem bonitetnih agencij izvaja nadzor Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje, katerega naloga je registracija agencij, preverjanje njihove ustreznosti glede spoštovanja pravil in preklic registracije, če bodo pravila prekršena. O teh postopkih odbor obvešča države članice. Poleg nadzora ocenjuje tudi delovanje agencij in izdaja statistične podatke o zanesljivosti njihovih ocen.

Ob sprejetju uredbe so se poslanci zavzeli za oblikovanje nove, neodvisne in neprofitne bonitetne agencije, ki naj bi izboljšala kakovost evropskih ocen, njeno delovanje pa naj bi financirali EU, finančne ustanove in ocenjena podjetja. V skladu z uredbo morajo bonitetne agencije javno objaviti metodologijo svojega ocenjevanja. Zagotavljati morajo, da njihove ocene temeljijo na vseh dostopnih podatkih, ki so zadostne kakovosti in prihajajo iz zanesljivih virov. Uporabnike bonitetnih ocen morajo opozarjati na specifične razlike med tako imenovanimi strukturiranimi in klasičnimi finančnimi produkti. Ocene strukturiranih produktov bi zato morale biti razvrščene v drugačne kategorije, ali pa bi morale biti poleg njihove ocene dane še dodatne informacije o posebnostih in tveganjih.

Nova uredba, ki je bila sprejeta leta 2011, se je osredotočala na registracijo, poslovanje in nadzor bonitetnih agencij, ki jih lahko strnimo v 3 točke (Evropska komisija, 2011a):

- Registracija: Za registracijo mora bonitetna agencija izpolnjevati številne obveznosti o poslovanju, da se zagotovita neodvisnost in celovitost postopka ocenjevanja in izboljša kakovost objavljenih ocen. Evropski organ za vrednostne papirje in trge (v nadaljevanju ESMA) je od julija 2011 odgovoren za bonitetne agencije v EU.
- Poslovanje: Obstoječa uredba zahteva, da se bonitetne agencije izogibajo navzkrižju interesov, zagotavljajo kakovostne ocene (zahteva se na primer stalni nadzor bonitetnega ocenjevanja) in metodologije ocenjevanja (ki morajo biti med drugim stroge in sistematične) ter visoko raven preglednosti (bonitetne agencije morajo na primer vsako leto objaviti poročilo o preglednosti).

- Nadzor: Od julija 2011 ima ESMA izključna pooblastila za nadzor bonitetnih agencij, registriranih v EU, ter ima obsežna pooblastila za preiskave, vključno z možnostjo, da zahteva vse dokumente ali podatke, pozove in zasliši osebe, opravi preglede na kraju samem in naloži administrativne sankcije, globe in periodične denarne kazni. To na evropski ravni centralizira in poenostavi nadzor bonitetnih agencij. Centralizirani nadzor zagotavlja enotno kontaktno točko za registrirane bonitetne agencije, znatno izboljšanje učinkovitosti zaradi krajših in manj zapletenih postopkov registracije in nadzornih postopkov ter doslednejšo uporabo pravil za bonitetne agencije. Bonitetne agencije so edine finančne institucije, ki jih neposredno nadzoruje evropski nadzorni organ.

Nova uredba in direktiva iz leta 2011 sta po mnenju Evropske komisije potrebovali odpravo pomanjkljivosti, ki so jih strnili v štiri glavne cilje dopolnitev uredbe leta 2011 (Evropska komisija, 2011a):

- zagotoviti, da finančne institucije pri odločitvah glede naložb ne zaupajo slepo zgolj bonitetnim ocenam,
- preglednejše in pogostejše ocene državnega dolga,
- večjo raznolikost in strožjo neodvisnost bonitetnih agencij za odpravo navzkrižij interesov, ter
- zagotoviti, da bonitetne agencije v večji meri odgovarjajo za ocene, ki jih objavijo.

Novi predpisi za bonitetne agencije so začeli veljati sredi leta 2013, prinesle pa so predvsem naslednje novosti (Za bonitetne hiše začenja veljati ostrejša zakonodaja, 2013):

- ocene je mogoče objaviti le ob petkih po zaprtju borz ali vsaj eno uro pred odprtjem trgov v EU;
- obveščanje držav 24 ur pred izdajo ocene (in ne več le 12 ur prej),
- javno razkritje lastnikov bonitetnih družb s pet- ali večodstotnim deležem kapitala ali glasovalnih pravic, ki imajo hkrati v lasti pet ali več odstotkov ocenjevanega subjekta; v teh primerih bonitetna agencija ne bo smela izdati bonitetne ocene;
- osveževanje bonitetnih ocen na 6 mesecev (in ne več na 12 mesecev);
- tri največje bonitetne agencije, ki pokrivajo okrog 95 % trga, morajo pripraviti koledar ocenjevanja članic Unije; nenaročene ocene držav lahko izvajajo največ trikrat letno, odstopanja pa so mogoča le v izjemnih okoliščinah in z ustrezno utemeljitvijo;
- finančne institucije morajo okrepiti lastne sisteme ocenjevanj posojilnih tveganj, s čimer bi se izognili sklicevanju na zunanje ocene.

S temi ukrepi naj bi postale bonitetne agencije odgovornejše in preglednejše, hkrati pa naj bi se zmanjšalo pretirano zanašanje na bonitetne ocene bonitetnih agencij in izboljšala kakovost postopka ocenjevanja. Vse ocene bodo objavljene na evropski platformi, ki naj bi bila na voljo od junija 2015.

5 PRIMERJAVA BONITETNIH OCEN IN CDS-jev ZA IZBRANE DRŽAVE V OBDOBJU ZADNJE FINANČNE KRIZE

5.1 Koncept CDS in njihove osnovne značilnosti

Posli kreditne zamenjave oziroma CDS-ji so po definiciji Evropske komisije (Evropska komisija, 2011b) so izvedeni finančni instrumenti, ki se včasih uporabljajo kot oblika zavarovanja proti tveganju nepoplačila s strani institucije ali države. V zameno za letno premijo je kupec CDS-ja zavarovan proti tveganju nepoplačila referenčnega subjekta (določen v pogodbi) s strani prodajalca. Če referenčni subjekt ne poplača svojih obveznosti, prodajalec zavarovanja kupcu kompenzira stroške nepoplačila.

5.1.1 Poročilo ECB o CDS

Zadnja finančna kriza je izpostavila vpliv tveganja nasprotne stranke (angl. *counterparty risk*), sploh pri izvedenih finančnih instrumentih (angl. *derivatives*), s katerimi se trguje zunaj organiziranega trga. Vloga CDS-jev je kontroverzna, saj naj bi po mnenju nekaterih še poslabšali stanje na finančnih trgih. CDS-ji so v skladu z definicijo ECB (2009) izvedeni finančni instrumenti, ki udeležencem trga omogočajo, da prenesejo ali prerazporedijo kreditno tveganje. Investitor lahko kupi CDS zavarovanje, da se zavaruje za primer nepoplačila določenega dolga.

Trg CDS-jev je relativno likviden, zato je hkrati tudi uporaben vir informacij glede primernih cen dolga v normalnih okoliščinah. Vendar je za nekatere velikost trga CDS-jev skupaj z netransparentnostjo, koncentracijo in medsebojnimi povezavami, lahko tudi znak, da predstavlja sistematično tveganje stabilnosti finančnih trgov. Trg CDS-jev se relativno majhen v primerjavi z drugimi instrumenti, s katerimi se trguje zunaj organiziranega trga, kljub temu da v zadnjih letih hitro raste. Ker ni reguliran, je netrasparenten in posledično je težko oceniti njegov vpliv na razpršitev tveganja.

Poročilo, ki ga je na temo CDS pripravila ECB, se je oprlo na podatke, ki jih je posredovalo 31 največjih evropskih finančnih institucij, in je razdeljeno na 4 glavne dele, govori pa o trgu CDS v EU:

- Trg CDS ostaja zelo koncentriran, obvladuje ga majhna skupina trgovcev, zato je glavna skrb evropskih bank tveganje nasprotne stranke (angl. *counterparty risk*). V času izdelave poročile je v Evropi 10 največjih trgovcev predstavljalo med 62 in 72 % izpostavljenosti (merjeno v bruto tržni vrednosti), pri čemer je koncentracija večja kot pred krizo, saj so nekateri udeleženci zapustili trg. Večja koncentracija pa pomeni

večje likvidnostno tveganje (angl. *liquidity risk*). Udeleženci trga so prav tako izrazili zaskrbljenost glede relativnega pomanjkanja prodajalcev.

- Medsebojne povezave na trgu CDS preko različnih izvedenih finančnih instrumentov, s katerimi se trguje zunaj organiziranega trga, pomenijo večje tveganje okužbe (angl. *contagion risk*). Nevarnost finančni stabilnosti predstavlja tudi dejstvo, da banke morda le menjajo eno tveganje za drugo - kreditno tveganje za tveganje nasprotne stranke.
- CDS-ji se vedno pogosteje uporabljajo kot indikatorji cen za druge trge, vključno s posojili, krediti in celo delnicami. Vpliv teh povezav še ni bil bolj podrobno raziskan. Kljub temu da je trg CDS-jev uporaben vir informacij v normalnih tržnih razmerah pa je zanesljivost v stresnih časih vprašljiva. Zaradi značilnosti trga CDS je težko zanesljivo oceniti likvidnost na različnih segmentih trga.
- V začetku leta 2009 so se začeli pojavljati vedno večji CDS razmiki (angl. *CDS spreads*) – CDS razmik je premija, ki jo kupec zavarovanja plača prodajalcu, navadno se plačuje četrtletno (premija, ki znaša 50 bazičnih točk, pomeni 0,5 % oziroma kot zavarovanje za 1 milijon EUR dolga kupec plača 5.000 EUR letno). Takrat se je pojavila potreba po proučitvi vplivov, ki bi jih lahko imele te razlike na bonitetne ocene držav v razmerah nelikvidnosti, in potencialnih negativnih zank.

V skladu z ugotovitvami poročila so predlagana tudi področja, na katera morajo biti regulatorji posebej pozorni. Predvsem so ocenili, da sta za boljšo oceno sistematičnega tveganja potrebna podrobnejša razkritja in večja transparentnost. Nekoliko boljši pregled nad tržnimi količinami je že zagotovil ponudnik tržnih storitev (angl. *market service provider*) z razkritjem statistik. Kljub temu pa so za boljše obvladovanje sistematičnega tveganja potrebne izboljšave še na mnogih področjih, ki so jih strnili v 4 sklope:

- obširno razkritje tveganj nasprotne stranke, vključno s koncentracijo izpostavljenosti do nasprotne stranke (angl. *counterparty concentration exposure*) tako za posamezno institucijo kot za celoten trg;
- razlike med glavnimi viri informacij v smislu pokrivanja informacij in metodologij, bi morale omogočati udeležencem trga in regulatorjem dostop do obširnega in konsistentnega pregleda trga;
- izboljšave so možne tudi na ravni javnih razkritij v smislu rednih razkritij bruto ocenjenih vrednosti in bruto tržnih vrednosti za kupljene in prodane CDS-je, prav tako pa tudi neto tržne vrednosti za nezavarovane transakcije z izvedenimi finančnimi instrumenti ter informacije o največjih izpostavljenosti do nasprotnih strank;
- dostop do informacij o cenah CDS-jev ostaja težava za udeležence na trgu, ki niso trgovci, zato bi bila transparentnost glede količin zelo zaželena tako s strani udeležencev, ki niso trgovci, in regulatorjev.

ECB je ocenila, da so za zagotavljanje finančne stabilnosti zaradi potencialnega vpliva CDS razmikov na finančne trge ob upoštevanju možnega učinka negativnih povratnih

informacij, potrebne nadaljnje raziskave na mnogih področjih. Prav tako bi bilo potrebno uvesti regulatorni nadzor.

Evropska komisija je po objavi poročila ECB izvedla več korakov za boljšo regulacijo trga CDS-jev. Najpomembnejši korak je bil sprejetje uredbe o prodaji na kratko in določenih vidikih poslov kreditnih zamenjav (Uradni list Evropske unije, 2012).

5.1.2 Nekriti CDS-ji

Nekriti CDS-ji (angl. *naked CDS*) so po definiciji Evropske komisije (Evropska komisija, 2012) takrat, kadar investitor kupi zavarovanje (CDS-je), brez izpostavljenosti do izdajatelja. V tem primeru ima investitor korist, če pride do povečanja kreditnega tveganja ali nepoplačila dolga. Ekonomsko gledano je to enako kot kratka prodaja vrednostnega papirja.

EU je nekrite CDS-je prepovedala z uredbo o prodaji na kratko in določenih vidikih poslov kreditnih zamenjav konec leta 2012. To je povzročilo, da je trgovanje s CDS-ji v Evropi skoraj popolnoma zamrlo že po sprejetju uredbe, še bolj pa po začetku veljave uredbe (Ruffoni, 2014).

Prepoved nekritih CDS-jev so analizirali tudi v Reutersu (Dolan, 2013). Glavni argument za uvedbo prepovedi je bil, da špekulanti stavijo na nepoplačilo dolga države brez da bi bili imetniki osnovnega instrumenta, s tem pa trg postane bolj dovzeten za špekulacije. Finančna industrija se je pričakovano uprla, napovedovali so izkrivljene informacije, nižjo likvidnost in predvsem nasprotni učinek od želenega, saj naj bi potencialni kupci obveznic kupovali manj obveznic zaradi nedostopnosti zavarovanja. Kljub napovedim pa so cene evropskih obveznic po uvedbi prepovedi nekritih CDS-jev obnašale precej bolj stabilno, čeprav je prišlo do nekaterih stresnih situacij.

5.2 PRIMERJAVA BONTETNIH OCEN IN CDS-jev

Zaradi počasnih odzivov bonitetnih agencij pri hitrih spremembah na finančnih trgih sem se odločila preveriti, ali so CDS-ji boljši pokazatelj tveganja državnih obveznic kot bonitetne cene držav. Kljub vsem kritikam, omejitvam in zadržkom glede uporabe, so CDS-ji tržna kategorija in se bi morali spreminjati v skladu s pričakovanji investitorjev. Kljub temu, da je prepoved EU glede uporabe nekritih CDS-jev povzročila zamrtje trga CDS-jev v Evropi, pa so se namesto CDS-jev v evrih začeli uporabljati CDS-ji v ameriških dolarjih.

