

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**PRIMERJAVA OCEN DRŽAVNEGA TVEGANJA
CENTRA ZA MEDNARODNO SODELOVANJE IN RAZVOJ
Z OCENAMI IZBRANIH BONITETNIH AGENCIJ**

Ljubljana, julij 2016

DARJA ŽLOGAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Darja Žlogar, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Primerjava ocen državnega tveganja Centra za mednarodno sodelovanje in razvoj z ocenami izbranih bonitetnih agencij, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Mojmirjem Mrakom,

IZJAVLJAM,

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 KONCEPT DRŽAVNEGA TVEGANJA.....	4
1.1 Zgodovinski razvoj ocenjevanja državnega tveganja.....	4
1.2 Opredelitev državnega tveganja	5
1.3 Kriteriji opredelitve državnega tveganja	8
1.4 Kategorije državnega tveganja in njihovo merjenje	9
1.4.1 Ekonomsko in finančno tveganje	9
1.4.2 Transferno tveganje	10
1.4.3 Valutno tveganje.....	11
1.4.4 Lokacijsko ali sosedsko tveganje	11
1.4.5 Suvereno tveganje.....	12
1.4.6 Politično in socialno tveganje.....	13
1.4.7 Tveganje naravnih katastrof in klimatskih sprememb.....	14
1.5 Zavarovanje pred državnim tveganjem in zavarovanje državnega tveganja pri SID banki	15
2 BONITETNE AGENCIJE.....	18
2.1 Nastanek in razvoj bonitetnih agencij	18
2.2 Vloga in funkcije bonitetnih agencij na finančnem trgu	19
2.3 Način poslovanja bonitetnih agencij.....	21
2.4 Pomanjkljivosti in omejitve bonitetnih agencij	23
2.5 Bonitetne agencije in zadnja finančna kriza ter njihova nova vloga	24
2.6 Predstavitev izbranih bonitetnih agencij in ostalih institucij za ocenjevanje državnega tveganja	27
2.6.1 Standard & Poor's	28
2.6.2 Moody's	28
2.6.3 Fitch.....	29
2.6.4 Center za mednarodno sodelovanje in razvoj (CMSR).....	29
3 METODOLOGIJE OCENJEVANJA DRŽAVNEGA TVEGANJA	30
3.1 Pomen ocen državnega tveganja.....	30
3.2 Postopek ocenjevanja državnega tveganja	32
3.3 Kratkoročno in srednje- oziroma dolgoročno ocenjevanje državnega tveganja	34
3.4 Vrste metodologij ocenjevanja državnega tveganja	35
3.4.1 Popolnoma kvalitativna metoda	36
3.4.2 Strukturirana kvalitativna metoda	37
3.4.3 Metoda kontrolnega seznama (angl. <i>checklist</i>).....	37
3.4.4 Kvantitativne metode.....	38
3.5 Izbor indikatorjev za ocenjevanje državnega tveganja.....	39
3.5.1 Indikatorji političnega tveganja	41
3.5.2 Indikatorji ekonomskega in finančnega tveganja	44
3.6 Vpliv svetovnih kriz na spremembe v metodologijah	47

3.7 Predstavitev metodologij Standard & Poor's, Moody's in Fitch	49
3.7.1 Predstavitev bonitetnih ocen	50
3.7.2 Metodologija Standard & Poor's	51
3.7.3 Metodologija Moody's	53
3.7.4 Metodologija Fitch	54
3.8 Predstavitev metodologije CMSR	55
4 PRIMERJALNA EMPIRIČNA ANALIZA OCEN DRŽAVNEGA TVEGANJA	
CMSR Z IZBRANIMI BONITETNIMI AGENCIJAMI.....	58
4.1 Predstavitev problema raziskave	58
4.2 Prevedba ocen različnih bonitetnih agencij na skupno primerljivo lestvico	59
4.3 Predstavitev obravnavanih držav in njihovih ocen državnega tveganja.....	61
4.3.1 Bosna in Hercegovina	61
4.3.2 Srbija	64
4.3.3 Črna gora	66
4.3.4 Makedonija.....	68
4.3.5 Rusija.....	70
4.3.6 Ukrajina.....	72
4.3.7 Belorusija	75
4.4 Predpostavke analize	77
4.5 Omejitve analize.....	78
4.6 Primerjava ocen državnega tveganja in ugotovitve analize	79
4.7 Odgovor na raziskovalno vprašanje in diskusija.....	86
SKLEP.....	88
LITERATURA IN VIRI.....	91
PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Prikaz dolgoročnih bonitetnih ocen držav bonitetnih agencij Standard & Poor's, Moody's in Fitch	50
Tabela 2: Prevedba ocen bonitetnih agencij Standard & Poor's, Moody's in Fitch ter CMSR na skupno numerično lestvico	60
Tabela 3: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za BiH v obdobju 2003–2015.....	62
Tabela 4: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za BiH v obdobju 2003–2015	63
Tabela 5: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za Srbijo v obdobju 2003–2015.....	64
Tabela 6: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Srbijo v obdobju 2003–2015	66

Tabela 7: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za Črno goro v obdobju 2003–2015.....	67
Tabela 8: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Črno goro v obdobju 2003–2015.....	68
Tabela 9: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za Makedonijo v obdobju 2003–2015.....	69
Tabela 10: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Makedonijo v obdobju 2003–2015.....	70
Tabela 11: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za Rusijo v obdobju 2003–2015.....	71
Tabela 12: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Rusijo v obdobju 2003–2015.....	72
Tabela 13: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za Ukrajino v obdobju 2003–2015.....	73
Tabela 14: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Ukrajino v obdobju 2003–2015.....	74
Tabela 15: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za Belorusijo v obdobju 2003–2015.....	76
Tabela 16: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Belorusijo v obdobju 2003–2015.....	77

KAZALO SLIK

Slika 1: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za BiH v obdobju 2003–2015.....	80
Slika 2: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za Srbijo v obdobju 2003–2015.....	80
Slika 3: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za Črno goro v obdobju 2003–2015.....	81
Slika 4: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za Makedonijo v obdobju 2003–2015.....	82
Slika 5: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za Rusijo v obdobju 2003–2015.....	82
Slika 6: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za Ukrajino v obdobju 2003–2015.....	83
Slika 7: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za Belorusijo v obdobju 2003–2015.....	84

UVOD

Medtem ko so pred izbruhom zadnje svetovne krize potekale razprave o tem, ali je sploh še smiselno ocenjevati državna tveganja, saj politična tveganja takrat niso bila zelo pomemben omejevalni faktor gospodarske rasti in razvoja, teh pomislekov danes ni več. Pri ocenjevanju državnega tveganja se poleg ekonomskega in finančnega upošteva tudi geopolitični vidik in prav slednji je danes, tudi v razvitih državah, večji kot pred leti (Mrak, 2016, str. 9). V Evropi ga zvišujejo problem migrantov iz politično nestabilnega okolja, terorizem, rusko-ukrajinska kriza, možnost izstopa Grčije in Velike Britanije iz Evropske unije (v nadaljevanju EU), pa tudi dejstvo, da EU glede na izkušnje z reševanjem evrskega območja in v zadnjem letu migrantske krize institucionalno ni sposobna za učinkovito upravljanje kriz (Mrak, 2016, str. 9–10). Geopolitična tveganja so običajno bolj nepredvidljiva od ekonomskih in finančnih, vendar pa so se v Evropi v zadnjih letih povišala tudi slednja (Mrak, 2016, str. 9).

Pri opredeljevanju koncepta državnega tveganja (angl. *country risk*) je treba biti previden in natančen, saj se državno tveganje pogosto zamenjuje ali enači z drugimi koncepti tveganja, zlasti s političnim tveganjem (angl. *political risk*) ali suverenim tveganjem (angl. *sovereign risk*). Bouchet, Clark in Gros Lambert (2003, str. 9) ugotavljajo, da ni konsenza glede enotne opredelitve državnega tveganja. Z ocenjevanjem državnega tveganja se ukvarjajo bonitetne agencije in druge specializirane institucije ter pri tem uporabljajo vsaka svojo metodologijo. Svetovne gospodarske in finančne krize vplivajo tako na vlogo, funkcijo in način delovanja bonitetnih agencij kot tudi na njihove metodologije. Primerjava med metodologijami je izziv, s katerim se srečujem tudi v svojem magistrskem delu. Kljub temu, da določene podobnosti med metodologijami obstajajo, enotne metodologije ocenjevanja državnega tveganja ni. V grobem se lahko metodologije merjenja državnega tveganja razdelijo glede na kvantitativni in kvalitativni pristop (Bouchet et al., 2003, str. 15). Današnje metodologije večinoma uporabljajo kombinacijo obeh pristopov ter pri ocenjevanju državnega tveganja uporabljajo večje število kvantitativnih kazalcev za merjenje političnega, ekonomskega in finančnega tveganja, za določitev končne ocene pa je nujna tudi kvalitativna ocena.

Center za mednarodno sodelovanje in razvoj (v nadaljevanju CMSR) državno tveganje ocenjuje s političnega, ekonomskega in finančnega vidika, pri tem pa uporablja metodo kontrolnega seznama (angl. *checklist*) in strukturirano kvalitativno metodo (CMSR, 2015, str. 1). Ti dve metodi vključujeta kvantitativne in kvalitativne dejavnike. CMSR državno tveganje ocenjuje s kratkoročnega in srednjeročnega vidika. SID – Slovenska izvozna in razvojna banka (v nadaljevanju SID banka) CMSR-jeve ocene državnega tveganja uporablja pri oblikovanju politike o zavarovanju in financiranju mednarodnih gospodarskih poslov.

Predmet proučevanja magistrskega dela je primerjava ocen državnega tveganja CMSR z bonitetnimi ocenami izbranih bonitetnih agencij ter preverjanje ustreznosti metodologije CMSR. Pri tem se takoj porajajo vprašanja, kako primerjati različne metodologije, katero vrsto bonitetne ocene izbrati za primerjavo z oceno državnega tveganja CMSR ter kako oceniti ustreznost metodologije CMSR pri ocenjevanju državnega tveganja v določenem obdobju. Pojavljajo se še določene druge omejitve. CMSR izdeluje ocene državnega tveganja tudi za nekatere države, ki jih ostale bonitetne agencije ne ocenjujejo ali pa jih ne ocenjujejo stalno. V magistrskem delu se sprašujem tudi, ali, in če, zakaj prihaja do razhajanj v ocenah državnega tveganja in kakšno vlogo imajo pri tem različne metodologije oziroma nabor kvantitativnih kazalcev. Omenjena vprašanja, na katera odgovarjam s pomočjo empirične analize, predstavljajo osrednjo problematiko magistrskega dela.

Namen magistrskega dela je primerjati ocene državnega tveganja, ki jih izdeluje CMSR, z ocenami državnega tveganja izbranih svetovnih bonitetnih agencij ter hkrati oceniti ustreznost metodologije CMSR pri ocenjevanju državnega tveganja. To je pomembno tudi z vidika SID banke, ki metodologijo preko CMSR uporablja pri oblikovanju politike o zavarovanju in financiranju mednarodnih gospodarskih poslov. Pogoji financiranja in zavarovanja izvoznih kreditov so namreč eden izmed elementov konkurenčnosti gospodarstva na globalnem trgu. V magistrskem delu je zato treba narediti sistematični pregled literature na temo ocenjevanja državnega tveganja, razjasniti osnovne pojme v zvezi z ocenjevanjem državnega tveganja, proučiti pomen ocenjevanja državnega tveganja in njegov zgodovinski razvoj, prikazati delovanje izbranih tujih bonitetnih agencij, predstaviti različne metodologije ocenjevanja državnega tveganja ter v empiričnem delu na osnovi kvantitativne analize primerjati ocene državnega tveganja CMSR z ocenami izbranih bonitetnih agencij za določeno časovno obdobje.

Cilj magistrskega dela je na podlagi empirične analize primerjati ocene državnega tveganja CMSR z izbranimi bonitetnimi agencijami za določeno časovno obdobje in ugotoviti, ali metodologija CMSR ustrezno ocenjuje državna tveganja, kje prihaja do razhajanj in zakaj.

V magistrskem delu odgovarjam na sledeče **raziskovalno vprašanje**:

RV 1: Ali je ocenjevanje državnega tveganja po metodologiji CMSR primerljivo z metodologijami izbranih bonitetnih agencij?

Metodologija. Magistrsko delo je z metodološkega vidika razdeljeno na dva dela. V prvem teoretičnem delu pregledujem razpoložljivo literaturo in vire o ocenjevanju državnega tveganja, različnih vrstah tveganja, bonitetnih agencijah in metodologijah za ocenjevanje državnega tveganja. Podrobneje predstavljam izbrane bonitetne agencije in njihovo vlogo na trgu ter različne vrste metodologij ocenjevanja državnega tveganja. Pri tem posebno pozornost posvečam vplivu zadnje svetovne finančne in gospodarske krize na ocenjevanje

državnega tveganja, bonitetne agencije in prilagajanje metodologij. V teoretičnem delu uporabljam metodo deskripcije, metodo kompilacije, analitično-sintetično metodo ter induktivno-deduktivno metodo. Pri tem uporabljam predvsem primarne vire ter se poslužujem večinoma tuje literature in virov in v manjši meri domače. Uporabljam tudi znanstvene in časopisne članke, revije, poročila, raziskave, zbornike in publikacije raznih organizacij, monografije ter objave na spletnih straneh izbranih bonitetnih hiš. V drugem empiričnem delu za primerjavo bonitetnih ocen CMSR ter bonitetnih ocen izbranih treh tujih bonitetnih agencij uporabljam kvantitativno metodologijo, v okviru nje pa kvantitativno metodo zbiranja primarnih podatkov, pridobljenih na podlagi internih virov CMSR, baze podatkov Bankscope in javno objavljenih ocen ostalih treh bonitetnih agencij. Da bi lahko primerjala različne metodologije in različne načine določanja bonitetnih ocen, bonitetne ocene prevajam na skupno primerljivo lestvico.

Struktura. Magistrsko delo je sestavljeno iz štirih glavnih vsebinskih poglavij. V prvem poglavju opišem zgodovinski razvoj ocenjevanja državnega tveganja ter različne opredelitve, kriterije in kategorije državnega tveganja. Na koncu poglavja predstavim še zavarovanje pred državnim tveganjem s poudarkom na zavarovanju državnega tveganja pri SID banki. V drugem poglavju predstavim bonitetne agencije, njihov nastanek, vlogo in funkcijo, način delovanja ter njihove pomanjkljivosti in omejitve. V tem poglavju proučim bonitetne agencije v povezavi z zadnjo svetovno finančno krizo ter njihovo novo vlogo. Na kratko predstavim največje tri bonitetne agencije ter CMSR, ki v Sloveniji za SID banko ocenjuje državna tveganja. V tretjem poglavju se osredotočim na metodologije ocenjevanja državnega tveganja. Opredelim pomen ocen državnega tveganja, predstavim postopek ocenjevanja državnega tveganja ter ocenjevanje državnega tveganja z vidika ročnosti. V nadaljevanju opišem vrste metodologij ocenjevanja državnega tveganja glede na različne pristope in metode, predstavim izbor različnih indikatorjev pri ocenjevanju državnega tveganja upoštevajoč politično, ekonomsko in finančno tveganje ter proučim vpliv svetovnih kriz, še posebej zadnje, na spremembe v metodologijah. Na koncu poglavja predstavim metodologije S&P Global Ratings (v nadaljevanju Standard & Poor's), Moody's Investors Service, Inc. (v nadaljevanju Moody's), Fitch Ratings, Inc. (v nadaljevanju Fitch) in CMSR.

Četrto poglavje je v celoti namenjeno empirični analizi. Najprej opredelim problem raziskave in prevedem ocene različnih bonitetnih agencij na skupno primerljivo lestvico, nato podrobneje predstavim vseh sedem držav, ki so predmet analize, ter njihove ocene državnega tveganja v izbranem časovnem intervalu. Sledijo predpostavke in omejitve analize. Ocene državnega tveganja različnih bonitetnih agencij primerjam med sabo ter ugotavljam, kako metodologija CMSR ocenjuje državna tveganja v primerjavi z ostalimi bonitetnimi agencijami. Magistrsko delo zaključim z odgovorom na raziskovalno vprašanje, glavnimi ugotovitvami, diskusijo in priporočili za nadaljnje raziskovanje. Metodologija CMSR z metodologijami velikih treh bonitetnih hiš še ni bila nikoli primerjana, zato gre za prvo tako analizo.

1 KONCEPT DRŽAVNEGA TVEGANJA

Prvo poglavje namenjam opredelitvi koncepta državnega tveganja. Opisujem zgodovinski razvoj ocenjevanja državnega tveganja, skušam razjasniti pojem tveganja in podajam različne opredelitve in kriterije opredelitve državnega tveganja ter predstavim kategorije državnega tveganja in njihovo merjenje. Poglavje zaključim z opisom zavarovanja pred državnim tveganjem s poudarkom na zavarovanju pri SID banki.

1.1 Zgodovinski razvoj ocenjevanja državnega tveganja

Zgodovinski razvoj ocenjevanja tveganj se lahko ilustrira glede na zgodovinski razvoj institucij za ocenjevanje oziroma preprečevanje tveganj ali glede na razvoj teorij o razumevanju in preprečevanju tveganj (Altman & Roggi, 2003, str. 4). Prve institucije za preprečevanje tveganj so bile oblikovane ob pojavu prvih zavarovalnih pogodb, ki so preprečevale tveganja in izvirajo iz Babilona za časa Hamurabijeve vladavine (Altman & Roggi, 2003, str. 4). Zavarovalne pogodbe so bile v antični Grčiji in starem Rimu dokaj razširjene, z rastjo trgovine in finančnih aktivnosti ter odkrivanjem novih ozemelj pa se je njihova uporaba samo še povečala (Altman & Roggi, 2003, str. 4).

Posojanje denarja preko državnih meja, ki je bilo sicer prisotno že dlje časa, se je razmahnilo v 60-ih letih prejšnjega stoletja, ko so se začeli tudi razvijati tržni mehanizmi, ki so omogočili, da se transakcije mednarodnega kreditiranja in zadolževanja izognejo ozkim okvirom in omejitvam, ki jih postavljajo jurisdikcije posameznih držav (Mrak, 2002, str. 519–520). To je bilo izvedeno tako, da se je finančni trg za kredite, denominirane v določeni valuti, oblikoval zunaj države, v kateri je bila ta valuta nacionalna (Mrak, 2002, str. 519–520). Tako denimo finančni trgi za dolarske depozite in kredite ter za izdajo obveznic, denominiranih v dolarjih, v Evropi ne zapadejo pod ameriško jurisdikcijo na področju bančništva in vrednostnih papirjev. Mednarodni finančni trgi s temi značilnostmi so dobili ime evrofinančni trgi, vendar je bolj pravilen izraz zunanji finančni trgi zaradi jasne ločitve od nacionalnih finančnih trgov (Mrak, 2002, str. 519–520).

V zadnjih petih desetletjih se državno tveganje povezuje predvsem s krizami, začeni s političnimi krizami v 60-ih in 70-ih letih prejšnjega stoletja, sledile so dolžniške krize v 80-ih letih ter finančne krize od 90-ih let prejšnjega stoletja do danes (Bouchet et al., 2003, str. 14–15). Eden prvih primerov državnega tveganja v tem obdobju je bila nacionalizacija Sueškega kanala leta 1956 s strani tedanjega egiptovskega predsednika Naserja. V 60-ih in 70-ih letih se je državno tveganje enačilo s političnim tveganjem in se nanašalo predvsem na nacionalizacije ali razlastitve v naftni industriji v državah Bližnjega vzhoda in Severne Afrike. Analitiki so bili v tem obdobju osredotočeni predvsem na proučevanje multinacionalnih družb in njihove izpostavljenosti političnim tveganjem, zanimal jih je vpliv vlad na poslovanje družb v tujini (Bouchet et al., 2003, str. 15). V 70-ih letih se je razmahnilo posojanje zahodnih bank državam v razvoju, predvsem v Vzhodni Evropi in

Latinski Ameriki, pa tudi drugje. Povečanje obsega posojil je bila predvsem posledica visokega povpraševanja po dodatnih sredstvih, ki so jih države v razvoju potrebovale poleg že obstoječih posojil Mednarodnega denarnega sklada (v nadaljevanju MDS) in Svetovne banke, vendar pa so hkrati zahodne banke želele obrniti svoja ogromna sredstva petrodolarjev, ki so izvirala iz držav proizvajalk nafte (Hoti & McAleer, 2005, str. 1).

Ker so države v razvoju ta dodatna sredstva slabo naložila, je 80-ta leta zaznamovala mednarodna dolžniška kriza številnih držav v razvoju. Koncept državnega tveganja se je v tem obdobju pogosto zamenjeval s suverenim tveganjem, torej s tveganjem, da posojilojemalke ne bodo sposobne odplačati svojih zunanjih dolgov, kot se je to dejansko zgodilo npr. Argentini in Braziliji. Bonitetni analitiki so se ukvarjali predvsem z ocenjevanjem kreditne sposobnosti držav. Od 90-ih let naprej so v ospredju finančne krize. Leta 1994 je izbruhnila mehiška kriza, leta 1997 azijska kriza, leta 1998 pa ruska kriza. Značilnost teh kriz v nasprotju s starejšimi krizami je, da niso bile omejene zgolj na eno državo, temveč so imele bolj globalen in zato tudi bolj škodljiv vpliv na gospodarsko in politično stabilnost (Bouchet et al., 2003, str. 15). Slednje nedvomno velja tudi za zadnjo svetovno finančno krizo, ki se je začela poleti leta 2007 v Združenih državah Amerike in se nato razvila še v svetovno gospodarsko krizo. V zadnjih dvajsetih letih velja omeniti še posledice številnih oboroženih konfliktov, terorizma, vojnih žarišč in posledične migrantske krize, od leta 2008 naprej pa so se povečala tudi državna tveganja razvitih držav.

1.2 Opredelitev državnega tveganja

Kaj sploh je tveganje? Znanstveniki niso enotni niti glede izvora besede tveganje. Nekateri trdijo, da izvira iz španske besede »*risco*«, ki se je uporabljala za »koničasto, ostro skalo« ali za izraz »nevarno za plovbo«, podoben pomen pa je imel tudi latinski glagol »*resecare*«, ki je pomenil »rezati« ali »rezati skozi valove« (Altman & Roggi, 2003, str. 4). Drugi trdijo, da je izvor besede tveganje v arabskem izrazu »*ritz*«, ki pomeni »vse dobro prihaja in izvira iz boga« ali »vse, kar je potrebno za življenje« (Altman & Roggi, 2003, str. 4). Tveganje je sestavni del večine odločitev, ki jih ljudje dnevno sprejemamo, zavedanje prisotnosti tveganja skupaj s potrebo po njegovem zmanjševanju je zato brez dvoma del človeške evolucije. Friedman (1983, str. 201) razliko med tveganjem in negotovostjo opredeljuje s tem, koliko informacij je znanih opazovalcu. Pri tveganju se opazovalec zaveda, da je z uresničitvijo določenega dogodka povezanih več možnih rezultatov, pri čemer pozna možne rezultate in jim zna pripisati približno verjetnost (Friedman, 1983, str. 201). Tveganje bi lahko v celoti odstranili le, če bi lahko natančno napovedali prihodnost ali imeli tako močan vpliv na dogodke, da bi lahko uresničili tako prihodnost, kot smo si jo zamislili (Naylor, 1996, str. 81).

Eno prvih definicij tveganja je v 20-ih letih prejšnjega stoletja oblikoval Frank Knight, ki je uvedel pojem negotovosti v nasprotju s pojmom tveganja (Bouchet et al., 2003, str. 2).

Knight je veliko pisal o verjetnosti in je razlikoval med dvema vrstama verjetnosti, pri čemer je prvo imenoval »*a priori*« verjetnost, ki je ljudem inherentna, drugo pa statistična verjetnost, ki se jo da ugotoviti na podlagi analize homogenih podatkov (Haslett, 2010, str. 113). Obe vrsti verjetnosti odražata merljivo negotovost, medtem ko mnenja, ki niso oblikovana na podlagi statističnih podatkov, odražajo nemerljivo negotovost (Haslett, 2010, str. 115). Njegovi sodobniki so namesto merljive in nemerljive negotovosti uporabljali izraza objektivna in subjektivna verjetnost (Haslett, 2010, str. 115). Knight trdi, da se tveganje lahko meri z verjetnostjo, medtem ko negotovost ni merljiva (Bouchet et al., 2003, str. 3; Altman & Roggi, 2003, str. 19–20). Njegova opredelitev tveganja je bila predmet kritik. Glavna kritika je bila, da njegova opredelitev ni opredelitev tveganja, saj je upošteval samo negotovost, zanemarljivo pa izpostavljenost tveganju (Haslett, 2010, str. 115). Z razvojem finančne teorije se je v povezavi s tveganjem začel uporabljati tudi izraz donos (Markowitz, 1952, str. 89). Tveganja se ne da opredeliti samo kot nevarnost izgube, temveč tudi kot nestanovitnost nepričakovanih izidov, ki pa so lahko pozitivni ali negativni. Tveganje poleg priložnosti za večji donos prinaša tudi možnost večje izgube. Stopnja tveganja je sprejemljiva, če potencialni donosi presegajo potencialne izgube (Clarke & Varma, 1999, str. 414).

Zgodovina ocenjevanja državnega tveganja je relativno kratka, opredelitev koncepta državnega tveganja pa še danes povzroča težave in nejasnosti. Enotne uveljavljene opredelitve državnega tveganja ni (Bouchet et al., 2003, str. 9). Državno tveganje je na nek način kreditno tveganje, torej tveganje, da država določenega dolga ne bo poravnala pravočasno ali v celoti ter v skladu s posojilnimi pogoji, ne glede na to, kaj je vzrok za to (Friedman, 1983, str. 200). Država lahko z zakonom ali dekretom prepove ali omeji izvoz kapitala v tujino, s čimer onemogoči domačim posojilojemalcem, da vrnejo dolgove, najete v tujini, lahko pa država objavi moratorij na odplačevanje dolgov v tujini preprosto zato, ker servisiranja svojih dolgov enostavno ni sposobna (CMSR, 2015, str. 1). Prvemu delu definicije državnega tveganja se reče tudi transferno tveganje, to je tveganje, ki obstaja, kadar dolžnikova obveznost ni nominirana v lokalni valuti oziroma tveganje, ki je vezano na (ne)sposobnost dolžnika, da izvrši odplačilo v dogovorjeni valuti, in je tveganje, ko država postavi omejitve pri izvozu kapitala kot del svoje ekonomske politike (CMSR, 2015, str. 1). Drugi del definicije izraža politično tveganje in pomeni prenehanje vračanja posojila (objava moratorija) oziroma pri investitorju vračanja (repatriacije) investicije (CMSR, 2015, str. 1). Državno tveganje je treba ločiti tudi od kreditnega tveganja, to je tveganja, ki se veže na točno določeno kreditno transakcijo in točno določenega posojilojemalca in je vezano na točno določen projekt (CMSR, 2015, str. 1).