Odločila sem se narediti analizo za evropske države, ki jih zaradi finančne krize poznamo pod imenom PIIGSS, to so Portugalska, Italija, Irska, Grčija, Španija in Slovenija. Za vsako državo sem naredila graf, ki zajema obdobje od prve bonitetne ocene (zato se začetni

datumi razlikujejo med državami) do 31.12.2015. Ker so bile spremembe bonitetnih ocen pred zadnjo finančno krizo redke in ker so bila nihanja CDS-jev majhna, sem za vsako državo naredila še graf, ki prikazuje obdobje od začetka leta 2008 do 31.12.2015.

V grafih sem upoštevala samo dejanske spremembe bonitetnih ocen, ne pa tudi objav, da se bonitetna ocena pregleduje oziroma da obstaja možnost spremembe. Upoštevala sem dolgoročne bonitetne ocene držav v domači valuti. Podatke o CDS-jih sem dobila na Bloombergu, in sicer sem uporabila podatke o 5 letnih USD CDS-jih, vir CBIN - Bloomberg Intra NY.

5.2.1 Grčija

Odločila sem se začeti z Grčijo, saj ima najbolj razgiban graf, poleg tega je dogajanje v Grčiji močno vplivalo tudi na druge evropske države. Pregled zgodovine dogodkov v Grčiji so strnjeno pripravili v BBC-ju (Greece profile - Timeline, 2015) in ga na tem mestu kratko povzemam od časa pred finančno krizo pa do 31.12.2015.

Že konec leta 2004 je Evropska komisija Grčiji izdala opozorilo po tem ko so ugotovili, da so Grki v procesu priključevanja evro območju ponaredili podatke o proračunskem primanjkljaju. Oktobra 2009 je na volitvah zmagala opozicija, premier je postal George Papandreou, ki je objavil nekatere nove oziroma dejanske podatke o stanju javnih financ, kar je povzročilo, da je decembra 2009 bonitetna agencija S&P znižala bonitetno oceno Grčiji, premier pa napovedal program strogega varčevanja. Nove programe varčevanja je vlada objavila tudi v začetku leta 2010. Zaradi grozečega nepoplačila dolga so države evro območja Grčiji maja odobrile 110 mrd EUR pomoči, v zameno pa zahtevale še strožje varčevalne ukrepe.

Julija 2011 so se voditelji evropskih držav dogovorili o pomoči Grčiji v višini 109 mrd EUR preko Evropskega instrumenta za finančno stabilnost (European Financial Stability Facility, v nadaljevanju EFSF), vse 3 bonitetne agencije pa so Grčiji pripisale bonitetne ocene zelo visokega tveganja nepoplačila. Oktobra 2011 so se evropski voditelji dogovorili za odpis 50 % dolga Grčije v zameno za dodatne varčevalne ukrepe, o čemer je želel premier Papandreou glasovanje na referendumu. Zaradi plaza kritik je nato referendum odpovedal in ponudil svoj odstop.

Vlogo premierja je začasno prevzel bivši guverner grške centralne banke Lucas Papademos, volitve pa so razpisali za pomlad 2012. Kljub nasilnim protestom je grški parlament februarja 2012 potrdil nov paket varčevalnih ukrepov v skladu z dogovorom o pomoči v višini 130 mrd EUR. Marca 2012 so dosegli dogovor po prepolovitvi dolga še s privatnimi investitorji.

Zmagovalne 3 stranke na volitvah maja 2012 niso uspele doseči dogovora o koaliciji, zato so nove volitve potekale junija 2012. Tokrat je uspel Antonis Samaras sestaviti koalicijo. V začetku leta 2013 je brezposelnost narasla na 26,8 %, brezposelnost med mladimi pa na skoraj 60 %. Decembra 2013 je parlament sprejel proračun, ki predvideva vrnitev gospodarske rasti po 6 letih recesije. Po novih sprejetih varčevalnih ukrepih je aprila 2014 Grčija na finančnih trgih prvič po začetku krize izdala dolg.

Naslednji mesec je na volitvah zmagala stranka Siriza, vendar parlament ni uspel izvoliti predsednika, zato so morajo ponovno razpisati druge volitve. Tako je januarja 2015 postal premier Alexis Tsipras iz stranke Siriza. Nova vlada se je dogovorila za podaljšanje pomoči v zameno za opustitev nekaterih ukrepov, ki so bili proti varčevanju.

Sredi leta 2015 je ECB ukinila financiranje v sili, posledično je Grčija zaprla banke in uvedla nekatere ukrepe za nadzor kapitala. Volivci so na referendumu zavrnili pogoje EU za pomoč. Kljub temu je Grčija avgusta 2015 pristala na pogoje tretjega paketa pomoči, ki vključujejo nove varčevalne ukrepe, saj so se lahko le na ta način izognili bankrotu in potencialnem izstopu iz evro območja.

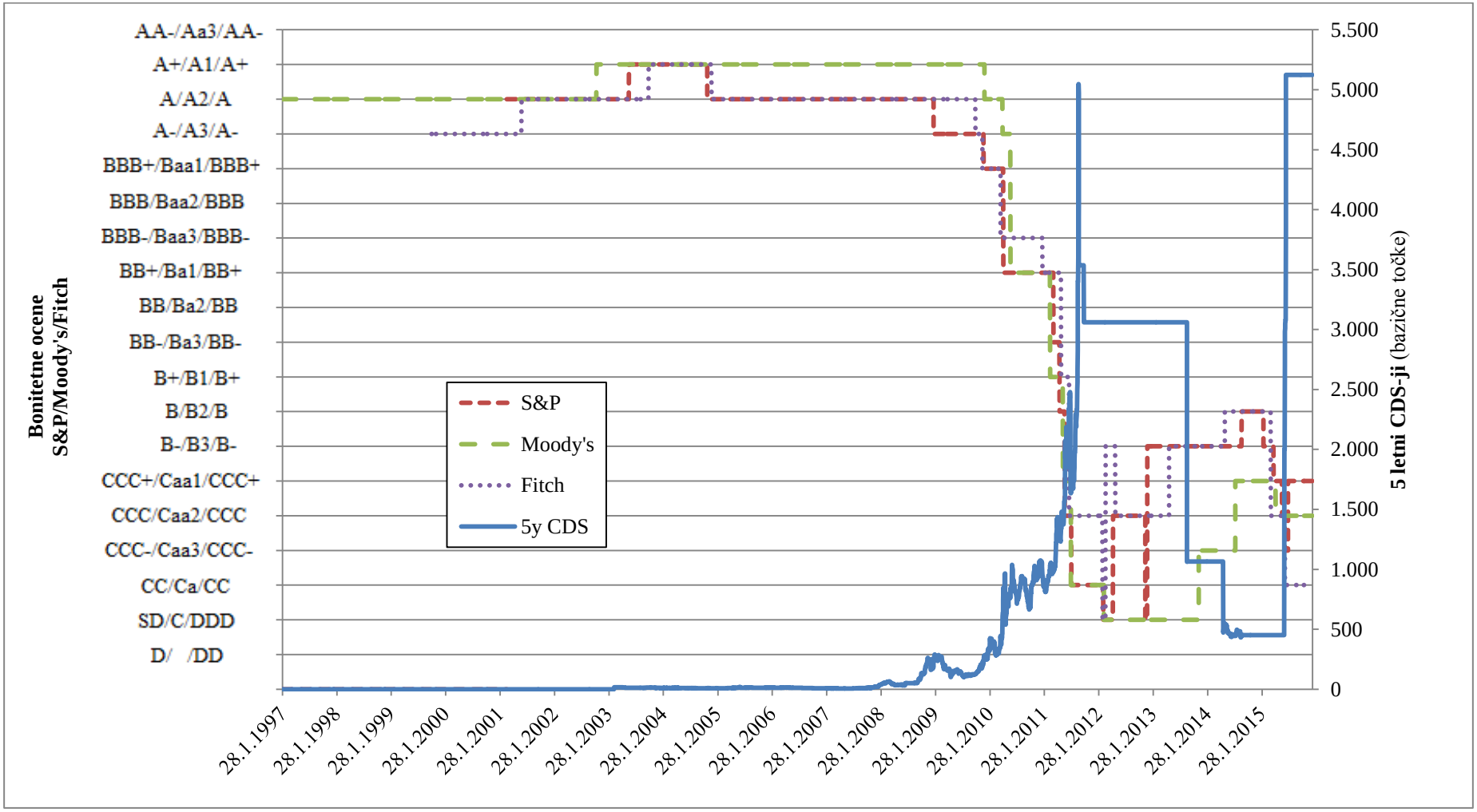
Na sliki 4 vidimo spremembe bonitetnih ocen in gibanje 5 letnih CDS-jev od 28.1.1997, ko je Grčija dobila prvo bonitetno oceno A2 bonitetne agencije Moody's, do dne 31.12.2015. Spremembe bonitetnih ocen so bile pred letom 2009 redke. Prva bonitetna agencija, ki je Grčiji znižala bonitetno oceno zaradi finančne krize januarja 2009, je bila S&P.

Dogajanje v času krize, torej od začetka leta 2008 do 31.12.2015, je prikazano na sliki 5, začetek krize pa je še bolj podrobno prikazan na sliki 6, kjer vidimo dogajanje v letih 2008 in 2009. Iz slike 6 je razvidno, da so se 5 letni CDS-ji Grčije večino leta 2008 gibali okrog vrednosti 50, konec leta pa so narasli na vrednosti okrog 250 (na sliki se povišanje ne zdi veliko, saj se CDS-ji kasneje povečajo še veliko bolj, vendar je povišanje s 50 na 250 petkratno povišanje in nakazuje na to, da so investitorji zaznali močno povišano tveganje nepoplačila).

Več kot mesec dni kasneje je Grčiji bonitetna agencija S&P znižala bonitetno oceno za eno stopnjo, ostala znižanja so sledila šele konec leta 2009, vendar so bile bonitetne ocene še vedno znotraj sprejemljivih naložbenih bonitetnih ocen.

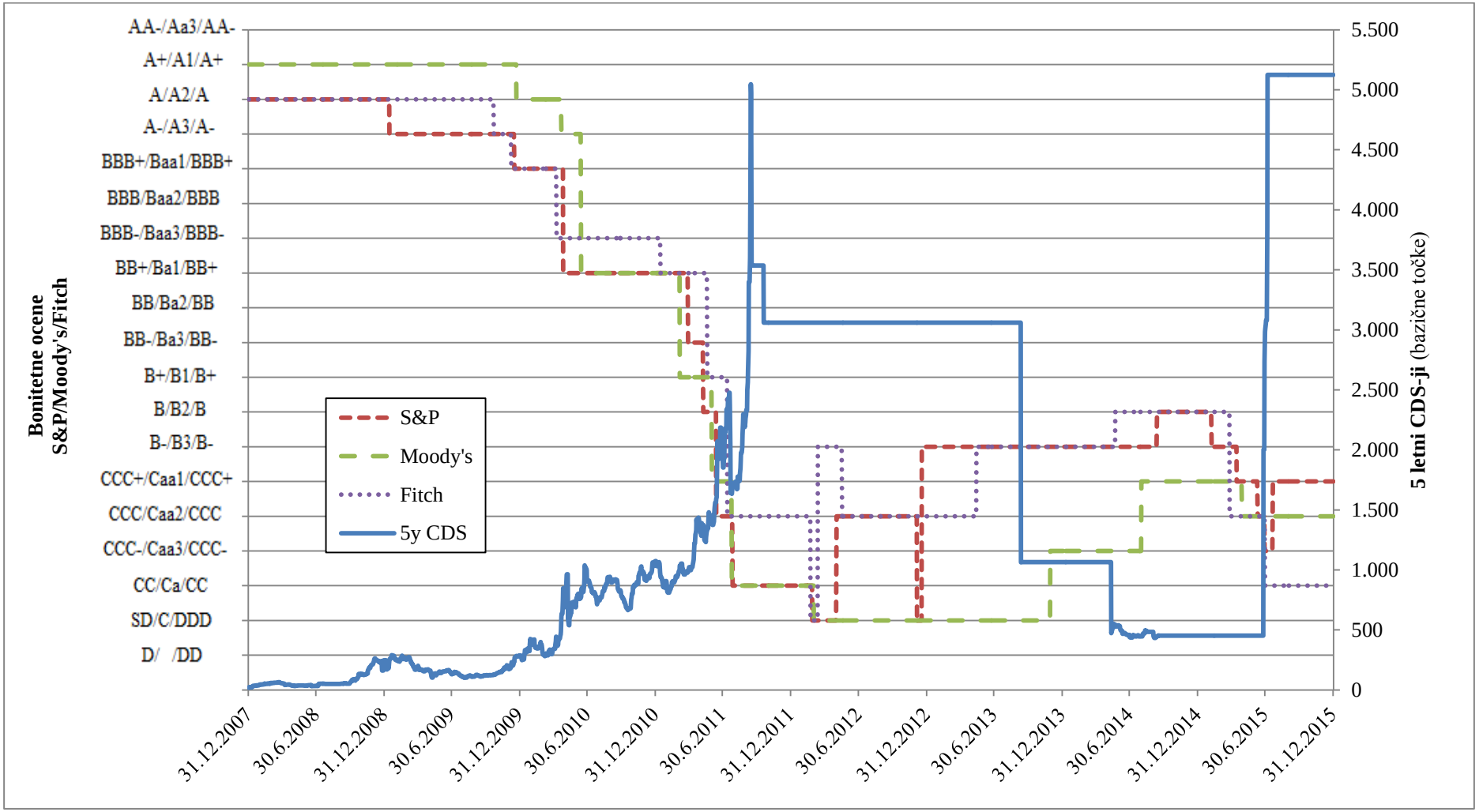
Znižanja bonitetnih ocen v območje špekulativnih bonitetnih ocen so se zgodila šele v letu 2010 in 2011, potem pa so si znižanja v letu 2011 sledila dokaj hitro. V tem času so 5 letni CDS-ji dosegli vrednosti preko 2.000 in v določenem trenutku celo nad 5.000, po tem pa je v začetku leta 2012 trgovanje z njimi ustavilo, saj banke niso več zagotavljale trgovanja z njimi, ker bi bilo mogoče zahtevati izplačilo na nove instrumente zaradi tehničnih težav v zvezi z dokumentacijo takoj (Financial Times, 2012).