Sodobni koncept državnega tveganja se je razvijal v zadnjih petdesetih letih in se nanaša na poslovanje izven domače države ter na dodatna tveganja, ki jih prinaša poslovanje v tujini. Dobro poznavanje tveganj v mednarodnem poslovanju je predpogoj za prodor in nastop podjetij na tujih trgih, pri tem pa je ocena državnega tveganja ključna analiza, ki združuje vse potrebne informacije. Ocenjevanje državnega tveganja je pomemben korak pri izbiri

izvoznih ali naložbenih destinacij, ob upoštevanju ocene državnega tveganja pa se lahko dovolj zgodaj opozarja in napoveduje dogodke ter v dani situaciji prispeva k sprejemu najustrežnejših rešitev.

Najpogosteje se koncept državnega tveganja zamenjuje ali enači s konceptom političnega tveganja in konceptom suverenega tveganja, vendar je državno tveganje širši koncept in zajema široko področje tveganj, vključno s političnim, ekonomskim in finančnim tveganjem. Koncept državnega tveganja je drugačen in širši od suverenega tveganja, saj poleg suverenega tveganja pokriva tudi transferno tveganje. Državno tveganje se lahko opredeli tudi kot izpostavljanje izgubam v poslih s tujino zaradi okoliščin, ki nastanejo zaradi vpliva države na te posle (CMSR, 2015, str. 1). Gmeiner (1996, str. 5–6) za državno tveganje uporablja izraz deželni riziko in ga opredeljuje kot sintetično merilo različnih kazalcev, ki daje pomembne informacije tujim vlagateljem, je torej indikator investicijske klime, poleg tega pa je tudi merilo mednarodnega ugleda v razvrščanju držav glede na politična, ekonomska in finančna dogajanja. Hkrati se ne sme zanemariti vpliva državnega tveganja na stroške zavarovanja izvoznih poslov in izvajanja del v tujini v povezavi s komercialnimi in političnimi tveganji za vlaganja izven matične dežele na eni strani, na drugi strani pa tudi na kotiranje vrednostnih papirjev na mednarodnih trgih (Gmeiner, 1996, str. 6).

Ko je govora o mednarodnih naložbah, se pojavljata predvsem dva pojma, in sicer državno tveganje in politično tveganje, pogosto pa tudi suvereno tveganje. Enačenje državnega tveganja s suverenim ni ustrezno. O suverenem tveganju se govori takrat, ko je posojilojemalka ali garant posojila tuja država, posojilo pa se nanaša na vsa posojila in vrednostne papirje, katere je najela oziroma izdala država, ter tudi na posojila, za katera je država podelila svojo garancijo (CMSR, 2015, str. 1). Eno od najbolj uveljavljenih opredelitev državnega tveganja podaja Nagy (1979, str. 13–14), ki pravi, da je državno tveganje izpostavljenost izgubam pri posojilih tujim državam zaradi dogodkov, ki v teh državah nastanejo, v celoti ali pa vsaj delno, zaradi nadzora ali vmešavanja vlade, ne pa zasebnih družb ali posameznikov. Ta opredelitev poudarja, da so državnemu tveganju izpostavljena vsa posojila, tako vladi, kot tudi bankam, zasebnim družbam in posameznikom, medtem ko do suverenega tveganja pride takrat, ko je posojilojemalka ali garant posojila tuja država oziroma vlada (Nagy, 1979, str. 13–14). Meldrum (1999, str. 1) obrazloži, da vse poslovne transakcije vključujejo določeno stopnjo tveganja, ko pa se poslovne transakcije dogajajo izven meja določene države, vsebujejo še dodatna tveganja, ki v transakcijah znotraj države niso prisotna. Ta dodatna tveganja imenuje državna tveganja, izvirajo pa iz razlik v gospodarskih strukturah med državami, ekonomskih politikah, socialno-političnih institucijah, geografiji in valutah (Meldrum, 1999, str. 1). Tveganja izhajajo tudi iz odprtosti in medsebojne odvisnosti hitro rastočih trgov ter čedalje večje odvisnosti od tujega kapitala. Bolj odprti kapitalski računi plačilne bilance skupaj s črednim obnašanjem investorjev povzročajo negativne učinke prelitja krize iz ene v drugo ali druge države (Claessens & Embrechts, 2002, str. 4).

1.3 Kriteriji opredelitve državnega tveganja

Prvi, ki je opozoril na to, da različni teoretiki uporabljajo različne vrste tveganj in jih med seboj zamenjujejo, je bil Nagy (1979, str. 13–14), ki je bil tudi prvi, ki je pokazal, da je državno tveganje treba obravnavati kot vsoto treh vrst tveganj, namreč političnega, socialnega in ekonomskega. Pri političnem tveganju je treba upoštevati potencialno vojno, okupacijo s strani tujih vojaških sil, ozemeljske težnje, ideološke razlike med političnimi strankami in oblastno strukturo, konflikte zaradi različnih ekonomskih interesov, regionalizacijo, politično polarizacijo itd. (Nagy, 1979, str. 14). V okvir socialnega tveganja Nagy (1979, str. 14) uvršča možnost izbruha državljanske vojne, socialne nemire, medplemenske spopade, nepravilno porazdelitev dohodka, sindikalno militantnost, religiozne delitve, antagonizem med različnimi družbenimi razredi itd. Pri ekonomskem tveganju Nagy (1979, str. 14) med drugim navaja dejavnike kot so dolgoročno zmanjševanje rasti bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP), stavke, hitro rast produkcijskih stroškov, padanje izvoznih prilivov ter nenadno povečanje uvoza hrane ali surovin. Nagy (1979, str. 14) glede recesije pravi, da v primeru, ko je ta inherentna posamezni državi, recesija predstavlja državno tveganje, če pa je globalna in če vlada posamezne države uvede ustrezne proticiklične ukrepe v okviru konjunkturne politike, potem recesija ne pomeni državnega tveganja. To danes skorajda ne velja več, saj so gospodarstva in trgi med seboj pretesno povezani.

Nagy je tudi prvi postavil klasifikacijo oziroma kriterije opredelitve državnega tveganja. Državno tveganje se lahko klasificira z različnih vidikov (Nagy, 1979, str. 14):

- geografsko (ocenjuje se tveganje posamezne države, regije),
- glede na tip posojilojemalca (ocenjuje se tveganje vlade, zasebnega sektorja, posameznega podjetja, individualno tveganje ipd.),
- glede na aktualne dogodke, ki lahko vodijo v materializacijo tveganja (ocenjuje se politično, socialno in ekonomsko tveganje),
- glede na namembnost odobrenih posojil, pri čemer je možno ocenjevati državno tveganje za različne vrste posojil (kreditne linije, izvozno financiranje, projektno financiranje, posojilo za reševanje plačilnobilančnih težav, razvojno posojilo itd.),
- glede na odziv posojilojemalca, ko ta zaide v težave (zavrnitev odplačila dolga, izostanek plačil, neplačilo (angl. *default*), ponovna pogajanja glede odplačevanja dolga, prestrukturiranja in reprogramiranja dolga),
- glede na stopnjo tveganja (npr. minimalno, zelo omejeno, omejeno, visoko, zelo visoko tveganje).

Za posojilodajalca največje tveganje predstavlja prenehanje plačevanja dolga, pri čemer zanj ni toliko pomembno, ali posojilojemalec noče oziroma ne more več servisirati svojega

dolga ali pa zavrača plačilo dolga, kar se dogaja v zelo redkih primerih (Nagy, 1979, str. 14).

1.4 Kategorije državnega tveganja in njihovo merjenje

Različnih kategorij državnega tveganja ni mogoče obravnavati povsem ločeno, saj so med seboj tesno povezane in se prepletajo. Poleg tega se ne da vedno potegniti jasne ločnice med državnim tveganjem in komercialnimi tveganji, saj nekomercialna tveganja v bolj tveganih državah kot oddaljeni vzrok škode pogosto vodijo tudi do nastanka komercialnih tveganj.

Meldrum (1999, str. 2) kategorije državnega tveganja deli na ekonomsko tveganje, transferno tveganje, valutno tveganje, lokacijsko ali sosedsko tveganje, suvereno tveganje in politično tveganje. To delitev bom nekoliko dopolnila in k ekonomskemu tveganju dodala še finančno, dodajam tudi socialno tveganje, ki spada v okvir političnega tveganja, ter tveganje naravnih katastrof in klimatskih sprememb. V nadaljevanju na kratko predstavljam omenjenih sedem različnih kategorij tveganja. Merjenje oziroma indikatorje političnega, ekonomskega in finančnega tveganja podrobneje predstavljam v poglavju 3.5.

1.4.1 Ekonomsko in finančno tveganje

Ekonomsko tveganje posamezne države je mogoče razdeliti na makroekonomska tveganja, ki se nanašajo na vse tuje družbe, in na mikroekonomska tveganja, ki zadevajo posamezne sektorje ali specifične aktivnosti določenih družb (Bouchet et al., 2003, str. 22). Ekonomsko tveganje lahko izhaja iz zgrešenega političnega upravljanja, vendar pa v nasprotju s političnim tveganjem ni neposredna posledica političnih odločitev (Bouchet et al., 2003, str. 22). Tudi Meldrum (1999, str. 3) se strinja, da se ekonomsko in politično tveganje velikokrat prepletata in ekonomsko tveganje opredeli kot večjo spremembo v ekonomski strukturi ali stopnji rasti BDP, kar vpliva na pričakovane donose investicij. Ekonomsko tveganje je povezano predvsem z makroekonomsko politiko države (Oetzel, Bettis & Zenner, 2001, str. 130). Tveganja torej izhajajo iz škodljivih sprememb osnovnih ciljev ekonomske politike, tako fiskalne kot monetarne, izvozne politike, ustvarjanja in distribucije bogastva, ali iz znatne spremembe v primerjalnih prednostih države, kot npr. izčrpanja resursov, upada industrije, demografskih sprememb ipd. (Meldrum, 1999, str. 3).

Medtem ko ocena ekonomskega tveganja pokaže ekonomske prednosti in slabosti države, pa ocena finančnega tveganja pokaže sposobnost države servisirati svoje dolgove. Dolgoročna rast BDP in razvoj gospodarstva sta neposredno povezana s finančno razvitostjo države. Višja je stopnja finančne razvitosti države, boljša je dostopnost do finančnih storitev, kar omogoča razpršitev tveganj in stroškov finančnih transakcij (Ramady, 2014, str. 27). Finančno tveganje je v zadnjih letih ponovno postalo bolj pomembno, saj je zadnja finančna kriza odkrila pomanjkljivosti finančnih sektorjev v

nekaterih državah. Države se zato po letu 2008 soočajo s številnimi izzivi na področju strukture svojih nacionalnih finančnih sektorjev, s stopnjo vpetosti v mednarodne finančne trge in s posledicami svetovne finančne krize (Ramady, 2014, str. 27). Tradicionalnim indikatorjem za merjenje finančnega tveganja v smislu sposobnosti servisiranja dolgov, kot so npr. delež dolga v BDP, delež dolga v izvozu blaga in storitev, devizne rezerve, ipd., so se po letu 2008 pridružili še indikatorji za merjenje stabilnosti finančnega sistema, med njimi predvsem pokazatelji stanja v bančnem sektorju.

1.4.2 Transferno tveganje

Transferno tveganje nastane, ko tuja vlada omeji pretok kapitala, to pa povzroči težave pri izplačilu dobičkov, dividend ali kapitala (Meldrum, 1999, str. 3). Ker vlade pretok kapitala lahko omejijo kadarkoli, se transferno tveganje nanaša na vse vrste naložb (Meldrum, 1999, str. 3). Nagy (1979, str. 15) pravi, da se transferno tveganje kot posledica ukrepov vlade lahko materializira samo za posojilojemalce v zasebni lasti. Iranzo (2008, str. 70) pravi, da je transferno tveganje poleg suverenega tveganja sestavni del državnega tveganja in da se transferno tveganje nanaša na zasebne subjekte, ki zaradi pomanjkanja tuje valute ne zmorejo odplačevati svojih dolžniških obveznosti. Gre torej za dolg zasebnega sektorja, denominiran v tuji valuti oziroma tujih valutah. Transferno tveganje se lahko pojavi kot posledica visokih primanjkljajev v plačilni bilanci, ki izhajajo iz previsokega zunanjskega dolga, ali kot posledica upadlega zaupanja, ki povzroči velike kapitalske odlive (Iranzo, 2008, str. 12). Tudi za transferno tveganje velja, da je tesno povezano z ostalimi kategorijami državnega tveganja, saj transferno tveganje zaradi pomanjkanja tuje valute lahko vključuje tako zasebni kot državni dolg, vojne in politični konflikti pa imajo lahko za posledico visoko devalvacijo domače valute, kar posledično poveča transferno tveganje, ki vpliva na zasebni in na državni dolg (Iranzo, 2008, str. 12).

Transferno tveganje se navadno analizira kot funkcija sposobnosti države, da zasluži tujo valuto, pri čemer težave pri pridobivanju tuje valute povečajo verjetnost, da bo nastopila neka vrsta kapitalskih omejitev (Meldrum, 1999, str. 3). Merjenje transfernega tveganja je oteženo, ker je lahko odločitev za omejitev pretoka kapitala politični odziv na nek povsem drug problem (Meldrum, 1999, str. 3). Meldrum (1999, str. 4) med indikatorji, s katerimi se meri transferno tveganje, navaja delež servisiranja zunanjskega dolga v izvozu blaga in storitev ali v izvozu povečanem za vrednost neto tujih neposrednih naložb, strukturo zunanjskega dolga glede na BDP (delež kratkoročnega in srednjeročnega oziroma dolgoročnega zunanjskega dolga v BDP), devizne rezerve glede na uvozne kategorije, ki izražajo kritje uvoza (npr. devizne rezerve izražene v mesecih uvoza) ter indikatorje tekočega računa plačilne bilance (npr. saldo tekočega računa v BDP, zunanja finančna vrzel). Gibanje oziroma trend teh indikatorjev (padanje, naraščanje ali stagnacija) pokaže potencialna neravnovesja, ki bi se lahko odrazila na uvedbi omejitev pretoka kapitala (npr. naraščajoči primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance, izražen kot delež v BDP, kaže na naraščajočo potrebo po zunanjem financiranju za pokrivanje primanjkljaja).

Transferno tveganje v razvitih državah, katerih valute so mednarodno sprejete kot plačilno sredstvo, kot sta dolar in evro, ni prisotno (Iranzo, 2008, str. 67). Transferno tveganje je tudi sicer v zadnjih letih v upadanju, saj se vse bolj uveljavljajo sistemi fleksibilnih deviznih tečajev, tudi na hitro rastočih trgih, hkrati pa poteka proces finančne liberalizacije, vendar pa je transferno tveganje še vedno aktualno v določenih državah, in sicer predvsem v državah, ki imajo »*de facto*« *vezane valute, in v državah, kjer je nadzor nad kapitalskim računom velik (Baldacci, Gupta & Mati, 2008, str. 16). Koncept transfernega tveganja, torej možnosti, da bo vlada uveljavila omejitve glede plačil v tujini, se preobraža v koncept suverenega tveganja, ki postane širši od koncepta transfernega tveganja, ko vključuje idejo, da tudi če je vlada pripravljena poravnati in spoštovati svoje zunanje obveznosti, tega mogoče ne bo sposobna, ker celotno gospodarstvo ni zmožno ustvariti zadostne količine tuje valute (Timurlenk & Kaptan, 2012, str. 1091).*

1.4.3 Valutno tveganje

Valutno tveganje nastane ob nepričakovani in neugodni spremembi menjalnega tečaja, kot je npr. sprememba valutnega režima iz fiksnega v drseči menjalni tečaj (Meldrum, 1999, str. 4). Valutno tveganje je povezano s transfernim tveganjem, saj na obe vrsti tveganja delno vplivajo isti dejavniki (Porretta, Santoboni & Vento, 2013, str. 150). Valutno tveganje se vedno spremlja v daljšem časovnem obdobju, to je več kot eno ali dve leti; kratkoročni pritiski na menjalni tečaj so namreč predvsem posledica delovanja deviznih trgovcev (Meldrum, 1999, str. 4). Kratkoročno se valutnemu tveganju lahko izogne s pomočjo zavarovanja s kritjem in z valutnimi opcijami (Meldrum, 1999, str. 4).

Veliko kvantitativnih indikatorjev, ki se uporabljajo za merjenje transfernega tveganja, se lahko uporabi tudi pri identifikaciji valutnega tveganja, saj močna devalvacija domače valute lahko zniža nekatera neravnovesja, ki povečujejo transferno tveganje (Meldrum, 1999, str. 4). Na raven valutnega tveganja kaže tudi politika deviznega tečaja določene države. Uravnavani drseči menjalni tečaj, pri katerem skuša vlada oziroma centralna banka nadzirati domačo valuto v okviru ozkega trgovalnega razpona, je navadno bolj tvegan kot fiksni menjalni tečaj ali režim valutnega odbora (Meldrum, 1999, str. 4). Najmanj tvegani so drseči devizni tečaji, saj je pri teh najmanj možnosti za nepričakovane in neugodne spremembe menjalnega tečaja (Meldrum, 1999, str. 4). Valutno tveganje se identificira tudi preko podcenjenosti ali precenjenosti domače valute (Meldrum, 1999, str. 4).

1.4.4 Lokacijsko ali sosedsko tveganje

Lokacijsko ali sosedsko tveganje se nanaša na negativne učinke prelitja, do katerih pride iz sosednjih držav, iz držav, ki so obravnavani državci podobne glede na politične ali ekonomske značilnosti in ranljivosti, ali iz držav, s katerimi obravnavana država trguje (Meldrum, 1999, str. 4; Porretta et al., 2013, str. 150). Podobne značilnosti držav pomenijo večje tveganje, da se problemi ali kriza iz ene države prenese v drugo državo, kot npr.

kriza v latinskoameriških državah v 80-ih letih prejšnjega stoletja ali azijska kriza v letih 1997 in 1998 (Meldrum, 1999, str. 5). Lokacijsko ali sosedsko tveganje lahko izvira iz nerešenih vprašanj in konfliktov s sosednjimi državami (npr. države bivše Jugoslavije, bližnjevzhodne in zalivske države) ali iz neugodne situacije v eni od držav v regiji, ki zvišuje tveganost celotne regije (Porretta et al., 2013, str. 150). Takih primerov je danes v svetu več. Vojna v eni državi ima posledice za vse sosednje države, pogosto pa njen vpliv sega še dlje od regije (posledica vojne v Siriji je npr. begunska kriza v Evropi). Višina lokacijskega tveganja je odvisna tudi od tega, ali je obravnavana država članica nadnacionalnih institucij, kot npr. Združenih narodov ali EU, saj skupni cilji integracije znižujejo lokacijsko tveganje posamezne države (Porretta et al., 2013, str. 150).

Lokacijsko ali sosedsko tveganje, ki se ga lahko definira tudi kot del političnega tveganja, je ena najtežje merljivih kategorij državnega tveganja. Meldrum (1999, str. 5) kot možne indikatorje navaja geografski položaj države, trgovinske partnerice, mednarodne trgovinske in ekonomske povezave (kot npr. Mercosur, Nafta, EU itd.), velikost države, meje ter oddaljenost od gospodarsko ali politično pomembnih držav oziroma regij. Današnji svet je tako prepleten in soodvisen, da se posledice regionalnih konfliktov ali kriz lahko hitro čutijo tudi v geografsko bolj oddaljenih državah oziroma regijah.

1.4.5 Suvereno tveganje

Koncepta suverenega tveganja in državnega tveganja sta tesno povezana, zato se državno tveganje najbolj pogosto zamenjuje ravno s suverenim tveganjem, vendar pa sta koncepta med sabo različna. Državno tveganje je širši koncept od suverenega tveganja. Suvereno tveganje se nanaša na tveganje kreditiranja vlade neodvisne države (Claessens & Embrechts, 2002, str. 3). Povedano natančneje, suvereno tveganje se nanaša na vlado ali vladne ustanove kot posojilojemalce ali na vsa ostala posojila, za katera ta vlada v celoti in brezpogojno jamči (Friedman, 1983, str. 201). Suvereno tveganje nastane, ko vlada postane nezmožna ali pa noče več odplačevati svojih najetih posojil oziroma ko vlada odstopi od državnega poročstva na svoja posojila (Meldrum, 1999, str. 5). Vlada ne more več izpolnjevati svojih obveznosti, ko ji zaradi neugodnih gibanj v plačilni bilanci zmanjka tuje valute, v kateri je zunanji dolg denominiran. V tem primeru je suvereno tveganje tesno povezano s transfernim tveganjem (Meldrum, 1999, str. 5; Canuto, dos Santos & de Sá Porto, 2004, str. 11). Kadar pa se vlada iz političnih razlogov odloči, da ne bo več servisirala svojega dolga, je suvereno tveganje tesno povezano s političnim tveganjem (Meldrum, 1999, str. 5).

Glavni indikator merjenja suverenega tveganja je ocena vladne pripravljenosti poravnati obveznosti iz naslova najetih posojil (Claessens & Embrechts, 2002, str. 3). Ocenjuje se delovanje celotne države in njene vlade (Friedman, 1983, str. 201). Pri tem analitiki pogledajo indikatorje, ki se uporabljajo tudi pri merjenju transfernega tveganja (Meldrum, 1999, str. 5). Ocena pripravljenosti vlade, da bo poravnala svoje obveznosti, temelji na

analizi plačilne discipline vlade v preteklih letih, analizi potencialnih stroškov zavrnitve dolga s strani vlade posojilojemalke ter na analizi potencialnega prestrukturiranja dolga s strani konzorcija zasebnih posojilodajalcev ali mednarodnih kreditorjev (Meldrum, 1999, str. 5). Pri državnem tveganju se ne ocenjuje samo pripravljenosti vlade, da bo izpolnila svoje obveznosti, saj lahko tudi drugi dejavniki privedejo do izgub. V praksi sta zato suvereno in državno tveganje precej prepletena, saj je vlada glavni akter, ko je govora o suverenem in državnem tveganju (Claessens & Embrechts, 2002, str. 3).

1.4.6 Politično in socialno tveganje

Socialno-politično tveganje vključuje vse škodljive ukrepe ali dejavnike za tuje družbe, ki izvirajo iz socialnih skupin, političnih organov ali vladnih organov države gostiteljice, zato se to vrsto tveganja lahko razdeli na socialno tveganje, tveganje vladne politike in politično tveganje (Bouchet et al., 2003, str. 17). Socialno tveganje se nanaša na ukrepe organizacij, kot so npr. sindikati, nevladne organizacije, aktivisti ipd., s katerimi se želi vplivati na tuje družbe v državi, po mirni ali nasilni poti, demokratično ali nedemokratično (Bouchet et al., 2003, str. 17). Tveganje vladne politike izvira iz nepričakovanih in škodljivih ukrepov vlade ali lokalnih oblasti in zajema ekspropriacijo ali razlastitev, nacionalizacijo, kršitev pogodb, zavrnitev plačevanja dolga, omejitve glede menjave valut, trgovinske omejitve in trgovinske sporazume, ki favorizirajo določeno državo ali skupino držav (Bouchet et al., 2003, str. 19). Politično tveganje je vsaka potencialna ali dejanska sprememba političnega sistema, državljanska ali zunanja vojna, pa tudi vsaka demokratična evolucija, ki lahko negativno vpliva na poslovanje tujih družb (Bouchet et al., 2003, str. 21).

Poleg suverenega se tudi koncept političnega tveganja pogosto zamenjuje z državnim tveganjem, kar se dogaja zlasti pri različnih institucijah, še posebej institucijah, ki nudijo zavarovanje pred kreditnim tveganjem in uporabljajo izraz politično tveganje kot sinonim za državno tveganje in kot nasprotje komercialnim tveganjem (Iranzo, 2008, str. 13). Politično tveganje izhaja iz specifičnih političnih dejanj in odločitev in je zato del širšega koncepta državnega tveganja (Iranzo, 2008, str. 13). Politično tveganje vključuje verjetnost politične kontinuitete ali diskontinuitete in verjetnost, da obstaja nevarnost ekonomskega ali finančnega neravnovesja zaradi politične nestabilnosti oziroma političnega prevrata (Friedman, 1983, str. 204). Meldrum (1999, str. 5) politično tveganje opredeljuje kot tveganje spremembe političnih institucij, ki izvira iz spremembe v vladi, v socialni strukturi ali v drugih neekonomskih dejavnikih. Splošna definicija političnega tveganja je torej, da politično tveganje vsebuje vsa tveganja, ki izhajajo iz politično-institucionalnega okolja države in imajo potencialno škodljive učinke na dobičke, sredstva in interese mednarodnih ali tujih družb (Marchetti & Vitale, 2013, str. 5).

Mednarodna agencija za zavarovanje investicij (v nadaljevanju MIGA) navaja osem glavnih komponent političnega tveganja: omejitve glede transferja in konvertibilnosti valute, ekspropriacija, kršitev pogodbe, nespoštovanje finančnih obveznosti s strani vlade,

terorizem, vojne, državljanski nemiri ter neugodne spremembe v zakonodaji (MIGA, 2013, str. 42). Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj (v nadaljevanju OECD) v okvir političnega tveganja uvršča politično stabilnost, socialne napetosti, ekspropriacijo, politično nasilje in transferno tveganje (Marchetti & Vitale, 2013, str. 7). The Economist Intelligence Unit (v nadaljevanju EIU) ima komponente političnega tveganja še bolj razdelane, saj v okvir političnega tveganja uvršča zunanjepolitične konflikte, vodenje in socialne nemire, volilne cikle, urejenost transferjev, institucionalno učinkovitost, korupcijo in zavezanost k plačilu obveznosti (EIU, 2014a, str. 4; Marchetti & Vitale, 2013, str. 8).

Politično tveganje se lahko razlikuje tudi glede na makro in mikro vidik, pri čemer makro politično tveganje nastane takrat, ko politične spremembe vplivajo na vse tuje družbe, mikro politično tveganje pa takrat, ko vpliv čutijo le določene družbe, panoge ali določena področja poslovanja (Moosa, 2002, str. 151; Sottilotta, 2013, str. 5). Makro politično tveganja bi bilo npr. vojaški udar, sprememba zakonodaje v npr. farmacevtski panogi pa je mikro tveganje.

Merjenje političnega tveganja zahteva analizo več dejavnikov, vključno z odnosi med različnimi političnimi strankami, skupnostmi, etničnimi ali verskimi skupinami, analizo postopka sprejemanja vladnih odločitev ter pregled zgodovine države (Meldrum, 1999, str. 6). Politično tveganje je težko merljivo, saj je število kvantitativnih indikatorjev za merjenje političnega tveganja omejeno, zato gre pri oceni političnega tveganja predvsem za kvalitativno oceno.

1.4.7 Tveganje naravnih katastrof in klimatskih sprememb

Zaradi posledic globalnega segrevanja je danes nekoliko težje razlikovati med naravnimi klimatskimi spremembami in klimatskimi spremembami, ki so posledica človekovega vpliva. Naravna tveganja so tveganja, ki se nanašajo na naravne pojave, ki lahko negativno vplivajo na pogoje poslovanja v državi (Bouchet et al., 2003, str. 16). Ti vplivi so lahko neposredni, kot npr. uničenje poslovnih stavb, lahko pa so posredni, kot npr. prekinitev poslovanja zaradi pomanjkanja zalog, prekinitve dostavnih poti ipd. (Bouchet et al., 2003, str. 16). Ta tveganja so najvišja v revnejših državah s slabo razvito infrastrukturo in neučinkovitimi institucijami. Nagy (1979, str. 13) opozarja, da tistih naravnih katastrof, ki jih ni mogoče predvideti, ni treba obravnavati kot državno tveganje, vendar pa se naravne katastrofe navadno periodično ponavljajo na določenih geografskih območjih (poplavna in potresna območja, vulkani ipd.), zato jih bo previden analitik upošteval.