Slika 4: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Grčije za obdobje od 28.1.1997 do 31.12.2015



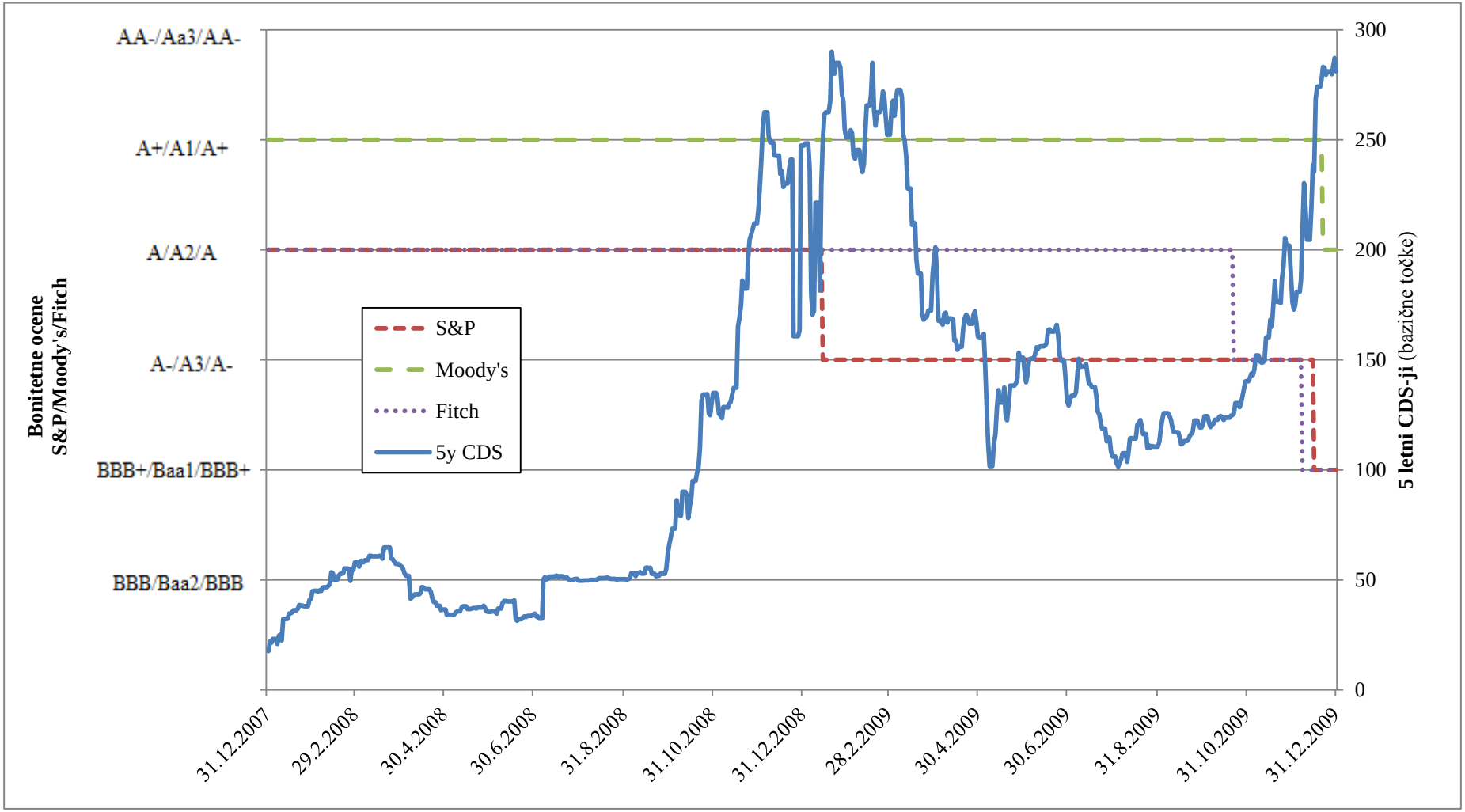
Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Slika 5: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Grčije za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015



Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Slika 6: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Grčije za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2009



Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Politiki so CDS-je Grčije kritizirali, da prilivajo olje na ogenj, medtem so bili investitorji zaskrbljeni, da pogodbe niso vredne toliko, kot je navedeno, zaradi razkritih napak v dokumentaciji; trgovanje se je po letih sicer znova vzpostavilo, vendar je skromno (Whittall, 2014), kar je razvidno iz slik 4 in 5. Trgovanje s CDS-ji je ob velikih povišanjih cen zavarovanja za primer nepoplačila torej na hude težave Grčije nakazovalo že mnogo pred znižanji v območje špekulativnih bonitetnih ocen. Zanimivo je tudi dejstvo, da so si znižanja bonitetnih ocen po tem, ko so jih vse tri bonitetne agencije znižale v območje špekulativnih bonitetnih ocen, sledila hitro in so bila med bonitetnimi agencijami precej usklajena.

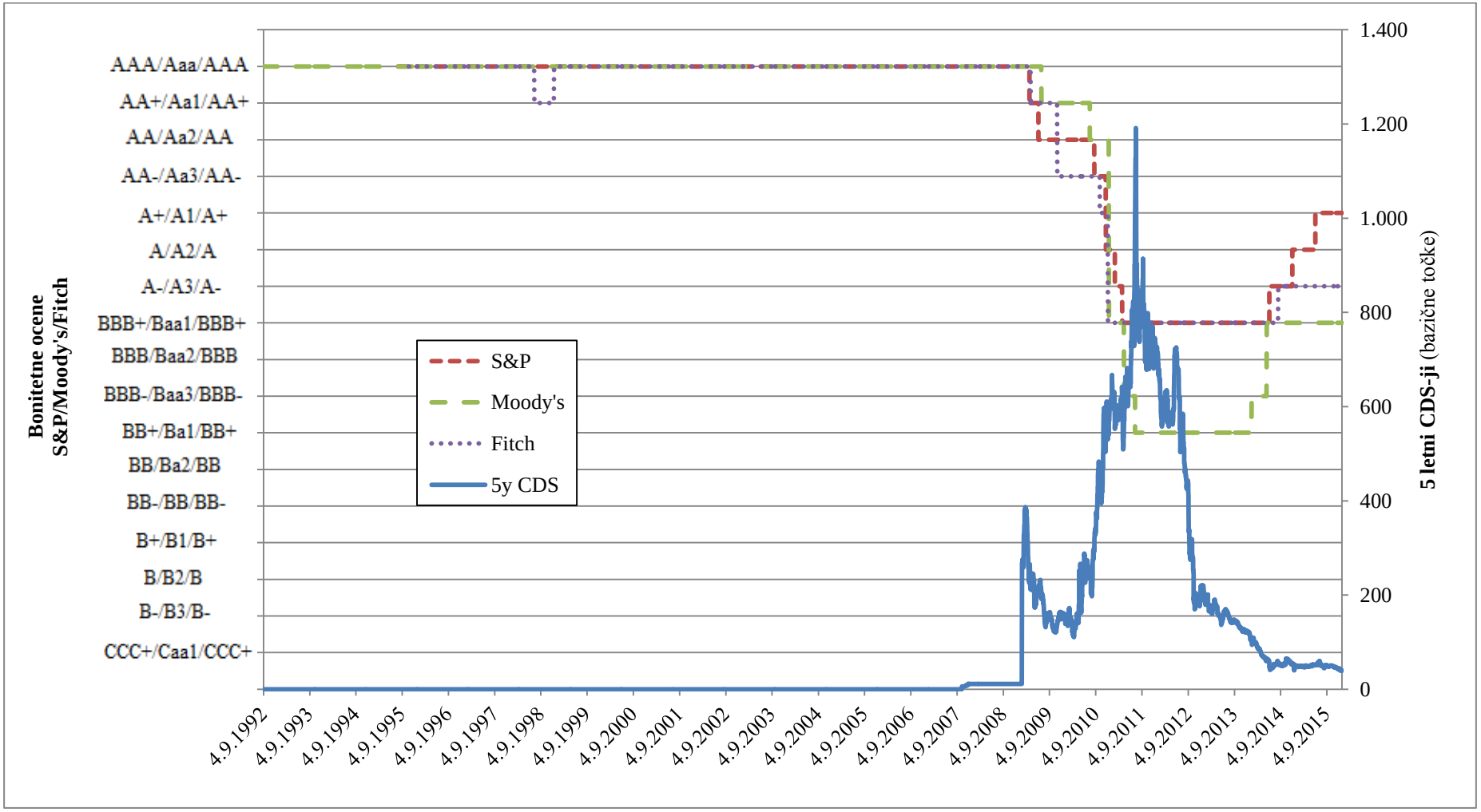
V začetku leta 2012 so vse bonitetne agencije Grčiji dodelile bonitetno oceno, ki pomeni nepoplačilo. Po tem pa so se spremembe dogajale zelo razpršeno, zvišanja in znižanja so se med bonitetnimi agencijami časovno močno razlikovala, prav tako je prihajalo do velikih razlik med bonitetnimi ocenami različnih bonitetnih agencij, včasih tudi za 5 stopenj. Šele v prvi polovici leta 2015 so bonitetne ocene različnih bonitetnih hiš ponovno na primerljivih nivojih, vendar je v drugi polovici leta ponovno prišlo do razhajanj, bonitetne ocene različnih bonitetnih agencij se razlikujejo do 3 stopnje, so pa še vedno na zelo nizkih ravneh, nekatere tudi tik nad bonitetno oceno, ki pomeni nepoplačilo.

5.2.2 Irska

Potek finančne krize na Irskem povzema BBC (Ireland country profile - Overview, 2015). Irsko gospodarstvo je dolgo slonelo na poljedelstvu in se borilo proti visoki brezposelnosti, dokler niso konec 80. začeli z davčnimi reformami, deregulacijo in spremembo plačne politike. Tako so privabili tuje investicije in dosegli hitro gospodarsko rast, kar je povzročilo priseljevanje in po letu 2000 hitro rast cen nepremičnin. Ko so cene nepremičnin po letu 2008 padle kot posledica svetovne finančne krize, je irsko gospodarstvo doživelo eno globljih recesij v EU. Irska je bila tako v letu 2010 prisiljena sprejeti pomoč EU in Mednarodnega denarnega sklada v višini 85 mrd EUR, seveda v zameno za stroge varčevalne ukrepe. Prvi znaki okrevanja so se pokazali v letu 2013, ko se je gospodarstvo izvilo iz druge recesije od krize, kar je Irski omogočilo, da je kot prva evropska država izstopila iz programa pomoči.

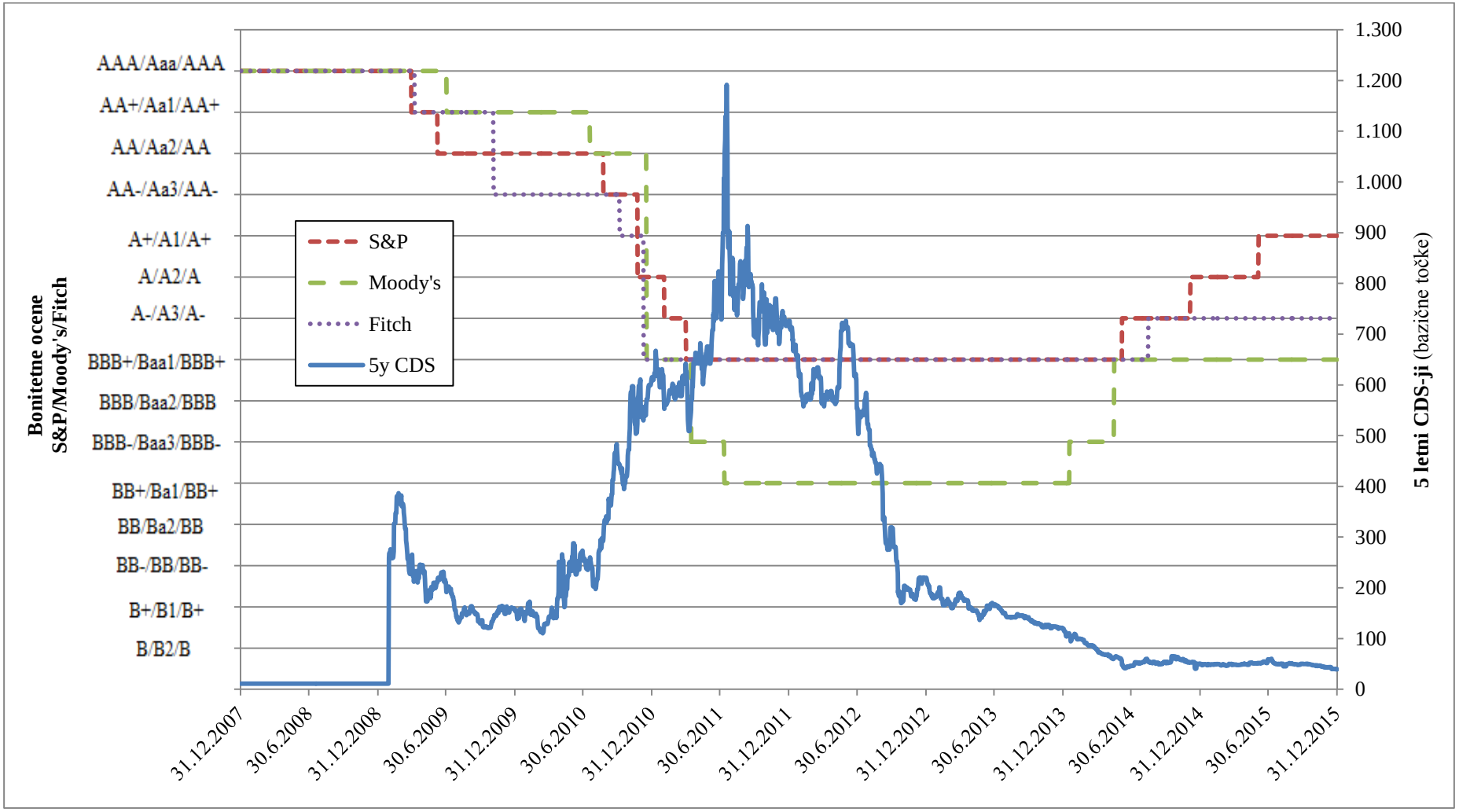
Tudi pri Irski na sliki 7 opazimo, da je sprememb bonitetnih ocen pred krizo zelo malo. Dogajanje v času krize pa je bolje vidno na sliki 8, iz katere vidimo, da so vse tri bonitetne agencije začele bonitetne ocene Irski zniževati že v času, ko so 5 letni CDS-ji imeli še precej nizke vrednosti, vendar so se znižanja dogajala še znotraj zelo visokih bonitetnih ocen. 5 letni CDS-ji so se začeli hitro višati v drugi polovici leta 2010, konec leta 2010 pa so zvišano tveganje izrazile tudi bonitetne agencije v obliki znižanja bonitetnih ocen. Kljub temu, da je Irska dobila pomoč EU in Mednarodnega denarnega sklada pa ji je bonitetno oceno v okvir špekulativnih bonitetnih ocen znižala le agencija Moody's.