Vpliv naravnih katastrof in klimatskih sprememb na bonitetno oceno države so analizirali Kraemer, Msrnik in Petrov (2015, str. 2–31) ter Msrnik (2015, str. 2–22) iz bonitetne agencije Standard & Poor's. Tveganje naravnih katastrof ter hkrati tudi javno zavedanje glede tega tveganja v zadnjih letih narašča, saj se je pogostost velikih naravnih katastrof v

zadnjih petdesetih letih več kot podvojila (prej so se velike naravne katastrofe povprečno pojavljale enkrat na 250 let), v prihodnje pa naj bi bile naravne katastrofe zaradi klimatskih sprememb še pogostejše (Kraemer et al., 2015, str. 2; Mrsnik, 2015, str. 2–3). Med velike naravne katastrofe se med drugim uvrščajo potresi, vulkanski izbruhi, suša, poplave, cunamiji, tropske nevihte, zimske nevihte in geomagnetske nevihte (Kraemer et al., 2015, str. 9–14; World Economic Forum, 2016, str. 85). Tveganje naravnih katastrof in klimatskih sprememb ter nezmožnost blaženja klimatskih sprememb in prilaganja nanje je tveganje, ki bo, podobno kot v zadnjih treh letih, tudi v prihodnje naraščalo najhitreje in imelo hkrati najmočnejše negativne posledice, tako za prebivalstvo kot za podjetja (World Economic Forum, 2016, str. 6). Kraemer et al. (2015, str. 3) ugotavljajo, da so posledice tveganja naravnih katastrof, ki so navadno dolgoročne, na spremembo ocene državnega tveganja večinoma posredne in le v izjemnih primerih neposredne. Države, na katere to tveganje vpliva in bo tudi v prihodnje vplivalo najbolj neposredno in najmočnejše, so male otoške države v Latinski Ameriki in azijsko-pacifiškem območju z ozko ekonomsko bazo (odvisnost od ene panoge, npr. turizma) in nizko geografsko diverzifikacijo (Kraemer et al., 2015, str. 4; Mrsnik, 2015, str. 10).

1.5 Zavarovanje pred državnim tveganjem in zavarovanje državnega tveganja pri SID banki

Pred vsemi navedenim kategorijami državnega tveganja se je mogoče zavarovati in tako ublažiti posledice morebitnega nastopa opisanih tveganj. Zavarovanje je možno pri nacionalnih izvozno kreditnih agencijah (v Slovenijo to vlogo opravlja SID banka), pri mednarodnih razvojnih bankah in multilateralnih institucijah za zavarovanje tveganj ter pri zasebnih zavarovateljih.

OECD igra pomembno vlogo na področju zavarovanja izvoza in investicij, saj je najpomembnejša mednarodna organizacija, ki ustvarja pravila na tem področju. Večina članic OECD ima svoje nacionalne izvozno kreditne agencije, ki so lahko državne institucije ali zasebne institucije, ki delujejo v imenu in za račun države (Export Credits work at the OECD, 2016). Najpomembnejši dokument, ki ureja osnovne opredelitve kriterijev in standardov njihovega poslovanja je Sporazum o uradno podprtih izvoznih kreditih (angl. *Arrangement on Officially Supported Export Credits*). Ta določa najbolj ugodne finančne pogoje, ki jih članice lahko ponudijo pri odobravanju uradno podprtih izvoznih kreditov (Export Credits work at the OECD, 2016). Z določanjem minimalnih še sprejemljivih pogojev OECD zagotavlja, da države ne tekmujejo med seboj, temveč se konkurenca dogaja na komercialni ravni. OECD na področju izvoznih kreditov deluje tudi kot forum za izmenjavo informacij med državami članicami oziroma predstavniki njihovih izvozno kreditnih agencij.

Večina največjih izvozno kreditnih agencij, tako državnih kot zasebnih, ki niso nujno članice OECD, je povezanih tudi v okviru Bernske unije. Ta ima trenutno 80 članic (SID

banka je članica od leta 2000), če se upošteva še Praški klub (About the Berne Union, 2016). Bernska unija tesno sodeluje z OECD in z mednarodnimi finančnimi ustanovami, predvsem na področju razvijanja novih produktov za skupne projekte. V okviru multilateralnih institucij za zavarovanje tveganja velja izpostaviti predvsem agencijo MIGA v okviru Skupine Svetovne banke. Njena naloga je pospeševati neposredne naložbe v države v razvoju in v tranzicijske države ter pri tem poskrbeti za večjo varnost naložb (Bouchet et al., 2003, str. 204). Prednost zavarovanja državnega tveganja pri MIGA je tudi v tem, da ima kot članica Skupine Svetovne banke preferencialen status, kar pomeni, da ima v primeru realizacije državnega tveganja pravico biti izplačana prva (Bouchet et al., 2003, str. 204).

Poleg nacionalnih izvozno kreditnih agencij in mednarodnih multilateralnih institucij je na trgu tudi večje število privatnih zavarovateljev, ki so izvozno kreditnim agencijam konkurenčni predvsem na področju zavarovanja kratkoročnih tveganj, poleg tega pa se hitreje odzivajo in prilagajajo na spremembe. Vloga izvozno kreditnih agencij bo še naprej ostala ključnega pomena na področju srednjeročnega in dolgoročnega financiranja in zavarovanja izvoza in izhodnih investicij. To se je pokazalo tudi po izbruhu zadnje svetovne finančne in gospodarske krize, ki je povzročila pomanjkanje zasebnega financiranja in zavarovanja na trgu ter povečala potrebo po državni intervenciji. Izvozno kreditne agencije se bodo morale v prihodnosti prilagoditi številnim izzivom, pri čemer je eden od njih naraščajoča globalna prepletenost, ki povečuje interakcijo med vsemi akterji na področju zavarovanja pred državnim tveganjem (Berne Union, 2015, str. 29). Po poročanju Bernske unije se bodo izvozno kreditne agencije v prihodnje še v večji meri osredotočale predvsem na mala in srednja podjetja (Berne Union, 2015, str. 50–56).

Slovenska podjetja se lahko pred **državnim tveganjem zavarujejo pri SID banki**. SID banka je z Zakonom o zavarovanju in financiranju mednarodnih gospodarskih poslov (Ur.l. RS, št. 2/2004, 56/2008-ZSIRB, 82/2015) pooblaščen institucija, ki v imenu in za račun Republike Slovenije zavaruje tista komercialna in nekomercialna oziroma nemarketabilna tveganja, ki jih zaradi njihove narave in stopnje tveganosti zasebni pozavarovalni sektor ni pripravljen prevzeti ali pa ima za to omejene zmogljivosti. To pomeni, da zasebni trg ni sposoben prevzemati nekaterih tveganj in nuditi nekaterih financiranj in zavarovanj brez garancije oziroma poročstva države, kar povzroča nedelovanje trga ali obstoj tržnih vrzeli, ki jih zapolnjuje pooblaščen institucija ter na ta način dopolnjuje finančni trg. Takšne vrste poslov v vseh razvitih državah opravljajo institucije, ki jih za to pooblasti država. Skladno z regulativo EU se kot nemarketabilni štejejo komercialni in politični riziki v državah OECD z ročnostjo več kot dve leti ter vsi riziki v državah, ki niso članice OECD (SID banka, 2015, str. 47). Vloga države na področju nemarketabilnih rizikov je ključna, saj večina teh izvoznih poslov, predvsem srednjeročnih, brez takega zavarovanja ne bi bila izvedena. Z ustreznim zavarovanjem lahko izvozniki in investitorji tudi v bolj tveganih državah zmanjšujejo tveganja iz poslovanja in s tem ustvarjajo višjo dodano vrednost.

SID banka zavaruje izvozne posle in izhodne investicije pred naslednjimi nekomercialnimi tveganji (SID banka, 2006, str. 2):

- neplačilo dolga v roku 6 mesecev po njegovi dospelosti, če je dolžnik država, vladna ali druga javnopravna institucija, ali oseba, za katero jamči država ali državna organizacija,
- politični dogodki kot so večji nemiri, upori, vstaje, državni udari, generalne stavke, revolucije, državljanske vojne ali vojne države, v kateri ima dolžnik sedež, ali katere državljan je, ali države, preko katere gredo edino možne transportne poti oziroma se edino lahko izvršijo plačila s tretjo državo,
- splošen »*de iure*« ali »*de facto*« moratorij plačil, prepoved konverzije in/ali transferja, potem ko je dolžnik že položil sredstva v banki v lokalni valuti – do izteka teh prepovedi,
- prepoved uvoza blaga ali storitev,
- enostransko razdrtje pogodb s strani države, vladne ali druge javnopravne institucije kot kupca ali naročnika,
- delna ali popolna zaplemba, rekvizicija, konfiskacija, nacionalizacija, ekspropriacija in drugi podobni ukrepi, poškodovanje ali uničenje blaga, opreme ali dokumentov s strani države, vladnih ali drugih javnopravnih institucij v času od prehoda teh stvari preko izvoznikove meje do prispetja k dolžniku iz osnovne pogodbe, ali onemogočanje na kak drug način, da izvoznik z omenjenimi stvarmi razpolaga, in
- katastrofalne elementarne nesreče, kot so potresi, vulkanski izbruhi, orkani, ipd.

Glede na Letno poročilo SID banke in Skupine SID banka (2015, str. 47) je obseg zavarovanih poslov pred nemarketabilnimi riziki v letu 2015 znašal 644,4 milijona evrov, kar pomeni 19,3-odstotno znižanje v primerjavi s predhodnim letom. To je bila posledica nizke investicijske dejavnosti podjetij, predčasne odpovedi nekaterih večjih zavarovalnih pogodb na področju izhodnih investicij, spremenjene podjetniške strukture slovenskega gospodarstva (kot posledice preteklih oteženih razmer na trgu kapitala), približevanja ključnih držav EU in s tem nižanja tveganosti, neustrezne strukture virov kot rezultat preteklega poslovanja slovenskih družb, manjše absorpcijske sposobnosti gospodarstva in slabosti bančnega sistema, konkurenčnejšega kreditiranja tujih bank v primerjavi s slovenskimi bankami, odplačevanja zavarovanih posojil za investicije in škodnih dogodkov, ki posledično pomenijo prenehanje zavarovanj (SID banka, 2015, str. 47).

V strukturi obsega zavarovanih poslov sta imela v letu 2015 največji delež pozavarovanje kratkoročnih izvoznih terjatev (obnovljiva zavarovanja kratkoročnih nemarketabilnih rizikov) ter zavarovanje kreditov, garancij in priprave na izvoz (60,9 odstotka), sledilo je zavarovanje izhodnih investicij (37,2 odstotka), zavarovani srednjeročni krediti pa so predstavljali le 1,9 odstotka (SID banka, 2015, str. 47–48). Glede na strukturo po državah se je v letu 2015 največji del zavarovanj kratkoročnih izvoznih terjatev, srednjeročnih kreditov in investicij nanašal na posle v Rusiji, sledili sta Bosna in Hercegovina (v

nadaljevanju BiH) in Hrvaška (SID banka, 2015, str. 48). SID banka v zadnjih dveh letih zavaruje večje število poslov, ki pa so vrednostno nižji, kar je posledica spremenjene strukture slovenskega gospodarstva, to je razpadov oziroma stečajev velikih slovenskih podjetij in večjega števila malih in srednje velikih podjetij (SID banka, 2015, str. 48).

2 BONITETNE AGENCIJE

Drugo poglavje namenjam predstavitvi bonitetnih agencij in nekaterih drugih institucij, ki se ukvarjajo z ocenjevanjem državnega tveganja in drugih vrst tveganj. Pri opisu nastanka in razvoja bonitetnih agencij, njihove vloge in funkcij, načina delovanja, pomanjkljivosti in omejitev ter vpliva zadnje svetovne finančne in gospodarske krize na vlogo bonitetnih agencij se opiram na različno literaturo, kot npr. Bouchet et al., 2003; Schroeter, 2012; Ryan, 2012; Dittrich, 2007; Fight, 2001; Partnoy, 2001, 2006; White, 2013; Paudyn, 2013; Hemraj, 2015; Nye, 2014, in vire (spletne strani bonitetnih agencij, strokovni in drugi članki). Poglavje sklenem s predstavitvijo izbranih bonitetnih agencij.

2.1 Nastanek in razvoj bonitetnih agencij

Zgodovina nastanka in razvoja sodobnih bonitetnih agencij večinoma sovpada z zgodovino razvoja treh največjih ameriških bonitetnih agencij, namreč Standard & Poor's, Moody's in Fitch. Nastanek treh največjih agencij je medsebojno prepleten, kar deloma pojasnjuje tudi podobnosti v njihovih bonitetnih sistemih, lestvicah in metodologijah (Fight, 2001, str. 16). Leta 1860 je Henry Varnam Poor ustanovil založbo, ki je izdajala priročnike za železniške družbe, leta 1919 je prišlo do združitve te založbe z založbo, ki jo je leta 1908 ustanovil John Moody in je nato leta 1914 postala znana pod imenom Moody's Investors Service (Fight, 2001, str. 15). Skupna družba se je imenovala Poor's Publishing Company in je pridobila pravice do nekaterih publikacij pod imenom Moody's (Fight, 2001, str. 15). Medtem je leta 1906 je James L. L. Blake ustanovil Standard Statistics Office (Fight, 2001, str. 15). Moody's je šele leta 1924 od družbe Poor's Publishing odkupil nazaj svoje pravice do uporabe imena Moody's (Fight, 2001, str. 15). Medtem ko je Moody's že leta 1909 objavil prve bonitetne ocene, je družba Standard Statistics svoje bonitetne ocene začela objavljati leta 1923 (Fight, 2001, str. 16). Potem ko je bila družba Poor's Publishing stalno v finančnih težavah, se je leta 1941 združila s Standard Statistics in tako je nastala družba Standard and Poor's Corporation (Fight, 2001, str. 16). Leta 1960 je ta družba prevzela del družbe Fitch Investors Service, in sicer tisti del družbe, ki je izdeloval bonitetne ocene, prevzeli pa so tudi način označevanja bonitetnih ocen (lestvica od AAA do D), ki ga je uvedel Fitch in se uporablja še danes (Fight, 2001, str. 16). Končno je leta 1966 družba McGraw-Hill odkupila Standard & Poor's, ta pa je še danes del te korporacije (Fight, 2001, str. 16).

Ni naključje, da se je zgodovina bonitetnih agencij začela v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA), saj je bil tam trg obveznic bistveno večji in bolj razvit kot v drugih

državah, kjer je kreditiranje podjetij večinoma potekalo preko bank (White, 2013, str. 13). Do 30-ih let prejšnjega stoletja so tako na trgu prevladoval predvsem bonitetne ocene obveznic železniških družb, ki so bile takrat v ZDA med največjimi družbami in so stalno potrebovale svež kapital (White, 2013, str. 13). Investitorji so bili pripravljeni za bonitetne informacije plačati, saj razkritje finančnega stanja za podjetja do leta 1934, ko je bila ustanovljena Ameriška Komisija za vrednostne papirje (angl. *U.S. Securities and Exchange Commission*, v nadaljevanju SEC), ni bilo obvezno (White, 2013, str. 14). S tem se je zmanjšalo povpraševanje po bonitetnih ocenah, vendar pa je leta 1936 ameriška centralna banka uvedla pravilo, da lahko komercialne banke, če hočejo vlagati v obveznice, vlagajo samo v obveznice, ki so ocenjene kot netvegane (angl. *investment grade*) in ne smejo vlagati v tvegane obveznice (angl. *non-investment grade*), kar je ponovno povečalo povpraševanje po bonitetnih ocenah (White, 2013, str. 13–14). Agencije Standard & Poor's (takrat še ločeni agenciji), Moody's in Fitch so bile izbrane kot tiste, ki so določale, katere obveznice so tvegane in katere netvegane. Podobna pravila kot v bančnem sektorju so bila nato sprejeta še v drugih sektorjih, sprejeli pa so jih tudi finančni regulatorji izven ZDA. Vloga treh bonitetnih agencij in njihova dominantna vloga na trgu je bila dokončno utrjena leta 1975, ko je SEC ustanovil t.i. nacionalno priznane statistične bonitetne agencije (angl. *Nationally recognised statistical rating organization*) in ta status takoj podelil Standard & Poor's, Moody's in Fitch (White, 2013, str. 17). Danes ima tak status deset bonitetnih agencij v ZDA (SEC, 2015, str. 2–3).

V 60-ih in 70-ih letih prejšnjega stoletja je prišlo še do ene pomembne spremembe pri izdelavi bonitetnih ocen, in sicer model poslovanja, ki ga je uvedel John Moody in pri katerem plačila prispevajo vlagatelji (angl. *investor pays*) se je spremenil v model, ko izdajatelj vrednostnega papirja ali država plačata agenciji, da jima izdela bonitetno oceno (angl. *issuer pays*) (White, 2013, str. 17). Ta model vse tri agencije uporabljajo še danes. Kljub spremembi poslovnega modela in dominantnemu položaju treh bonitetnih agencij v 80-ih in 90-ih letih prejšnjega stoletja temu ni bilo posvečene veliko pozornosti, kar pa se je začelo spreminjati ob bankrotu družbe Enron Corporation novembra 2001 in še posebej ob izbruhu svetovne finančne krize leta 2008.

2.2 Vloga in funkcije bonitetnih agencij na finančnem trgu

Bonitetne agencije so eden od udeležencev na finančnem trgu. Opiše se jih lahko kot izvedence za zagotavljanje informacij o kreditni sposobnosti izdajateljev dolžniških instrumentov (Ryan, 2012, str. 6). S tem ko dolžniškim instrumentom dodelijo bonitetno oceno, ocenjujejo torej sposobnost podjetij, institucij ali držav, da bodo servisirali svoj dolg, ali z drugimi besedami, verjetnost, da bo dolg pravočasno poplačan, deloma ali v celoti (Ryan, 2012, str. 6; Dittrich, 2007, str. 9). Bonitetne agencije imajo pomembno vlogo na globalnih trgih vrednostnih papirjev in bančnih trgih, saj njihove bonitetne ocene uporabljajo vlagatelji, kreditojemalci, izdajatelji in vlade pri sprejemanju z informacijami podprtih naložbenih in finančnih odločitev. Kreditne institucije, investicijska podjetja,

zavarovalnice, pozavarovalnice, kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje in institucije za poklicno pokojninsko zavarovanje lahko te bonitetne ocene uporabljajo kot merilo za izračun svojih kapitalskih zahtev za solventnostne namene ali za izračunavanje tveganj svoje naložbene dejavnosti, kar pomeni, da zato bonitetne ocene pomembno vplivajo na delovanje trgov ter na zaupanje vlagateljev in potrošnikov, kot določa 1. člen Uredbe št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah (UL L 302/2009).

Schroeter (2012, str. 385–387), Ryan (2012, str. 6–8) in Dittrich (2007, str. 9–15) se strinjajo, da imajo bonitetne agencije kot svetovni ponudniki finančnih informacij dve glavni teoretični funkciji, namreč funkcijo informacijskega posrednika in certifikacijsko funkcijo. Ker je osnovna vloga bonitetnih agencij zagotavljanje finančnih informacij na trgu, je njihova glavna funkcija, funkcija informacijskega posrednika. Prvenstvena naloga bonitetnih agencij je v tem, da zagotavljajo bonitetne ocene, ki so informacija za vlagatelje. Danes se bonitetne ocene javno objavljajo, namenjene pa so vsem udeležencem na finančnem trgu in nikogar ne izključujejo (Schroeter, 2012, str. 385). Ko bonitetne agencije na ta način informirajo trg, se poveča učinkovitost trga in znižajo stroški, tako za izdajatelje vrednostnih papirjev kot za vlagatelje (Schroeter, 2012, str. 385). Bonitetne agencije namreč zbirajo, pogosto zaupne, informacije, ki jih nato skladno s svojo metodologijo ovrednotijo in pretvorijo v bonitetno oceno. Funkcija informacijskega posrednika se kaže v tem, da se z zagotavljanjem bonitetnih ocen, pri čemer sta seveda pomembna kredibilnost in ugled bonitetne agencije, zmanjšuje pojav asimetrije informacij med izdajatelji in vlagatelji (Dittrich, 2007, str. 9).

Bonitetne ocene hkrati služijo tudi kot del zakonodaje in ostalih pravnih pravil, so torej regulativno sredstvo za nadzor in tudi za dostop do finančnih trgov, zato je druga funkcija regulatorna oziroma certifikacijska, kot se navadno poimenuje (Schroeter, 2012, str. 385–387; Ryan, 2012, str. 6–8; Dittrich, 2007, str. 9–15). Nekateri udeleženci na finančnih trgih namreč lahko vlagajo le v naložbe, ki so ocenjene kot netvegane, kar je tudi zakonsko določeno. Ta funkcija je posredna, saj bonitetne agencije svojih ocen ne objavljajo iz tega razloga, vendar pa se tretje stranke (zakonodajni organi, regulatorni organi, zasebne pogodbene stranke) sklicujejo na njihove bonitetne ocene v svojih zakonih, pravilih, pogodbah ipd. (Schroeter, 2012, str. 386). Prvi tak primer, opisan v prejšnjem poglavju, je bil zabeležen leta 1936, ukrep pa uveden s strani ameriške centralne banke. Regulatorna ali certifikacijska funkcija je pomembna v kontekstu finančne globalizacije, saj se bonitetne ocene uporabljajo tudi v okviru baselskega kapitalskega sporazuma Basel II, kjer se za ocenjevanje bank ali investicijskih družb zahteva uporaba zunanjih bonitetnih ocen, konkretno ocen treh največjih bonitetnih hiš (Schroeter, 2012, str. 386). Kljub nekaterim pomislekom se je ta določba ohranila tudi v sporazumu Basel III.

K omenjenima dvema funkcijama bonitetnih agencij se lahko doda še nadzorstveno funkcijo in ekonomsko funkcijo (Schroeter, 2012, str. 385–387; Ryan, 2012, str. 6–8; Dittrich, 2007, str. 9–15; Estrella, 2000, str. 11–13). Nadzorstvena funkcija se kaže v tem,

da bonitetne agencije do zapadlosti dolžniškega vrednostnega papirja stalno nadzirajo izdajatelja in po potrebi, če se npr. spremeni kreditna sposobnost izdajatelja, tudi spremenijo bonitetno oceno (Ryan, 2012, str. 7; Ditttrich, 2007, str. 10). Ekonomska funkcija bonitetnih agencij je v tem, da zagotavljajo ekonomije obsega informacij, trgu zagotavljajo zasebne informacije in hkrati ohranjajo zaupnost informacij ter znižujejo negotovosti in informacijsko vrzel med izdajatelji in vlagatelji (Ditttrich, 2007, str. 13–14).

2.3 Način poslovanja bonitetnih agencij

Bonitetne agencije delujejo kot zasebne profitne organizacije, vendar pa vse do poznih 70-ih let prejšnjega stoletja niso bile posebno dobičkonosne. Potem ko so tri največje agencije leta 1975 postale nacionalno priznane in ko se je začela povečevati njihova regulatorna oziroma certifikacijska vloga na trgu, se je izjemno hitro povečala tudi njihova finančna uspešnost. Moody's je tradicionalno najbolj uspešna bonitetna agencija. Po podatkih SEC so se prihodki agencije Moody's v letu 2014 glede na leto 2013 povišali za 9 odstotkov, agencije Fitch za 8,4 odstotka, agencije Standard & Poor's pa za 8 odstotkov (SEC, 2015, str. 17).

Bonitetne agencije so organizirane glede na dva osnovna poslovna modela, in sicer model, ko vlagatelj naroči in plača bonitetno oceno (angl. *investor pays*), in model, ko izdajatelj dolžniškega vrednostnega papirja ali država naročita in plačata izdelavo bonitetne ocene (angl. *issuer pays*) (Schroeter, 2012, str. 382). Odločitev za model poslovanja je bila vedno prepuščena bonitetnim agencijam samim, vendar pa se po zadnji globalni finančni krizi, povečujejo zahteve po regulativnem nadzoru nad poslovnimi modeli, katerega cilj je odpraviti konflikt interesov (Schroeter, 2012, str. 382). Več o tem v naslednjem poglavju o pomanjkljivostih in omejitvah bonitetnih agencij. Iz omenjenih dveh modelov izhajajo še trije poslovni modeli, in sicer mešani poslovni model, hibridni model in posebni model (Schroeter, 2012, str. 384; Business models of rating agencies, 2016).

Pri modelu »vlagatelj plača« bonitetna agencija dobi plačilo za izdelavo bonitetne ocene od naročnika (večinoma so to institucionalni vlagatelji), pri čemer med bonitetno agencijo in izdajateljem dolga ni sklenjenega nobenega pogodbenega razmerja, zato je v tem primeru govora o nenaročeni bonitetni oceni (angl. *unsolicited rating*) (Schroeter, 2012, str. 382). Nenaročena bonitetna ocena je tako izdelana izključno na podlagi javno dostopnih podatkov in je zato lahko manj zanesljiva ter navadno nekoliko nižja od naročene ocene (angl. *solicited rating*), namenjena pa je izključno vlagatelju, ki jo je naročil in plačal (Ditttrich, 2007, str. 111–112; Business models of rating agencies, 2016). Uporaba samo javno dostopnih podatkov in dejstvo, da ostali naročniki ne morejo dostopati do teh ocen, sta glavni pomanjkljivosti tega modela; slednje namreč ovira glavno funkcijo bonitetnih agencij, to je funkcijo informacijskega posrednika (Schroeter, 2012, str. 382). Model »vlagatelj plača« so na začetku, do zgodnjih 70-ih let prejšnjega stoletja, uporabljale

največje tri bonitetne agencije, danes pa ga uporabljajo le še redke manjše bonitetne agencije.

Model »izdajatelj plača« je danes prevladujoč, uporabljajo ga tudi največje tri bonitetne agencije. Pri tem modelu izdajatelj dolžniškega vrednostnega papirja, ki je hkrati tudi predmet ocenjevanja, pri bonitetni agenciji naroči in plača bonitetno oceno svoje kreditne sposobnosti, med obema stranema se sklene pogodbeno razmerje, ki izdajatelja zavezuje, da pri izdelavi ocene aktivno sodeluje, in sicer tako, da agenciji, v pisni ali ustni obliki, da na razpolago dodatne, tudi zaupne informacije (Schroeter, 2012, str. 383; Business models of rating agencies, 2016). Ravno to je prednost tega modela, saj ima bonitetna agencija dostop tudi do strategij razvoja izdajatelja, poleg tega pa zaradi bolj točnih in hitrejših informacij lažje nadzira in prilagaja bonitetno oceno v določenem časovnem obdobju. Bonitetna agencija te ocene, ki so naročene ocene, javno objavlja in posreduje tudi ostalim udeležencem na trgu, bodisi zastonj ali preko registracije oziroma naročnine (Business models of rating agencies, 2016). Cena izdelave bonitetne ocene je odvisna od obsega in vrste dolžniškega instrumenta, pri agenciji Moody's pa stane od 1.500 dolarjev do 2,5 milijona dolarjev (Schroeter, 2012, str. 383). Slovenija ima naročeno izdelavo bonitetnih ocen pri vseh treh velikih agencijah, vrednost plačila za to pa ni javno dostopna informacija.