Slika 7:Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Irske za obdobje od 4.9.1992 do 31.12.2015



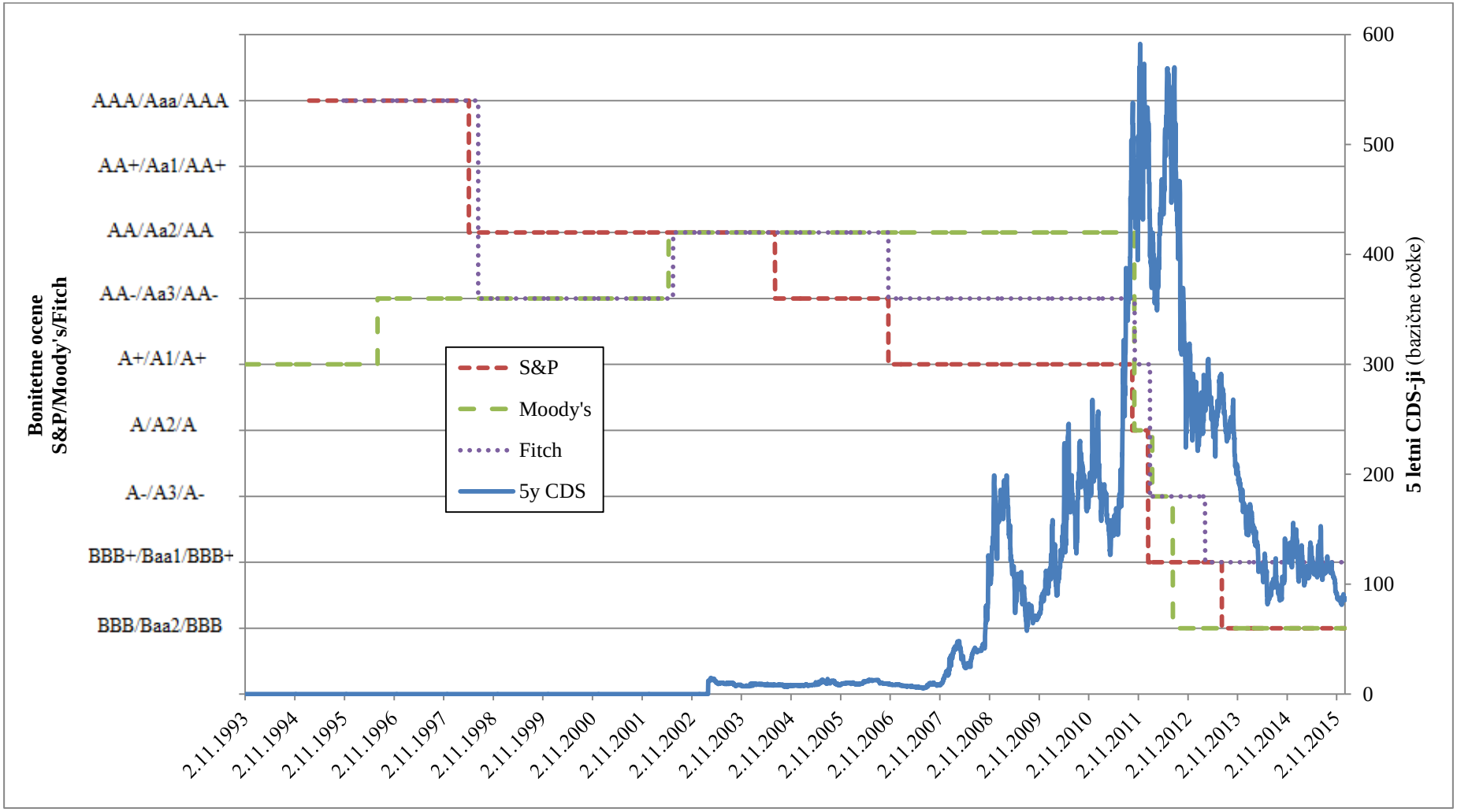
Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Slika 8: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Irske za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015



Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Slika 9: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Italije za obdobje od 2.11.1993 do 31.12.2015



Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Slika 10: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Italije za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015

Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Po tem, ko so 5 letni CDS-ji sredi leta 2011 dosegli najvišje vrednosti, so se do konca leta 2012 močno znižali in se znižujejo do konca opazovanega obdobja. Kljub temu da so se 5 letni CDS-ji močno znižali in da je Irska uradno izšla iz recesije leta 2013, so bonitetne agencije začele zviševati bonitetne ocene Irski šele v letu 2014.

Zanimivo je tudi dejstvo, da se bonitetne ocene konec opazovanega obdobja med agencijami precej razlikujejo, kar do 3 stopnje in to kljub temu, da so bila zviševanja časovno precej usklajena.

5.2.3 Italija

Italija je ena izmed evropskih držav, ki se je znašla pod drobnogledom investitorjev zaradi visoke zadolženosti, vendar ji za pomoč ni bilo potrebno zaprositi. K temu je pripomogla tudi ECB, ki je leta 2011 začela z odkupi državnih obveznic na trgu (Timeline: The unfolding eurozone crisis, 2015).

Kot je razvidno iz slike 9, so se bonitetne ocene Italije pred zadnjo finančno krizo med različnimi bonitetnimi hišami pogosto razlikovale. Zadnje spremembe bonitetnih ocen Italije so se zgodile konec leta 2006, pri čemer ji je vsaka bonitetna agencija prisodila drugačno bonitetno oceno.

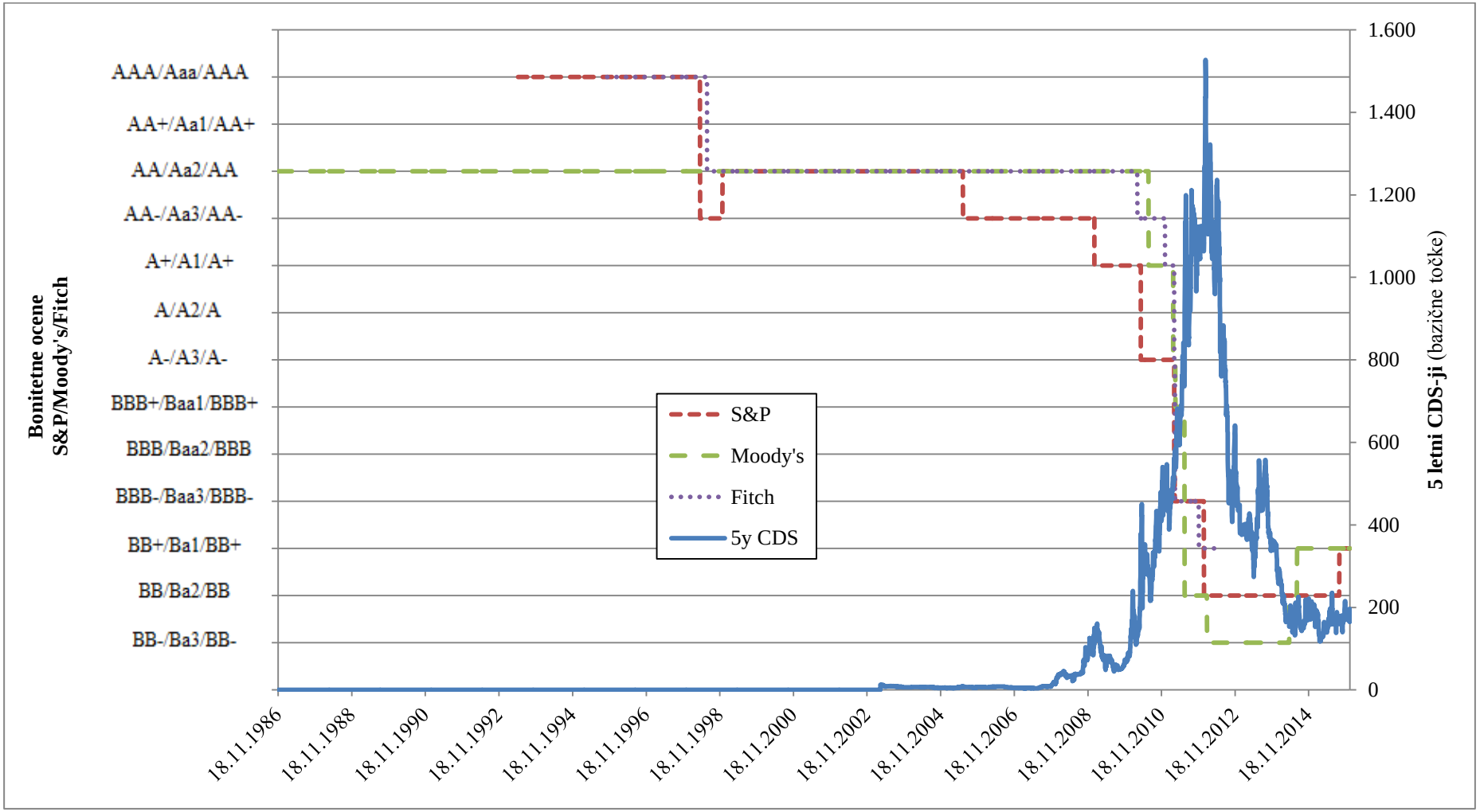
Dogajanje v času krize je podrobneje predstavljeno na sliki 10, iz katere se vidi, da so 5 letni CDS-ji naraščali od konca leta 2009, do znižanj bonitetnih ocen pa je začelo prihajati konec leta 2011. CDS-ji so začeli padati sredi leta 2012 in od takrat naprej v večji meri padajo, bonitetne ocene pa so se v tem času še dodatno znižale in so konec opazovanega obdobja precej usklajene, vendar se kljub velikemu padcu CDS-jev še nobena bonitetna agencija ni odločila zvišati bonitetne ocene Italiji.

5.2.4 Portugalska

Zaskrbljenost investitorjev se je na Portugalsko razširila iz Grčije, ki nato kljub zanikanju EU konec leta 2010, da bi bila Portugalska lahko naslednja država, ki bo morala zaprositi za pomoč, zaprosila za pomoč in maja 2011 prejela 78 mrd EUR velik paket pomoči (Portugal profile - Overview, 2015). Po uvedbi varčevalnih ukrepov je Portugalska uspela znižati proračunski primanjkljaj in vzpostaviti gospodarsko rast, zato je leta 2014 lahko zapustila program pomoči (Timeline: The unfolding eurozone crisis, 2015).

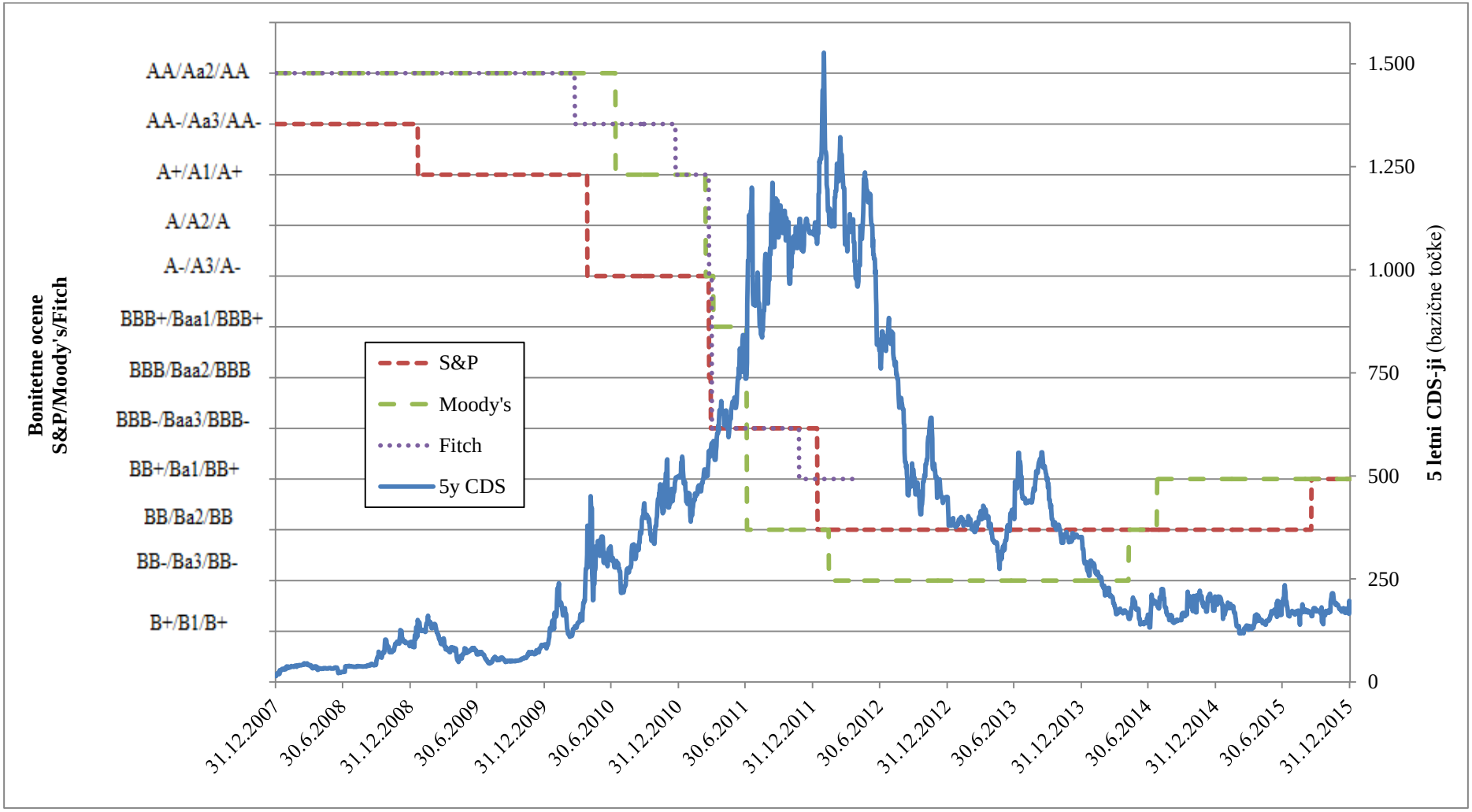
Kot je razvidno iz slike 11, je zgodovina bonitetnih ocen Portugalske pred finančno krizo precej umirjena. Slika 12 pa bolj podrobno prikazuje dogajanje od začetka leta 2008 do 31.12.2015 in iz nje lahko vidimo, da je S&P znižal bonitetno oceno Portugalski v začetku leta 2009, preden so ji CDS-ji pomembno narasli.

Slika 11: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Portugalske za obdobje od 18.11.1986 do 31.12.2015



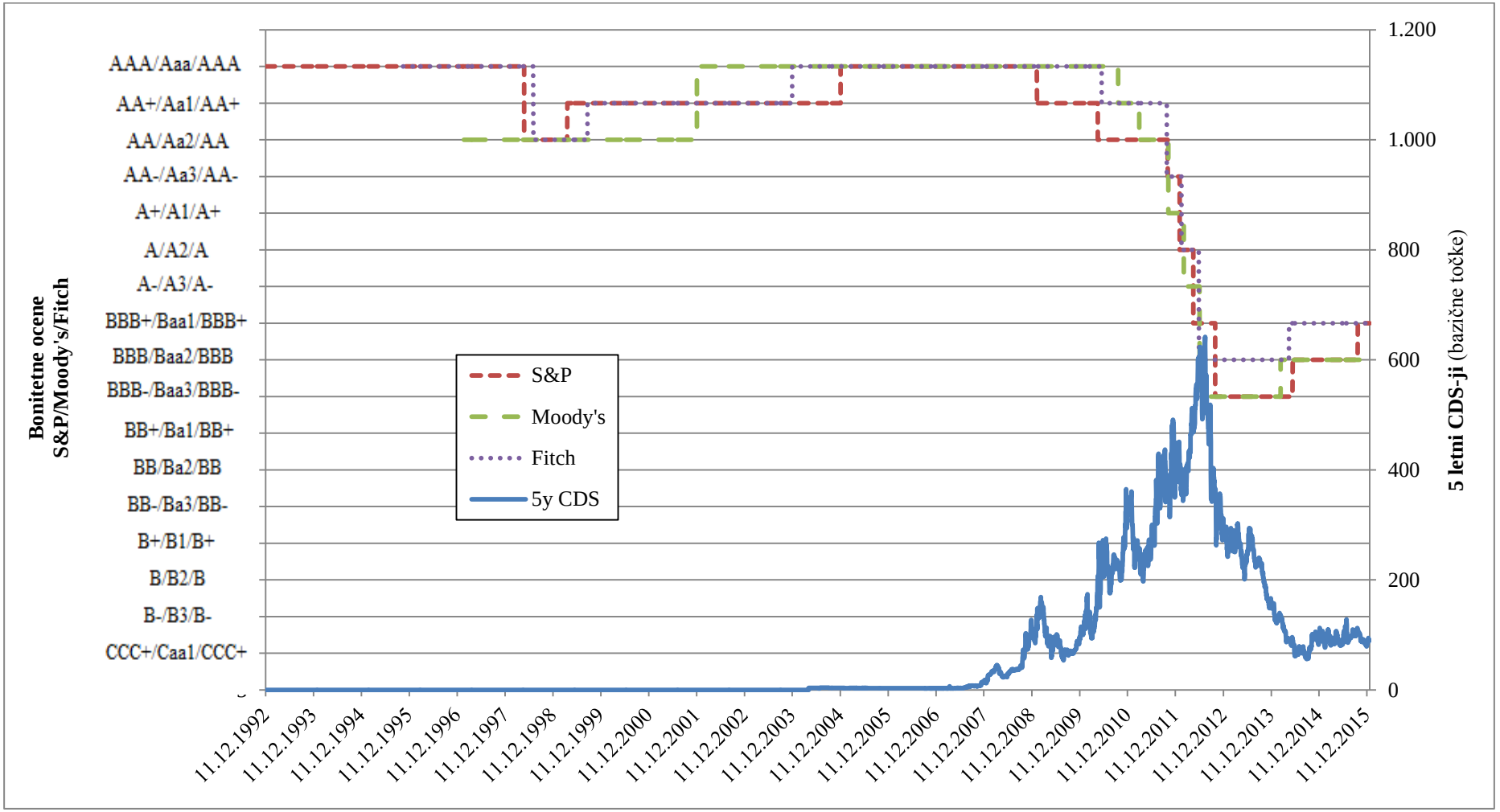
Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Slika 12: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Portugalske za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015



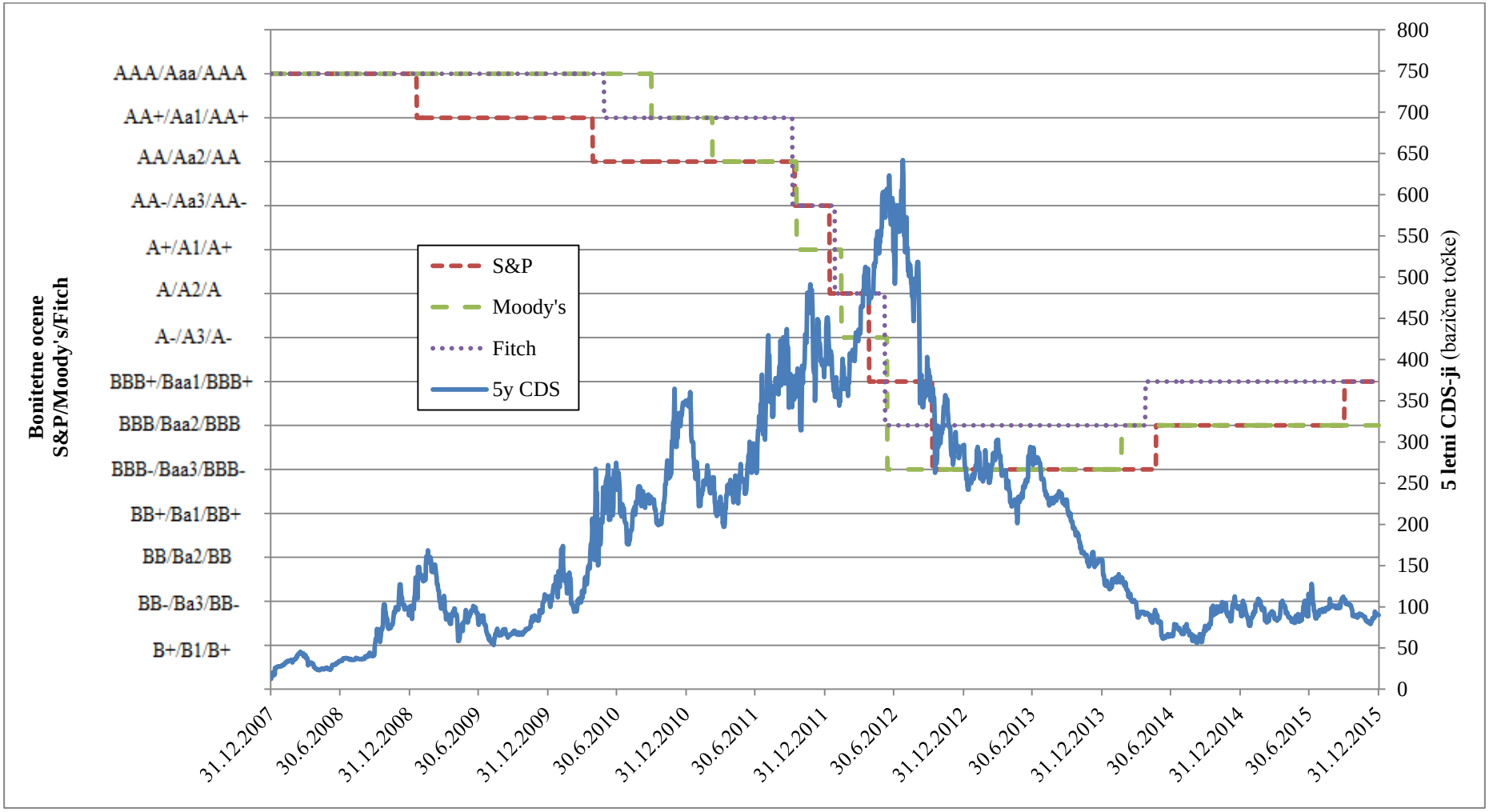
Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Slika 13: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Španije za obdobje od 11.12.1992 do 31.12.2015



Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Slika 14: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Španije za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015



Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Tudi kasnejša znižanja bonitetnih ocen vseh 3 bonitetnih agencij so se dogajala istočasno z naraščanjem CDS-jev. Marca in aprila 2011 so vse 3 bonitetne agencije v nekaj dneh dvakrat znižale bonitetno oceno Portugalski, vendar so bile vse bonitetne ocene še vedno sprejemljive naložbene bonitetne ocene, maja 2011 pa je nato Portugalska prejela pomoč. Tudi po prejeti pomoči so CDS-ji naraščali, bonitetne ocene pa so se nižale in se znižale v območje špekulativnih bonitetnih ocen.

Maja 2012 je bonitetna agencija Fitch ukinila bonitetno oceno Portugalski, medtem ko ji ostali dve bonitetni agenciji še naprej pripisujeta špekulativni bonitetni oceni.

CDS-ji so najvišje vrednosti dosegli v začetku leta 2012, od takrat pa se znižujejo in so dosegli vrednosti izpred krize, kar pa se na bonitetnih ocenah še ne pozna (bonitetna agencija Moody's ji je sicer res dvakrat zvišala bonitetno oceno, vendar ji še vedno prisoja špekulativno bonitetno oceno).

5.2.5 Španija

Hiter pregled dogajanja med zadnjo finančno krizo so pripravili v BBC (Spain country profile - Overview, 2015). Gospodarstvo Španije je močno čutilo vplive svetovne gospodarske krize, ki je vplivala na njihov turizem, nepremičninski trg in gradbeništvo. Pok nepremičninskega balona je potisnil Španijo v hudo recesijo, kar je vodilo do zelo visoke brezposelnosti. Vlada je kot odgovor uvedla stroge varčevalne ukrepe, s katerimi so želeli znižati javni dolg, to pa je povzročilo val protestov.

Gospodarska slika se je začela izboljševati do konca leta 2013, naslednje leto je Španija že beležila boljšo gospodarsko rast od pričakovane, brezposelnost pa se je nekoliko znižala. Španija ni zaprosila za pomoč, k čemur je pripomogla tudi ECB, ki je leta 2011 začela na trgu odkupovati tudi španske državne obveznice (Timeline: The unfolding eurozone crisis, 2015).

Na sliki 13 vidimo celotno zgodovino gibanja bonitetnih ocen Španije, torej od leta 1992 do konca opazovanega obdobja, 31.12.2015. Pred zadnjo krizo so bile spremembe bonitetnih ocen redke, večinoma so bile med različnimi bonitetnimi agencijami precej usklajene.

Dogajanje v času krize pa je bolje vidno na sliki 14. Do prvega znižanja bonitetne ocene je prišlo v začetku leta 2009, v letu 2010 je sledilo še več znižanj, vendar je bila Španija še vedno ocenjena kot zelo varna naložba, kljub temu, da so CDS-ji že nakazovali precej višje tveganje. V letu 2011 in v prvi polovici 2012 so se bonitetne ocene Španije še naprej nižale, CDS-ji pa naraščali.

V drugi polovici leta 2012 so začeli CDS-ji padati, medtem ko so se bonitetne ocene še naprej zniževale. Do prvega zvišanja bonitetne ocene je prišlo šele v začetku leta 2014, kmalu sta sledili tudi drugi dve bonitetni agenciji. V tem času so bili CDS-ji že na ravni izpred krize, medtem ko so se bonitetne ocene zvišale minimalno in ostajajo na spodnjem delu sprejemljivih naložbenih bonitetnih ocen.

5.2.6 Slovenija

Zadnjo finančno krizo v Sloveniji je opisal Furlan (Furlan, 2014), ki rast v zadnjih letih pred krizo opisuje kot rast, ki je temeljila na zadolževanju. Ko se je začela svetovna finančna kriza, je začel močno padati slovenski izvoz, kar je močno vplivalo na gospodarsko rast, prav tako ni bilo več dostopa do poceni kreditov iz tujine, zato sta se kmalu razpočila balon v gradbeništvu in nepremičninski balon. Posledično je narasla brezposelnost. Zelo zadolžena podjetja so nehala plačevati kredite bankam, situacijo pa je leta 2010 zaostrila še Banka Slovenije, ki je postavila kapitalske zahteve za banke. V času krize se je zadolženost države hitro povečevala, saj so davčni prihodki padali, povečali so se socialni transferji, država pa je tudi pomagala bankam pri likvidnosti. Slovenija je se z ukrepi uspela izogniti prošnji za pomoč.