Tretji poslovni model je mešani model, v katerem se prepletata oba zgoraj opisana modela. Prihodki bonitetne agencije torej izvirajo tako od izdajatelja kot od vlagatelja, bonitetne ocene pa niso prosto dostopne, temveč samo proti plačilu (Business models of rating agencies, 2016). Dejansko tudi največje tri bonitetne agencije v praksi delujejo po mešanem poslovnem modelu, saj morajo vlagatelji ali drugi udeleženci na trgu za nekatere informacije v zvezi z bonitetno oceno plačati, kot za npr. podrobnejše obrazložitve bonitetnih ocen ali pa za zgodovino ocenjevanja določenega izdajatelja (Schroeter, 2012, str. 384). Po drugi strani pa bonitetne agencije, ki uporabljajo mešani model, občasno izdelajo tudi nenaročene ocene, da bi dopolnile svojo ponudbo oziroma, kot menijo nekateri kritiki, spodbudile izdajatelje, da pri njih naročijo oceno (Schroeter, 2012, str. 384).

Hibridni poslovni model je tradicionalno »vlagatelj plača« model, vendar pa so nekatere agencije v okviru tega modela začele selektivno sprejemati tudi naročila za bonitetne ocene, ki je naroči in plača izdajatelj (Business models of rating agencies, 2016). Posebni model pomeni, da nekatere agencije v okviru posebnega dogovora z izdajateljem ocenjujejo samo določeni segment izdajateljevega dolžniškega vrednostnega papirja (Business models of rating agencies, 2016). V tem primeru gre za dodatno dejavnost nekaterih bonitetnih agencij ali drugih institucij, kot npr. centralnih bank (Business models of rating agencies, 2016).

2.4 Pomanjkljivosti in omejitve bonitetnih agencij

Po pregledu literature (Schroeter, 2012; Gannon, 2011–2012; Ryan, 2012; Nye, 2014; Partnoy 2001, 2006; Deittrich, 2007 in drugi) lahko glavne pomanjkljivosti in omejitve bonitetnih agencij v grobem strnem v tri skupine, namreč oligopolna struktura trga in pomanjkanje konkurence, konflikt interesov ter netransparentost in nejasnost metodologij.

Trg bonitetnih agencij je že od vsega začetka močno koncentriran, kar se do danes ni spremenilo. Še več, svetovni trg že od nastanka obvladujejo samo dve oziroma tri agencije, to sta največji Standard & Poor's in Moody's ter na tretjem mestu Fitch, ki so poleg tega še vse tri ameriške (Fitch je sicer prisoten tudi v Londonu) in so po podatkih za leto 2014 skupaj izdelale 95,8 odstotka vseh bonitetnih ocen (Schroeter, 2012, str. 388; SEC, 2015, str. 10–11). Govora je torej o oligopolu z jasno vidnimi značilnostmi. Poleg omejenega števila igralcev na trgu, so močne tudi ovire za vstop novih agencij na trg, velike tri agencije so med sabo povezane, obstaja sum dogovarjanja glede cen, največje tri agencije pa ustvarjajo visoke dobičke (Gannon, 2011–2012, str. 1018). Ker imata Standard & Poor's in Moody's po podatkih za leto 2014 skupaj kar 83,4-odstotni delež, bi lahko govorili tudi o duopolu (SEC, 2015, str. 10–11; Ryan, 2012, str. 8). Za tako stanje na trgu je v veliki meri odgovoren ameriški SEC, ki je trem agencijam že leta 1975 podelil status nacionalno priznanih statističnih bonitetnih agencij, z leti pa se je položaj treh največjih agencij dodatno utrdil še preko njihove posredne regulatorne ali certifikacijske funkcije. SEC novim agencijam postavlja močne regulatorne ovire za vstop, visoki pa so tudi stroški, vendar pa največjo oviro predstavlja neformalna moč največjih treh agencij, ki se izraža preko njihovega ugleda in dolgoletne tradicije (Gannon, 2011–2012, str. 1019–1020; Partnoy, 2001, str. 4–5). Funkcijo ugleda je raziskoval tudi Diettrich (2007, str. 52–53), njegova analiza pa je pokazala, da je ugled za bonitetne agencije v okviru prevladujočega poslovnega modela ključen in da je mehanizem ugleda učinkovit, saj omogoča izdaje visoko kvalitetnih vrednostnih papirjev, vendar pa sta negativni posledici ovire za vstop in čezmerni dobički. Opozarja tudi na potencialne napake mehanizma ugleda, do katerih lahko pride v izjemnih okoliščinah (Diettrich, 2007, str. 52–53).

Največje tri agencije praktično nimajo konkurence, zato niso podvržene gibanjem, ki so prisotna na konkurenčnih trgih, poleg tega pa tudi med agencijami samimi ne prihaja do konkurence (Nye, 2014, str. 89). Razlog za to je v tem, da sta za izdajo dolžniškega vrednostnega papirja navadno potrebni dve oceni, izdajatelj pa se seveda odloči za najbolj ugledne agencije, bodisi, ker je to zakonsko določeno, bodisi zaradi splošne uveljavljene prakse (Ryan, 2012, str. 8; Gannon, 2011–2012, str. 1020). Zaradi ugleda in odsotnosti konkurence vodilne tri bonitetne agencije lahko zaračunavajo visoke cene za svoje bonitetne ocene, pri čemer tudi zakonsko niso omejene, in ustvarjajo velike dobičke (Gannon, 2011–2012, str. 1023). To je tudi ena od ključnih razlik med bonitetnimi agencijami in ostalimi t.i. finančnimi čuvaji ali vratarji (angl. *financial gatekeepers*) na trgu, to je posredniki, ki vlagateljem zagotavljajo informacije, potrebne za sprejem

investicijskih odločitev (Partnoy, 2006, str. 61–97). Druga je v tem, da bonitetne agencije za svoje bonitetne ocene do sedaj niso bile odškodninsko in kazensko odgovorne, pri čemer jih je ščitil celo prvi amandma ameriške ustave, ki se nanaša na svobodo tiska (Partnoy, 2006, str. 62). Bonitetne agencije se namreč branijo z argumentom, da so njihove ocene zgolj mnenja in jih ni mogoče preverjati na sodiščih (Ryan, 2012, str. 9).

Medtem ko je oligopolna organiziranost trga zaskrbljujoča, pa je še bolj zaskrbljujoč konflikt interesov, ki je inherenten prevladujočemu poslovnemu modelu, po katerem danes poslujejo vse glavne bonitetne agencije, namreč modelu »izdajatelj plača«. V interesu izdajatelja je, da dobi čim višjo možno bonitetno oceno, v interesu bonitetne agencije pa je, da izdajatelj naroči oceno pri njej in ne drugje (Schroeter, 2012, str. 383–384). Konflikt interesov je pri bonitetnih agencijah bolj zaskrbljujoč kot pri ostalih finančnih čuvajih, in sicer iz najmanj štirih razlogov: izdajatelj agenciji za oceno plača neposredno; plačila za bonitetne ocene so glavni vir prihodkov bonitetnih agencij, saj predstavljajo dobrih 90 odstotkov celotnih prihodkov; bonitetne agencije v zadnjih letih ponujajo še svetovalne storitve, in sicer istim strankam kot jih ocenjujejo; člani upravnih odborov agencij so včasih tudi člani upravnih odborov družb, ki jih ta ista agencija ocenjuje (Partnoy, 2006, str. 68–69; Nye, 2014, str. 91–93). Konflikt interesov se sicer lahko pojavi tudi pri modelu »vlagatelj plača«, saj tudi vlagatelj lahko skuša vplivati na bonitetno agencijo (Schroeter, 2012, str. 383). Ključno pri konfliktu interesov je, ali ta dejansko vpliva na proces ocenjevanja, saj mora agencija po drugi strani ohraniti svojo neodvisnost in ugled (Schroeter, 2012, str. 384). Bonitetne agencije se branijo, da obvladujejo konflikt interesov in da ta ne vpliva na proces dodeljevanja bonitetne ocene, med drugim tudi tako, da tisti raziskovalci, ki dodelijo končno oceno, nimajo stika z izdajateljem (Nye, 2014, str. 93). Ne kaže, da bi se model »izdajatelj plača«, kljub številnim kritikam, spremenil, konflikt interesov pa oligopolna struktura trga samo še pogloblja (Gannon, 2011–2012, str. 1028).

Pomanjkljivosti delovanja bonitetnih agencij so tudi v pomanjkanju transparentnosti in v skrivnostnosti glede njihovih metodologij in postopkov ocenjevanja. Po eni strani je razumljivo, da agencije ne bodo javno objavljale svojih metodologij in postopkov dodeljevanja bonitetnih ocen, vendar pa z njimi tudi sam izdajatelj ni seznanjen, čeprav agencije od njega po drugi strani zahtevajo popolno razkritje podatkov, tudi zaupnih (Nye, 2014, str. 13). Po svetovni finančni krizi in številnih kritikah na račun bonitetnih agencij so te na svojih spletnih straneh začele objavljati bolj podrobne obrazložitve glede svojih metodologij. Več o metodologijah največjih treh bonitetnih agencij v poglavju 3.7.

2.5 Bonitetne agencije in zadnja finančna kriza ter njihova nova vloga

Ugled bonitetnih agencij je bil okrnjen že v letih pred izbruhom svetovne finančne krize. V obdobju od leta 2001 do leta 2008 je propadlo več velikih ameriških družb (Enron, WorldCom, Parmalat, AIG, Citigroup, Merrill Lynch, Fannie Mae, Freddie Mac in nazadnje Lehman Brothers), ki so jih največje agencije vse do propada ocenjevale zelo

dobro. Agencije niso izpolnjevale svoje naloge finančnega nadzornika, poleg tega pa tudi niso zagotavljale dovolj ažurnih informacij in niso pravočasno opozorile na težave v teh podjetjih (Gannon, 2011–2012, str. 1025). Leta 2006 so morale tri velike ameriške bonitetne agencije zaradi tega na zagovor pred ameriški kongres, posledica pa je bila reforma zakonodaje s področja bonitetnih agencij v ZDA (angl. *Credit Rating Agency Reform Act*), tako da je danes akreditiranih deset bonitetnih agencij v ZDA, vendar omejitve za vstop v sektor ostajajo visoke, v praksi pa se ni veliko spremenilo – položaj največjih treh se je le malenkostno poslabšal (Gannon, 2011–2012, str. 1019). Njihov delež na trgu glede na število izdanih bonitetnih ocen je leta 2014 znašal 95,8 odstotka in se je glede na leto 2007 znižal za 3 odstotne točke (SEC, 2015, str. 10–11).

Obstaja širši konsenz glede tega, da so bonitetne agencije dokazano prispevale k izbruhu zadnje svetovne finančne krize, ki se je začela poleti leta 2007 v ZDA na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil (Utzig, 2010, str. 1; White, 2013, str. 22–28). Bonitetne agencije so podcenjevale kreditno tveganje, povezano s hipotekarno zavarovanimi instrumenti, in so v obdobju od leta 2004 do leta 2007 skoraj vse hipotekarno zavarovane instrumente v ZDA ocenile z najvišjo bonitetno oceno, kasneje pa niso dovolj hitro prilagodile svojih bonitetnih ocen razmeram na trgu (Utzig, 2010, str. 1; White, 2013, str. 22–28). Kljub temu da se prepočasno prilagajanje ocen, še posebej zniževanje ocen, pogosto omenja kot posledica konflikta interesov, ki izhaja iz modela »izdajatelj plača«, pa zapoznelo prilagajanje ocen ni novost, saj je bilo prisotno že najmanj od 30-ih let prejšnjega stoletja, ko so bonitetne agencije poslovale še po modelu »vlagatelj plača«, ugotavljajo Flandreau, Gaillard in Packer (2009, 2010). White (2013, str. 34–36) pravi, da je zapoznelo prilaganje bonitetnih ocen posledica dejstva, da agencije pri vrednotenju upoštevajo ciklična gibanja, zato kratkoročne indikatorje včasih ignorirajo oziroma čakajo, da se bo trend obrnil. V obdobju pred krizo je prihajalo tudi do t.i. kupovanja bonitetnih ocen (angl. *rating shopping*), ko so predvsem investicijske banke izsiljevale bonitetne agencije za podelitev najboljših ocen, sicer bi šle k drugi agenciji (Utzig, 2010, str. 3; Gannon, 2011–2012, str. 1030). Kritiki so ob in po izbruhu finančne krize agencijam očitali zlasti konflikt interesov, pomanjkljivosti v metodologijah ter nezadostno upoštevanje makroekonomskega okolja pri vrednotenju posameznih instrumentov (Utzig, 2010, str. 1–4).

Podobno kot ob azijski finančni krizi v letih 1997–1998 se je bonitetnim agencijam tudi ob evropski dolžniški krizi očitalo slabo spremljanje trga in držav ter prepozno opozarjanje in nato prevelika znižanja bonitetnih ocen (Ryan, 2012, str. 10; Kräussl, 2000, str. 5–7). Prilagajanje ocen je namreč zamujalo dejanska dogajanja trgu, agencije pa so na probleme opozarjale prepozno ali pa sploh ne. Primeri Grčije, Portugalske in Španije ter njihovo znatno znižanje bonitetnih ocen državnih obveznic v letu 2010, posledično znižanje bonitetnih ocen ostalih članic evroobmočja in hkratno ohranjanje najvišje ocene ZDA, kljub njihovem visokemu javnemu dolgu, so na finančnih trgih povzročili nezaupanje v bonitetne agencije tudi na področju ocenjevanja državnega tveganja, zato je bil ugled

agencij še dodatno prizadet. Agencijam se je očitalo tudi prociklično delovanje, saj je znižanje bonitetne ocene povzročilo še težje reševanje dolžniških težav in je vodilo v nadaljnja znižanja bonitetnih ocen (Ryan, 2012, str. 10; Gärtner, 2014, str. 341). Agencije so tako še zaostriale krizo v evroobmočju. Podobno so se bonitetne agencije obnašale tudi leta 2011 pri ocenjevanju severnoafriških in bližnjevzhodnih držav (kjer se je dogajala t.i. arabska pomlad) ter poslabšale bonitetne ocene večine držav v celotni regiji.