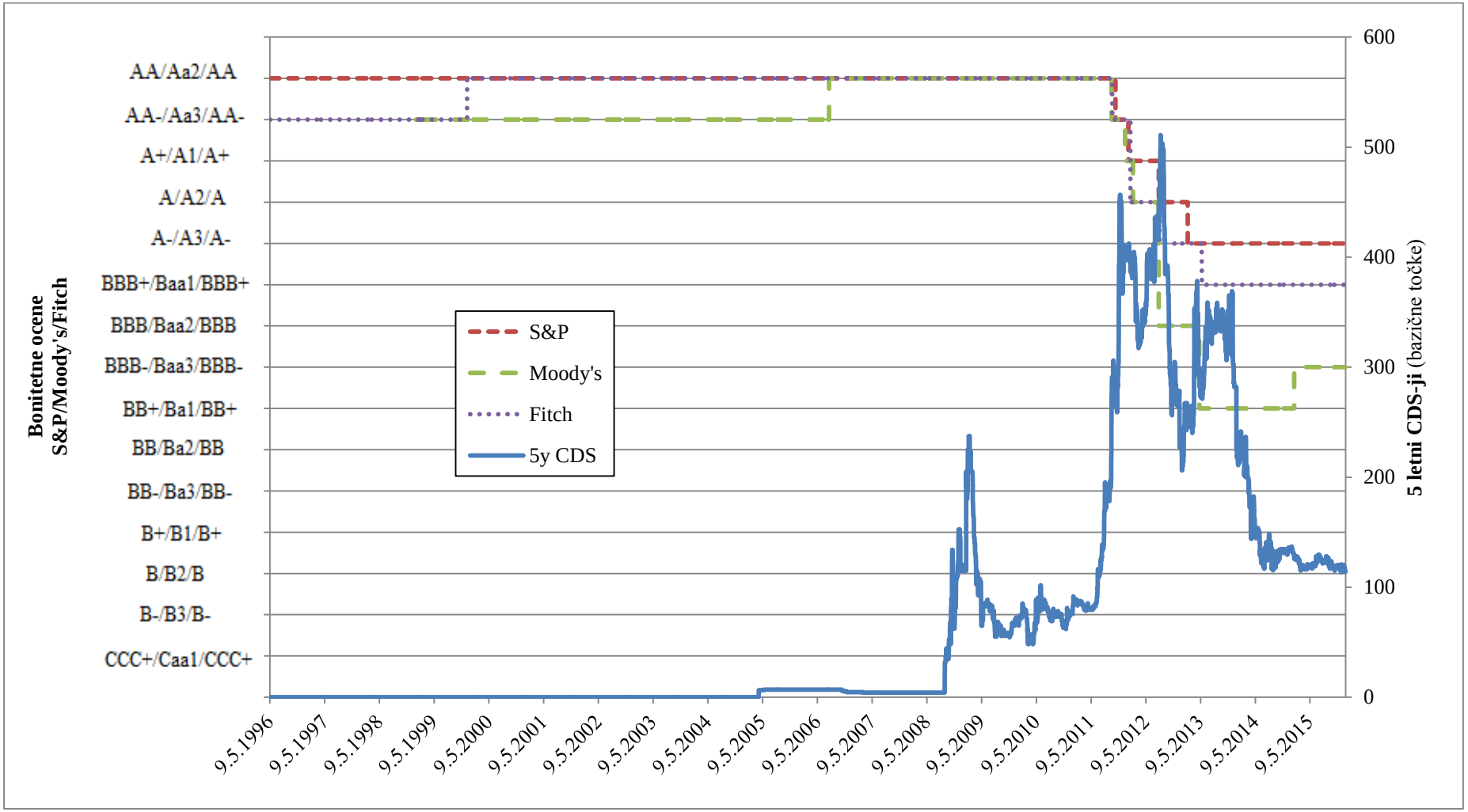
Bonitetne ocene so bile pred krizo med različnimi bonitetnimi agencijami precej usklajene in so se redko spreminjale, kar vidimo iz slike 15. Za boljši pregled dogajanja v času krize pa na sliki 16 vidimo, da so začeli CDS-ji naraščati v drugi polovici leta 2011 in so se do prvih znižanj bonitetnih ocen že močno povišali. Zanimivo je, da so bile pri začetnih znižanjih bonitetne agencije med seboj dokaj usklajene, tako časovno kot tudi glede samih bonitetnih ocen, nato pa so se začele razhajati. CDS-ji so svojo najvišjo vrednost dosegli v začetku druge polovice leta 2012, nato pa so se znižali, vendar so se bonitetne ocene kljub temu še zniževale, vendar so bile še vedno znotraj sprejemljivih naložbenih bonitetnih ocen. Aprila 2013 pa je bonitetna agencija Moody's znižala bonitetno oceno Sloveniji v območje špekulativnih bonitetnih ocen.

Bonitetna agencija Moody's je edina, ki je Sloveniji tudi zvišala bonitetno oceno in sicer januarja 2015, in sicer nazaj v območje sprejemljivih naložbenih bonitetnih ocen, vendar je ta bonitetna ocena še vedno občutno nižja kot bonitetni oceni ostalih dveh bonitetnih agencij. CDS-ji so se od konca leta 2013 pa do konca opazovanega obdobja močno znižali, bonitetne ocene pa ostajajo na precej nižjih ravneh kot pred krizo.

5.3 Primerjava CDS-jev različnih držav

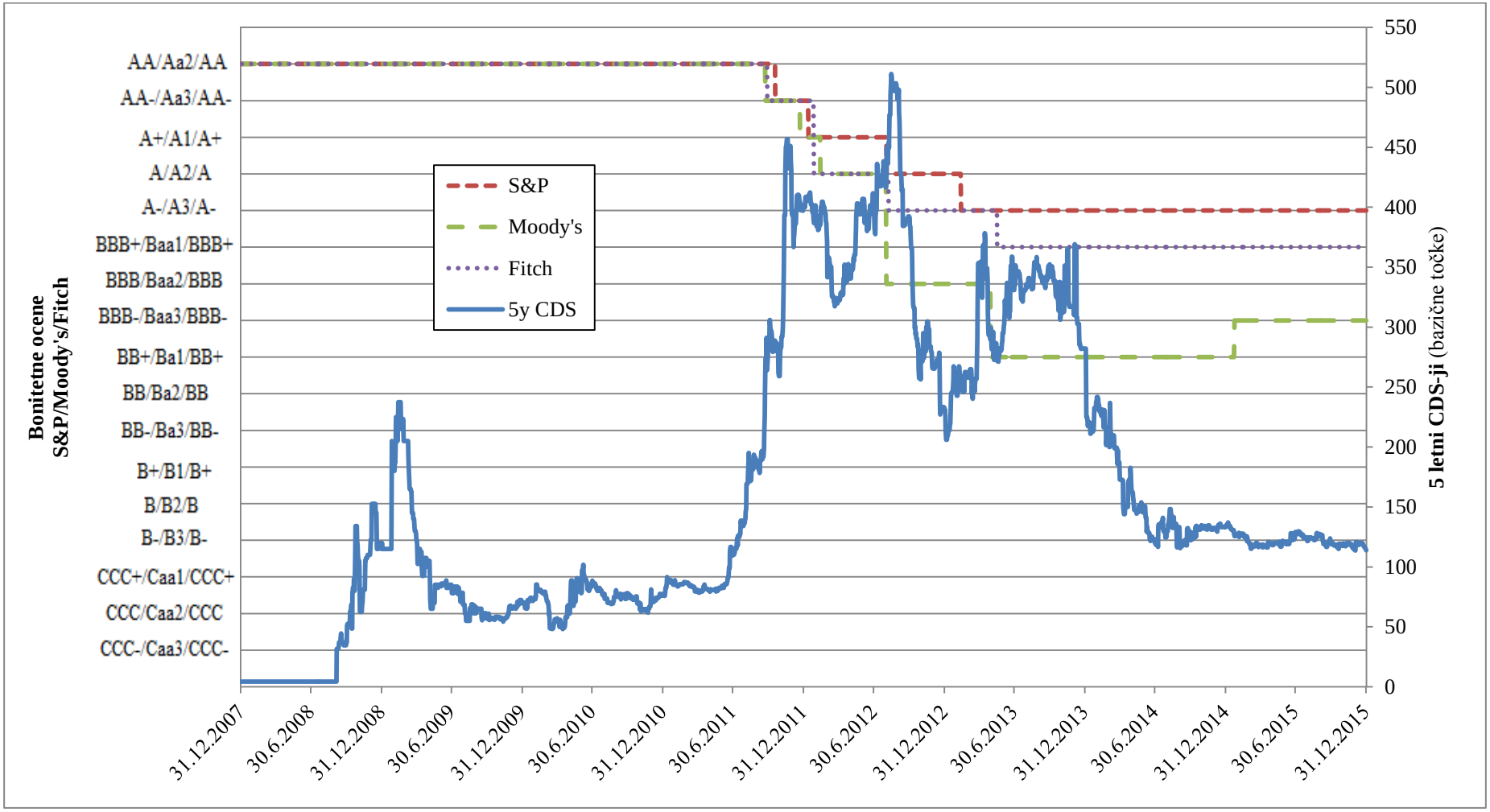
Ker so CDS-ji tržna kategorija, nanje vpliva veliko dejavnikov in se do določene mere gibljejo usklajeno (npr. izrazito negativen dogodek v eni državi povzroči naraščanje CDS-jev tudi drugih držav). Zato sem se odločila pripraviti še pregled gibanja 5 letnih CDS-jev držav, za katere sem pripravila tudi primerjave gibanja CDS-jev in bonitetnih ocen.

Slika 15: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Slovenije za obdobje od 8.5.1996 do 31.12.2015



Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Slika 16: Primerjava bonitetnih ocen in 5 letih CDS-jev Slovenije za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015



Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz, 2016.

Na sliki 17 vidimo gibanje CDS-jev vseh držav, torej Grčije, Irske, Italije, Portugalske, Španije in Slovenije, za primerjavo sem dodala še Nemčijo, ki velja za zelo varno državo, njene bonitetne ocene pri vseh treh bonitetnih agencijah pa so najvišje in se med krizo niso spreminjale.

Zaradi izredno visokih vrednosti CDS-jev Grčije sem na naslednji sliki (slika 18) Grčijo izločila. Iz obeh slik, torej slike 17 in slike 18, je razvidno, da se CDS-ji do določene mere sicer res gibljejo usklajeno. Prvo usklajeno povišanje vidimo na začetku leta 2009, nato se CDS-ji spet znižajo in se zopet začnejo zviševati v začetku leta 2010, ko začne prihajati do večjih odstopanj med državami, npr. CDS-ji Irske dosežejo svojo najvišjo vrednost pred ostalimi državami. Še vedno lahko opazimo nekaj usklajenih manjših povišanj, vendar je iz slike razvidno, da se CDS-ji posamezne države izrazito močno povišajo glede na dogajanje v tej državi.

Prav tako lahko vidimo, da so CDS-ji vseh opazovanih držav že do leta 2014 močno znižali in v letu 2015 ostajajo na relativno nizkih ravneh.

5.4 Ugotovitve

V splošnem lahko trdimo, da so bile bonitetne ocene večine držav pred začetkom zadnje svetovne finančne krize dokaj usklajene med različnimi bonitetnimi agencijami. Prav tako ugotavljam, da so bile spremembe bonitetnih ocen dokaj redke.

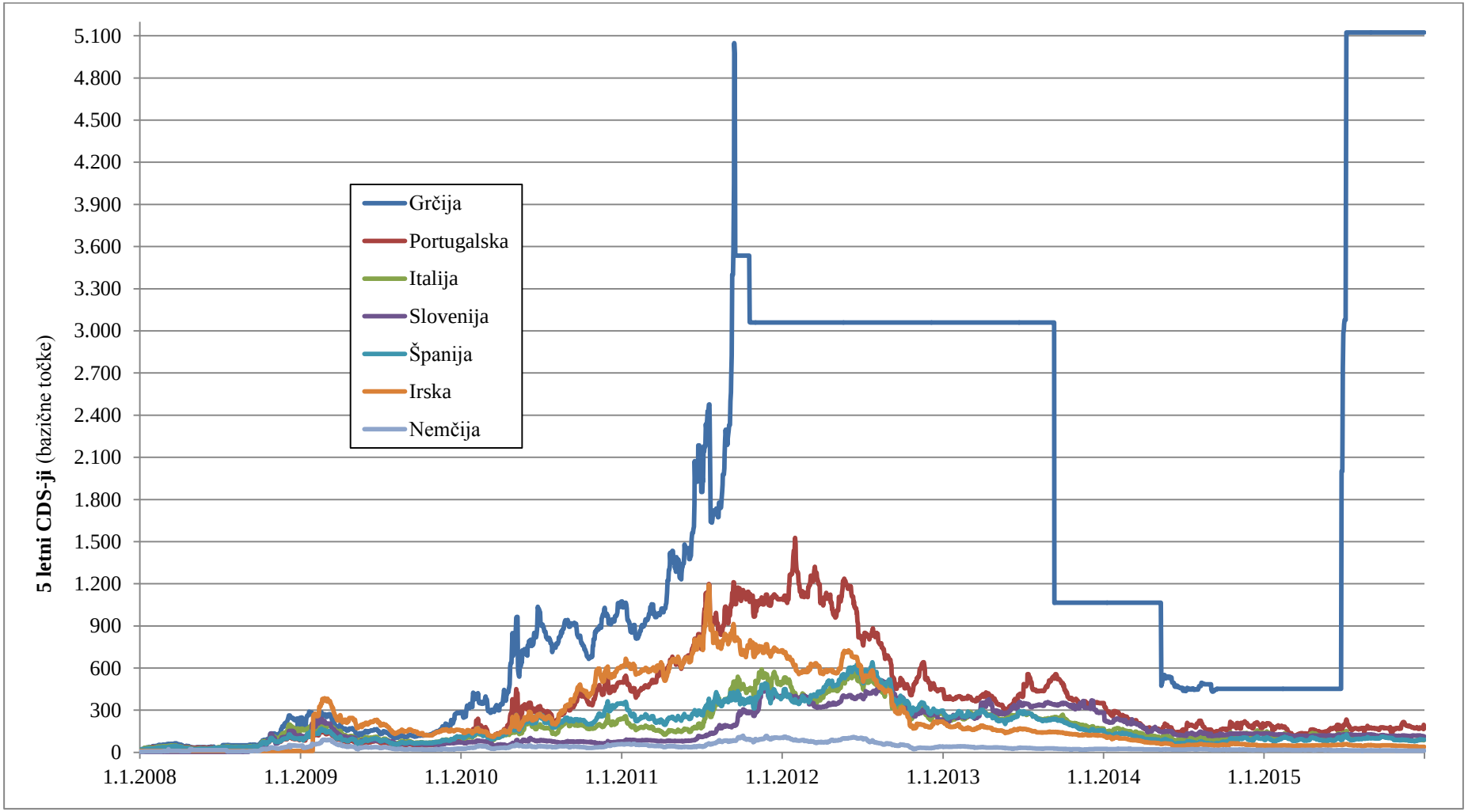
Bonitetne agencije so se v času krize začele nekoliko hitreje odzivati na spremenjeno tveganje nepoplačila, vendar še vedno veliko prepočasi, da bi se lahko investitorji na bonitetne ocene zanašali pri investicijskih odločitvah, saj do sprememb bonitetnih ocen prihaja z zamikom glede na povečano tveganje nepoplačila, kar lahko vidimo iz povišanja CDS-jev.

Pri opazovanju povišanja CDS-jev je potrebno biti pozoren na zvišanje glede na ravni pred krizo, saj so se tekom krize za opazovane države CDS-ji še dodatno zelo močno povišali, kar nekoliko izkrivi pogled na začetna zvišanja, ki so pomenila nekajkratno povišanje.

Prav tako so bonitetne agencije v začetnem obdobju bonitetne ocene nižale zelo počasi oziroma le za stopnjo ali dve naenkrat, zato so imele države v težavah relativno zelo visoke bonitetne ocene še potem, ko je bilo jasno, da imajo hude težave in da se je tveganje nepoplačila močno povišalo.

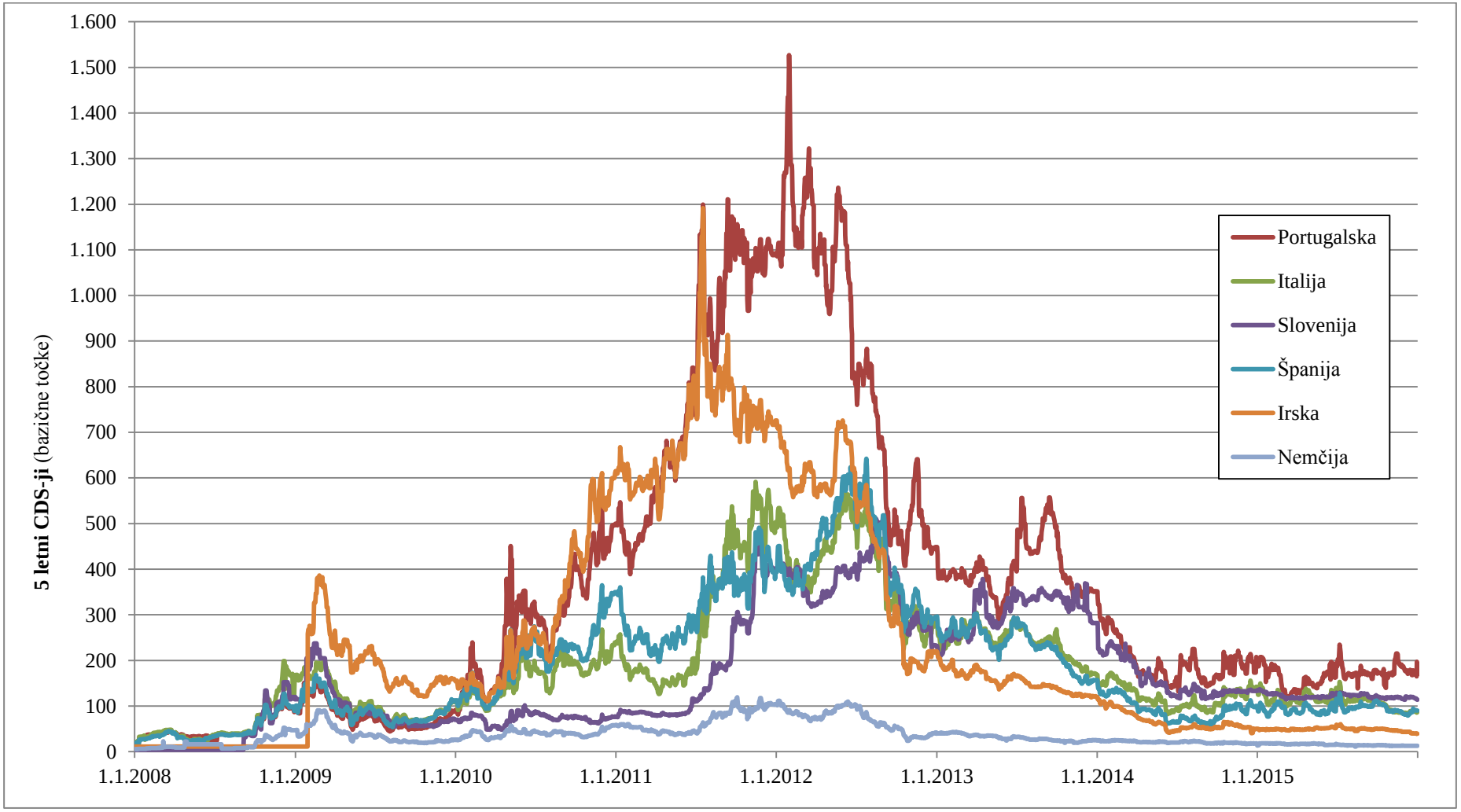
V časih najhujše krize so se bonitetne agencije odločale za spremembe bonitetnih ocen zelo pogosto, včasih za posamezno državo tudi v razponu le nekaj dni, prav tako so zniževale bonitetne ocene za več stopenj naenkrat.

Slika 17: Primerjava CDS-jev izbranih evropskih držav za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015



Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz.

Slika 18: Primerjava CDS-jev izbranih evropskih držav (brez Grčije) za obdobje od 1.1.2008 do 31.12.2015



Vir: Podatki s sistema Bloomberg; lastni prikaz.

Opazimo tudi, da prihaja do razlik pri spremembah bonitetnih ocen med posameznimi državami, tako v hitrosti zniževanja, stopnjah zniževanja in tudi v morebitnih zvišanjih bonitetnih ocen. Razloge za ta odstopanja vidim predvsem v dveh izvorih. Prvi so analitiki, ki v različnih bonitetnih agencijah predlagajo spremembe bonitetnih ocen, nekateri so bolj proaktivni kot drugi, nekateri se ne ozirajo na spremembe bonitetnih ocen države drugih bonitetnih agencij, medtem ko na druge to vpliva. Drugi izvor pa so države same. Nekatere so verjetno v boljših odnosih z bonitetnimi agencijami in so z njimi v stikih bolj pogosto, prav tako na spremembe bonitetnih ocen vpliva velikost gospodarstva – večje gospodarstvo z večjim vplivom ima boljše možnosti za zvišanje bonitetne ocene kot manjše.

CDS-ji večine držav so do konca opazovanega obdobja na podobnih nivojih kot pred krizo, pri čemer so na relativno nizkih nivojih že daljše obdobje. Kljub temu so bonitetne agencije zvišale bonitetne ocene le nekaj državam. Čeprav so CDS-ji močno padli, pa so bonitetne ocene vseh opazovanih držav na precej nižjih ravneh kot pred krizo.

SKLEP

Dogajanje v času zadnje finančne krize je izpostavilo slabosti bonitetnih ocen, na katere so nekateri opozarjali že pred začetkom krize. V magistrskem delu sem se osredotočila na bonitetne ocene držav, primerjave s tržno kategorijo CDS-jev sem naredila za evropske države, ki jih je svetovna finančna kriza močno prizadela.

Poznamo več vrst bonitetnih ocen, to so kreditne bonitetne ocene, nekreditne bonitetne ocene in ostale bonitetne ocene. Najpomembnejše so kreditne bonitetne ocene, pri čemer se bonitetna ocena lahko določi za izdajatelja ali za izdajo. Kreditne bonitetne ocene so lahko kratkoročne ali dolgoročne, v domači ali v tuji valuti. V magistrski nalogi sem se osredotočila na dolgoročne kreditne bonitetne ocene držav v domači valuti.

Bonitetnih agencij obstaja veliko, vendar imajo pomemben vpliv na trg predvsem tri največje ameriške bonitetne agencije – Standard & Poor's, Moody's in Fitch, zato sem se v magistrskem delu osredotočila nanje. Vsaka bonitetna agencija je razvila svojo lestvico bonitetnih ocen, ki pa so med seboj primerljive. Poznamo sprejemljive naložbene bonitetne ocene (angl. *investment grade*), ki pomenijo, da je verjetnost poplačila dobra, in špekulativne bonitetne ocene (angl. *speculative grade*), ki pomenijo, da je verjetnost poplačila vprašljiva in odvisna od različnih dejavnikov. Poznamo še bonitetno oceno, ki pomeni nepoplačilo dolga, ko izdajatelj ne poplača (nekaterih) svojih obveznosti pravočasno.

Vsaka bonitetna agencija je skozi zgodovino razvila svojo metodologijo določanja bonitetnih ocen. Na različne metodologije je vplival razvoj posamezne bonitetne agencije, so pa vse tri opazovane bonitetne agencije dopolnile svoje metodologije v odgovor na

zadnjo finančno krizo. Pri postopkih in metodologijah določanja bonitetnih ocen lahko med tremi bonitetnimi agencijami opazimo tako številne podobnosti kot tudi številne razlike. V splošnem vse bonitetne agencije stremijo k stabilnosti bonitetnih ocen, saj bi njihova (pre)pogosta spreminjanja lahko vodila do velikih stroškov.

Iz poročila Mednarodnega denarnega sklada (v nadaljevanju IMF) je razvidno, da bonitetne ocene držav temeljijo na glavnih gospodarskih dejavnikih v povezavi z nekaterimi kvalitativnimi ovrednotenji, vse tri največje bonitetne agencije pa pri določanju bonitetnih ocen držav uporabljajo spekter kvalitativnih in kvantitativnih dejavnikov, na podlagi katerih ocenijo zmožnost in pripravljenost države, da poravna svoje obveznosti. Temeljna analiza pri določanju bonitetnih ocen držav je primerljiva med vsemi agencijami, vendar se razlikuje pri načinu kako so posamezni dejavniki razvrščeni in združeni v skupine. Vsaka bonitetna agencija se od drugih razlikuje tudi pri združevanju informacij v bonitetno oceno države.

Kritike bonitetnih agencij in njihovega negativnega vpliva na finančne trge so se pojavile že pred krizo, vključevale pa so predvsem neprimernost stimulativnih mehanizmov bonitetnih agencij, hitro rast kompleksnih finančnih instrumentov ter vprašanje kvalitete podatkov in uporaba matematičnih modelov. Seveda so se ob kritikah pojavile tudi možne rešitve, ki so zajemale velik spekter različnih možnih rešitev.

Zadnja finančna kriza je usmerila pozornost na bonitetne agencije in njihove pomanjkljivosti, saj so imele pomemben vpliv tako na razvoj kot tudi na poglabljanje krize. Izkazalo se je, da so finančni trgi močno odvisni od bonitetnih agencij, saj so se investitorji precej zanašali na njihove bonitetne ocene. Kot odgovor na dogajanje med finančno krizo je Evropski parlament sprejel uredbo, ki ureja področje delovanja bonitetnih agencij ter nadzora nad njimi, določene ukrepe so sprejeli v več državah po svetu. Predloge za izboljšanje delovanja bonitetnih agencij je podala tudi stroka, določene spremembe in izboljšave pa so uvedle že bonitetne agencije same.

Ker se bonitetne agencije na hitre spremembe na trgih v času finančne krize odzivajo zelo počasi (v smislu spremembe bonitetnih ocen), sem se odločila preveriti, ali bi bili CDS-ji kot tržna kategorija boljši indikator glede tveganja nepoplačila kot bonitetne ocene. CDS-ji so po definiciji izvedeni finančni instrumenti, ki se včasih uporabljajo kot oblika zavarovanja proti tveganju nepoplačila s strani institucije ali države. ECB je po izbruhu finančne krize pripravila poročilo o CDS-jih in v njem pripravila tudi predloge za področja, na katera bi morali biti regulatorji posebej pozorni.

Evropa je trg CDS-jev vsaj delno uredila z uvedbo uredbe o prodaji na kratko in določenih vidikih poslov kreditnih zamenjav, s katero je tudi prepovedala nekrite CDS-je, kar je močno vplivalo na trg CDS-jev v Evropi, saj je v večji meri zamrl, nadomestil pa ga je trg CDS-jev v ameriških dolarjih. Prepoved nekritih CDS-jev pa je imela pozitiven vpliv na

cene evropskih državnih obveznic, saj so se po uvedbi prepovedi kljub nekaterih stresnim dogodkom in situacijam obnašale precej bolj stabilno.

Za boljšo predstavo gibanja CDS-jev in sprememb bonitetnih ocen sem pripravila slike, na katerih primerjam ti dve kategoriji. Odločila sem se narediti primerjave za evropske države, na katere je svetovna finančna kriza najbolj vplivala in se jih je prijelo ime PIIGSS, torej Portugalska, Italija, Irska, Grčija, Španija in Slovenija. Na podlagi primerjav lahko vidimo nekaj zanimivih ugotovitev.

Pred začetkom finančne krize so bonitetne agencije bonitetne ocene državam spreminjale redko, prav tako lahko vidimo, da so bile v večini primerov pred finančno krizo bonitetne ocene različnih bonitetnih agencij med sabo večinoma dokaj usklajene. Bonitetne agencije v kriznih časih, ko se na finančnih trgih dogajajo velike in hitre spremembe, sicer bonitetne ocene spreminjajo nekoliko hitreje kot pred krizo, vendar pogosto pride do velikih odstopanj med bonitetnimi ocenami različnih bonitetnih agencij.

Po začetku krize so bonitetne agencije zelo plaho nižale bonitetne ocene, medtem ko so se CDS-ji pri opazovanih državah močno povišali. Bonitetne ocene so se začele zniževati z nekajmesečnim zamikom, pa še ta začetna znižanja so bila v začetku večinoma majhna, zato bonitetne ocene še niso odražale močno povišanega tveganja nepoplačila. Bolj ko se je kriza poglabljala, bolj pogosto so bonitetne agencije nižale bonitetne ocene, prav tako so bila znižanja velika, razlike med njimi pa vedno bolj očitne.

CDS-ji so tržna kategorija in negativen dogodek v eni državi negativno vpliva na CDS-je ostalih držav v regiji, vendar do izrazitih sprememb CDS-jev posamezne države pride glede na dogodke v tej državi.

Še počasneje kot na hitro rast CDS-jev oziroma tveganja nepoplačila pa se bonitetne agencije odzivajo na padanje CDS-jev, saj bonitetne ocene začnejo višati s še večjim zamikom. Prav tako lahko opazimo, da medtem ko so bile bonitetne ocene večine držav pred krizo med različnimi bonitetnimi agencijami dokaj usklajene, so razlike konec opazovanega obdobja očitne.

Niti bonitetne ocene niti CDS-ji niso zanesljiv pokazatelj, na katerega bi se lahko investitorji pri svojih odločitvah izključno oprli. Pri investicijskih odločitvah morajo investitorji upoštevati več dejavnikov in narediti svojo analizo iz različnih virov.

LITERATURA IN VIRI

1. *About Us*. Najdeno 25. februarja 2015 na spletnem naslovu https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp
2. *A Brief History Of Credit Rating Agencies*. Najdeno 25. februarja 2015 na spletnem naslovu http://www.investopedia.com/articles/bonds/09/history-credit-rating-agencies.asp
3. Cantor, R., & Packer, F. (1996). Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. *Economic Policy Review*, *2*(2), 37-54.
4. *Criteria | Governments | Sovereigns: Sovereign Rating Methodology*. (2014, 23. december). Najdeno 6. marca 2015 na spletnem naslovu http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245382594204
5. Crnadak, K. (2014). *Bonitetne agencije in državne bonitetne ocene v času evropske dolžniške krize* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
6. Dolan, M. (2013, 17. april). Analysis: "Naked" CDS ban and euro zone calm. *Reuters*. Najdeno 21. septembra 2015 na spletnem naslovu http://www.reuters.com/article/2013/04/17/us-investment-nakedcds-idUSBRE93G05Q20130417
7. Evropska centralna banka. (2007). *What "hides" behind sovereign debt ratings?* (Working paper series, 711). Frankfurt: Evropska centralna banka.
8. Evropska centralna banka (2009). *Credit default swaps and cunterparty risk*. Frankfurt: Evropska centralna banka.
9. Evropska komisija (2011a, 19. oktober). *Regulation on Short Selling and Credit Default Swaps - Frequently asked questions*. Najdeno 21. septembra 2015 na spletnem naslovu http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-713_en.htm
10. Evropska komisija (2011b, 15. november). *Komisija želi bolj kakovostne bonitetne ocene*. Najdeno 15. septembra 2015 na spletnem naslovu http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1355_sl.htm
11. Evropska komisija. (2012, 5. julij). *Commission Delegated Regulation on Short Selling and Credit Default Swaps - Frequently asked questions*. Najdeno 21. septembra 2015 na spletnem naslovu http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-523_en.htm?locale=en
12. Evropski parlament (2009, 23. april). *Uredba o bonitetnih agencijah*. Najdeno 15. septembra 2015 na spletnem naslovu http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+IM-PRESS+20090422IPR54187+0+DOC+XML+V0//SL
13. *Fitch Group*. Najdeno 25. februarja 2015 na spletnem naslovu http://www.fimalac.com/Fitch-ratings-GB.html
14. *Fitch Ratings Definitions*. Najdeno 25. februarja 2015 na spletnem naslovu https://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions/index.cfm
15. Furlan, S. (2014, 8. april). The Slovenian banking and debt crisis. *Troika watch*. Najdeno 5. oktobra 2015 na spletnem naslovu http://www.troikawatch.net/the-slovenian-banking-and-debt-crisis/

16. Gaillard, N. (2013). What Is the Value of Sovereign Ratings? *German Economic Review, 15*(1), 208–22.
17. *Greece profile – Timeline*. Najdeno 30. septembra 2015 na spletnem naslovu http://www.bbc.com/news/world-europe-17373216
18. *History of the Group*. Najdeno 25. februarja 2015 na spletnem naslovu http://www.fimalac.com/History-of-the-group-1992-2005.html
19. *A History of Standard & Poor's*. Najdeno 19. februarja 2015 na spletnem naslovu http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/
20. International Monetary Fund. (2002). *Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation*. Washington: International Monetary Fund.
21. International Monetary Fund. (2010). *Global financial stability report (Sovereigns, funding, and systemic liquidity)*, 85- 119. Washington: International Monetary Fund.
22. *Ireland country profile - Overview*. Najdeno 30. septembra 2015 na spletnem naslovu http://www.bbc.com/news/world-europe-17473476
23. Kacafura, V. (2009). *Vloga bonitetne agencije Capital Intelligence na razvijajočih se trgih* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
24. Kovač, S. (2002). Rating agencije in verodostojnost rating ocen. *Bančni vestnik, 51*(11), 7-9.
25. *Moody's Corporation*. Najdeno 26. februarja 2015 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx
26. *Moody's History: A Century of Market Leadership*. Najdeno 26. februarja 2015 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx
27. Oakley, D. (2012, 25. marec). Greek yields up as CDS trading put on hold. *Financial Times*. Najdeno 1. oktobra 2015 na spletnem naslovu http://www.ft.com/intl/cms/s/0/55db7e7e-74ca-11e1-ab8b-00144feab49a.html#axzz3nJICdS1I
28. *Office of Credit Ratings*. Securities and Exchange Commission. Najdeno 26. februarja 2015 na spletnem naslovu http://www.sec.gov/ocr
29. Podatki s sistema Bloomberg. (b.l.).
30. Portes, R. (2008, 22. januar). Ratings agency reform. *Vox*. Najdeno 15. septembra na spletnem naslovu http://www.voxeu.org/article/ratings-agency-reform
31. *Portugal profile - Overview*. Najdeno 2. oktobra 2015 na spletnem naslovu http://www.bbc.com/news/world-europe-17758217
32. *Rating Symbols and Definitions*. (2014). Najdeno 26. februarja 2015 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004
33. *Ratings Definitions*. Najdeno 1. septembra 2015 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/ratings-process/Ratings-Definitions/002002
34. *Ratings Definitions FAQs*. Najdeno 19. februarja 2015 na spletnem naslovu https://www.spratings.com/about/about-credit-ratings/ratings-definitions-faqs.html
35. *Ratings Policy & Approach*. Najdeno 1. septembra 2015 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/ratings-process/Ratings-Policy-Approach/002003

36. *Ratings Process*. Najdeno 6. marca 2015 na spletnem naslovu https://www.spratings.com/about/about-credit-ratings/ratings-process.html
37. *Reuters guide to credit ratings*. (2007, 12. april). Najdeno 4. marca 2015 na spletnem naslovu http://www.reuters.com/article/2007/04/12/ratings-guide-idUSRATINGS20070412
38. Ruffoni, S. (2014, 31. januar). Wherever Did Europe's Sovereign CDS Trading Go? *The Wall Street Journal*. Najdeno 21. septembra 2015 na spletnem naslovu http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/01/31/wherever-did-europes-sovereign-cds-trading-go/
39. Smajla, E. (2009). *Vloga agencij za ocenjevanje bonitete in finančne krize* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
40. *Sovereign Bond Ratings*. (2013). Najdeno 3. septembra 2015 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_157547
41. *Sovereign Rating Criteria*. (2014, 12. avgust). Najdeno 10. marca 2015 na spletnem naslovu https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=754428
42. *Spain country profile - Overview*. Najdeno 2. oktobra 2015 na spletnem naslovu http://www.bbc.com/news/world-europe-17941641
43. *Standard & Poor's Ratings Definitions*. (2014, 20. november). Najdeno 10. marca 2015 na spletnem naslovu https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1019442&SctArtId=147045&from=CM&nsl_code=LIME
44. *Strategic Focus*. Najdeno 25. februarja 2015 na spletnem naslovu http://www.fimalac.com/strategic-focus.html
45. *S&P by Numbers*. Najdeno 19. februarja 2015 na spletnem naslovu https://www.spratings.com/about/who-we-are/s-and-p-by-numbers.html
46. *Timeline: The unfolding eurozone crisis*. Najdeno 2. oktobra 2015 na spletnem naslovu http://www.bbc.com/news/business-13856580
47. Touryalai, H. (2011, 6. december). S&P, Moody's And Fitch: Do We Need Them? *Forbes*. Najdeno 5. junija 2012 na spletnem naslovu http://www.forbes.com/sites/halahtouryalai/2011/12/06/sp-moodys-and-fitch-do-we-need-them/
48. *Uredba št. 236/2012 o prodaji na kratko in določenih vidikih poslov kreditnih zamenjav*. (2012, 14. marec). Uradni list Evropske unije (L 86/1). Najdeno 21. septembra 2015 na spletnem naslovu http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32012R0236&from=EN
49. Vives, X. (2008, 13. maj). The crisis, information, and the market. *Vox*. Najdeno 15. septembra 2015 na spletnem naslovu http://www.voxeu.org/article/crisis-information-and-market
50. Vukašin, K. & Vukasinović, I. (2010). The the role and significance of rating agencies during the crisis period. *Fifth International Conference of the School of Economics and Business in Sarajevo*. Str. 5 - 11. Sarajevo: University of Sarajevo, School of Economics and Business.

51. Whittall, C. (2014, 30. maj). Greek CDS makes unlikely comeback. *Reuters*. Najdeno 1. oktobra 2014 na spletnem naslovu http://www.reuters.com/article/2014/05/30/greece-cds-futures-idUSL6N0OG3V520140530
52. Za bonitetne hiše začenja veljati ostrejša zakonodaja. (2013, 20. junij). *Spletni portal RTVSLO MMC*. Najdeno 17. septembra 2015 na spletnem naslovu http://www.rtvslo.si/evropska-unija/za-bonitetne-hise-zacenja-veljati-ostrejsa-zakonodaja/311437

PRILOGA

Priloga: Slovar izrazov

Asset-backed securities – vrednostni papirji, zavarovani s premoženjem
Balance of payements – plačilna bilanca
Bankruptcy – bankrot
Bond implied rating – bonitetna ocena na podlagi obveznic
Call option – nakupna opcija
Cap – kapica
Capital markets – kapitalski trgi
CDS (Credit default swap) – posli kreditne zamenjave
CDS spreads – CDS razmiki
Collar – ovratnik
Commercial paper – komercialni zapis
Contagion risk – tveganje okužbe
Contingent liabilities – pogojne obveznosti
Corporations – podjetja
Counterparty concentration exposure – koncentracija izpostavljenosti do nasprotne stranke
Counterparty risk – tveganje nasprotne stranke
Country ceiling – omejitev države
Country risk – tveganje države
Credit analysis – kreditne analize
Credit default swap (CDS) – posli kreditne zamenjave
Credit fundamentals – kreditne osnove
Credit quality – stopnja kreditne kvalitete
Credit rating – kreditna bonitetna ocena
Credit risk analysis – analize kreditnih tveganj
Creditworthiness – kreditna sposobnost
Cross-border investment – čezmejne investicije
Current account – tekoči račun plačilne bilance
Debt service ratio – delež servisiranja dolga
Default – nepoplačilo obveznosti
Default rate – stopnje nepoplačila
Derivatives – derivativi, izvedeni finančni instrumenti
Distressed debt exchange – menjava dolga problematičnih dolžnikov
Dollarised economies – gospodarstva, ki so prevzela tujo valuto
Duration – trajanje
Economic assessment – gospodarska ocena
Electronic punch card system – sistem elektronskega luknjanja kartic
Embedded leverage – vgrajeni vzvod
External assessment – zunanja ocena
Financial analysis – finančne analize

Financial institutions – finančne institucije
Fiscal assessment – fiskalna ocena
Fiscal debt burden – fiskalno breme dolga
Foreign currency rating – bonitetna ocena v tuji valuti
Futures – terminske pogodbe
Government securities – vrednostni papirji držav
Gross national income per capita – bruto nacionalni dohodek na prebivalca
Guarantee – poroštvo
Guarantor – porok
Hedge fund – investicijski sklad
Institutional assessment – institucionalna ocena
Insurance companies – zavarovalnice
Interest service ratio – delež servisiranja obresti
International Monetary Fund – Mednarodni denarni sklad
Investment grade – sprejemljiva naložbena bonitetna ocena
Liquidity risk – likvidnostno tveganje
Local currency rating – bonitetna ocena v domači valuti
Long-term ratings – dolgoročne bonitetne ocene
Monetary assessment – monetarna ocena
Market implied ratings – tržno podprte bonitetne ocene
Market service provier – ponudnik tržnih storitev
Mortgage backed securities – obveznice, zavarovane s hipotekami
Municipal bond rating – municipalna bonitetna ocena
Municipal securities – municipalni vrednostni papirji
Mutual fund – vzajemni sklad
Naked CDS – nekriti CDS-ji
Nationally recognized statistical rating organization (NRSRO) – nacionalno priznana statistična bonitetna organizacija
Non-credit rating – nekreditna bonitetna ocena
Official creditors – uradni upniki
Other ratings – ostale bonitetne ocene
Outlook – pričakovanja
Peer analysis – primerjalna analiza
Principal agent problems – težave glavnega zastopnika
Private creditors – zasebni upniki
Private placement – zaprta izdaja
Put option – prodajna opcija
Rating – bonitetna ocena
Rating agency – bonitetna agencija
Rating committee – odbor za bonitetne ocene
Rating gap – razlika med bonitetnimi ocenami dolga istega izdajatelja v različnih valutah
Rating system – sistem bonitetnih ocen

Rating withdrawal – umik bonitetne ocene
Redemption – odkup
Risk premium – premija za tveganje
Roll over – refinanciranje obstoječega dolga
Securities company – investicijska družba
Security risk – varnostno tveganje
Selective default – selektivno nepoplačilo dolga
Sovereign credit risk – tveganje državnih posojilojemalcev
Sovereign rating model – model določanja bonitetne ocene države
Sovereign risk – deželno tveganje
Smoothing techniques – pravila glajenja
Speculative grade – špekulativna bonitetna ocena
Structured finance market – trg strukturiranih finančnih produktov
Supranaturals – nadnacionalne institucije
Transfer and convertibility risk – tveganje prenosa in konverzije
Winding-up procedure – likvidacijski postopek