Vse naštetu je sprožilo obsežno diskusijo glede procesa dodeljevanja bonitetnih ocen, bonitetnih agencij, konkurenčnosti in odgovornosti agencij ter povečalo zahteve politike po večjem nadzoru nad bonitetnimi agencijami (Utzig, 2010, str. 1; Frunza, 2016, str. 412). V letih 2009 in 2010 je ameriški SEC odločil, da se mora konkurenca na trgu bonitetnih agencij povečati, posledično se je zato delež treh največjih agencij nekoliko znižal, vendar ostaja visok; enako velja za finančne trge izven ZDA, kjer ravno tako dominirajo iste tri agencije (Schroeter, 2012, str. 388). Leta 2010 je bil v ZDA sprejet t.i. Dodd–Frank akt, ki je SEC naložil, da poostri nadzor nad bonitetnimi agencijami in zniža odvisnost od bonitetnih ocen največjih treh agencij v bančnem sektorju, kar pa do leta 2014 še ni bilo izvedeno, čeprav je bil rok maj 2011 (Nye, 2014, str. 98–99; Gannon, 2011–2012, str. 1033; The Economist, 2014; Frunza, 2016, str. 412). Kritiki menijo, da Dodd–Frank akt ni dosegel svojega namena, saj ne odpravlja nevarnosti prepletanja politike in finančnih trgov, ne odpravlja prevelikega zanašanja na matematično modeliranje v metodologijah treh velikih bonitetnih agencij, ne spreminja poslovnega modela, niti ne odpravlja konflikta interesov in ostalih pomanjkljivosti v zvezi z osnovnimi funkcijami bonitetnih agencij (Hemraj, 2015, str. 143; White, 2013, str. 46–49; Gannon, 2011–2012, str. 1034).

Tudi EU je spremenila svojo zakonodajo glede delovanja bonitetnih agencij v smeri povečanega nadzora nad njimi, tako pri registraciji kot pravilih poslovanja (Paudyn, 2013, str. 26; Frunza, 2016, str. 412). Evropski parlament je leta 2009 sprejel novo evropsko regulativo za bonitetne agencije, tudi Uredbo št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, leta 2011 pa je bil ustanovljen Evropski organ za vrednostne papirje in trge (v nadaljevanju ESMA), ki je odgovoren za registracijo in nadzor bonitetnih agencij (UL L 302/2009; Nye, 2014, str. 103–105; Paudyn, 2013, str. 26–29). Nova, strožja pravila, ki od bonitetnih agencij zahtevajo objavljanje bonitetnih ocen na preglednejši način in prevzemanje večje odgovornosti za svoje ocene, so stopila v veljavo junija 2013 (Nye, 2014, str. 103–105; Viršek, 2013, str. 18). Pri ESMA je trenutno registriranih 26 bonitetnih agencij, ki poslujejo v Evropi (ESMA, 2016, str. 54; ESMA, 2015, str. 8). EU, zlasti Nemčija, se zavzema tudi za ustanovitev Evropske bonitetne agencije, ki bi predstavljala protiutež velikim ameriškim trem, vendar se je zataknilo že pri pridobivanju sredstev (The Council on Foreign Relations, 2015). Njena ustanovitev je vprašljiva, saj kot zasebna družba verjetno ne bi mogla biti imuna proti istim pomanjkljivostim, ki se jih pripisuje tudi največjih trem agencijam (Zupančič, 2012, str. 5).

Kljub vsem očitkom in kritikam ter poostrenemu nadzoru nad bonitetnimi agencijami se v praksi dejansko ni veliko spremenilo. Model »izdajatelj plača« ostaja prevladujoč, upravljavcem skladov, bankam in zavarovalnicam se še vedno predpisuje, kakšna mora biti minimalna bonitetna ocena naložb, ki jih vključijo v svoj portfelj, največje tri bonitetne agencije pa ponovno beležijo rekordne dobičke, ki so v letu 2013 celo presegli tiste pred krizo (The Economist, 2014; Viršek, 2015, str. 21). Bonitetne agencije v zadnjih treh letih služijo predvsem na račun ocenjevanja obveznic, katerih izdaja se je zaradi posojilnega krča bančnih sektorjev povsod po svetu in nizkih obrestnih mer v zadnjih letih povečala (Viršek, 2015, str. 21). Zaradi velike ponudbe izdajatelji težko prodajo obveznico, ki nima bonitetne ocene. Tudi rekordna poravnava v tožbi, ki jo je proti agenciji Standard & Poor's vložila ameriška vlada (Standard & Poor's je februarja leta 2015 plačal 1,37 milijarde dolarjev), še nekatere druge manjše tožbe proti Standard & Poor's in preiskava agencije Moody's, uvedena leta 2014 s strani ameriškega pravosodnega ministrstva, niso okrnili položaja in ugleda bonitetnih agencij, niti modela »izdajatelj plača« (The Council on Foreign Relations, 2015; Kotar, 2013, str. 26). Plačilo zneska poravnave za Standard & Poor's po mnenju analitikov ni predstavljalo težav, poleg tega pa je bil del poravnave tudi dogovor, da agenciji ni bilo treba priznati nobenega kriminalnega dejanja (The Council on Foreign Relations, 2015). Ker so omejitve za vstop novih agencij na trg, zlasti v ZDA, še vedno zelo visoke, oligopol na trgu torej tudi po omenjenih zakonskih ukrepih, tako v ZDA kot v EU, ostaja in ne kaže, da bi bil lahko v prihodnje odpravljen (Viršek, 2015, str. 21; Schroeter, 2012, str. 388).

2.6 Predstavitev izbranih bonitetnih agencij in ostalih institucij za ocenjevanje državnega tveganja

Agencij, ki ocenjujejo državno tveganje, ali pa samo določene kategorije državnega tveganja (npr. suvereno tveganje, politično tveganje itd.), je v svetu veliko. Po nekaterih ocenah v svetu deluje okoli 150 bonitetnih agencij, od katerih jih večina, okoli 140, ocenjuje državno tveganje samo ene države ali manjšega števila držav oziroma samo določene kategorije tveganja, okoli 5 do 10 agencij, predvsem iz ZDA, Kanade in Japonske, ocenjuje večje število držav, dominirajo pa tri agencije (Schroeter, 2012, str. 381). Največje in z najdaljšo tradicijo so Standard & Poor's, Moody's in Fitch, pri čemer sta prvi dve glede na ocenjene prihodke in število zaposlenih analitikov približno enako veliki, tretja pa je nekoliko manjša. Po podatkih SEC te tri agencije ohranjajo dominanten položaj na trgu, saj imajo po podatkih za leto 2014 skupaj kar 95,8-odstotni delež na trgu glede na število izdanih bonitetnih ocen, pri čemer ima Standard & Poor's 48,6-odstotni delež, Moody's 34,8-odstotni, Fitch pa 12,4-odstotni delež (SEC, 2015, str. 10–11). Poleg tega imajo tri največje bonitetne agencije skupaj 94,3-odstotni delež v celotnih prihodkih, ki so v letu 2014 znašali 5,9 milijarde dolarjev (SEC, 2015, str. 17). Podobne so ugotovitve ESMA, ki v svojem poročilu navaja, da imajo tri največje agencije skupaj 91,9-odstotni delež v celotnem prometu bonitetnih agencij v EU (ESMA, 2015, str. 8). Tudi v EU ima

Standard & Poor's največji 40,4-odstotni delež, sledita Moody's s 34,7-odstotnim deležem in v EU bolj prisoten Fitch s 16,8-odstotnim deležem (ESMA, 2015, str. 8).

Med ostalimi bolj znanimi institucijami, ki imajo prav tako dolgoletno tradicijo ocenjevanja državnega tveganja, velja omeniti še Euromoney, EIU, PRS Group, Institutional Investor in ne nazadnje tudi OECD. Svoje ocene državnega tveganja pripravljajo in objavljajo tudi nekatere izvozno kreditne agencije (znan je npr. francoski Coface).

V naslednjih štiri podpoglavjih še dodatno na kratko predstavljam tri največje svetovne bonitetne agencije, ki sem jih izbrala za potrebe empirične primerjalne analize, in CMSR, ki v okviru SID banke deluje kot institucija za ocenjevanje državnega tveganja.

2.6.1 Standard & Poor's

Standard & Poor's je najstarejša od treh velikih bonitetnih agencij, saj ima več kot 150-letno zgodovino. Agencija je s pripravljanjem bonitetnih ocen začela v 20-ih letih prejšnjega stoletja, mednarodna družba pa je postala šele v 70-ih letih (Fight, 2001, str. 16). Standard & Poor's bonitetna agencija je del družbe McGraw-Hill Financial, ki se je 27. aprila 2016 preimenovala v S&P Global, Standard & Poor's Rating Services pa v S&P Global Ratings (Company Information, 2016). Ta je danes preko svojih izpostav prisotna v 26 državah, ima zaposlenih skoraj 1.400 bonitetnih analitikov, skupno ima izdanih okoli 1,2 milijona bonitetnih ocen ter ocenjuje za 47,5 trilijona dolarjev neporavnane dolga (Company Information, 2016). Ker je bonitetna agencija del večje družbe, je o njej težje pridobiti podatke. Glede na letno poročilo družbe, je imela bonitetna agencija v letu 2015 1,146 milijarde dolarjev prihodkov, kar je glede na leto 2014 7-odstotno povečanje (S & P Global, 2016, str. 11). Dobro polovico tega prihodka agencija ustvari od izdajanja bonitetnih ocen v ZDA, ostalo izven ZDA, poleg bonitetnih ocen pa ponuja tudi druge poslovne informacije in raziskave ter pripravlja finančne indekse; znan je npr. ameriški borzni indeks S & P 500 (White, 2013, str. 9–10).

2.6.2 Moody's

Moody's je med tremi agencijami edina samostojna družba, katere ustanovitelj John Moody je leta 1909 začel izdajati javno dosegljive bonitetne ocene, kar je bila njegova inovacija (White, 2013, str. 9). Moody's je bila tudi prva družba za ocenjevanje kreditne sposobnosti držav, saj so bili leta 1918 prvi, ki so ocenili državne obveznice (Gaillard, 2009, str. 5). Danes se matična družba imenuje Moody's Corporation, v okviru nje pa delujeta Moody's Investors Service, ki pripravlja bonitetne ocene in raziskave v zvezi z dolžniškimi instrumenti in vrednostnimi papirji, in Moody's Analytics, ki ponuja svetovalne storitve ter ekonomsko finančne informacije, analize in raziskave (Company Overview, 2016). Od leta 1962 do leta 2000 je bil Moody's Investor Services v 100-

odstotni lasti družbe Dun and Bradstreet Corporation (Fight, 2001, str. 29). Moody's Corporation je leta 2015 zabeležila prihodke v višini 3,485 milijarde dolarjev, zaposluje okoli 10.800 ljudi in je preko svojih izpostav prisotna v 36 državah (Company Overview, 2016). Moody's Investor Services pri izdelavi bonitetnih ocen trenutno pokriva več kot 120 držav, pogodbe ima sklenjene z okoli 11.000 podjetniškimi izdajatelji in okoli 20.000 javnofinančnimi izdajatelji, poleg tega ocenjuje in spremlja približno 68.000 strukturiranih finančnih instrumentov (Moody's Investors Service, 2016a, str. 10). Leta 2015 je bilo 2,304 milijarde dolarjev (2-odstotno povišanje glede na leto 2014) ali dobrih 66 odstotkov skupnih prihodkov ustvarjenih iz naslova bonitetnih ocen (od tega dobrih 57 odstotkov v ZDA), če se pa upošteva še svetovalne storitve, je bil ta delež skoraj 70-odstoten (Moody's Investors Service, 2016a, str. 37–39).

2.6.3 Fitch

Fitch je edina od treh agencij, ki ima poleg svojega sedeža v New Yorku v ZDA svoj sedež tudi v Evropi, in sicer v Londonu. Matična družba Fitch Group je v večinski lasti medijske družbe Hearst ter v 20-odstotni lasti družbe Fimalac, zato so podatki o njenem poslovanju težje dostopni (Fimalac, 2016, str. 9–10). Družba Fitch Group preko svojih izpostav deluje v več kot 30 državah, sestavljena pa je iz družb Fitch Ratings, ki izdeluje bonitetne ocene (pokriva trge v preko 150 državah) in v zvezi z njimi pripravlja analize in finančne podatke, Fitch Solutions, ki pripravlja podatke o trgih, analitične storitve in analize tveganja ter distribuira bonitetne ocene in ostale produkte Fitch Ratings, Fitch Learning (izobraževanje) in družbe BMI Research, ki je neodvisni ponudnik ocen državnega tveganja in panožnih analiz in ki ga je Fitch Group prevzela leta 2014 (About, 2016). V letu 2015 so skupni prihodki Fitch Group znašali 1,169 milijarde dolarjev ter se glede na leto poprej povišali za 4 odstotke, dobiček pa je znašal 425,4 milijona dolarjev, kar pomeni 10,6-odstotno povišanje (Fimalac, 2016, str. 10). Delež Fitch Ratings v celotnih prihodkih je 72-odstoten (Fimalac, 2016, str. 91). Bonitetna agencija Fitch je za razliko od ostalih dveh bolj mednarodno usmerjena, saj izven ZDA ustvari 56 odstotkov svojih prihodkov (Fimalac, 2016, str. 91).

2.6.4 Center za mednarodno sodelovanje in razvoj (CMSR)

Osnovni namen delovanja CMSR je preko svojih dejavnosti pospeševati mednarodno menjavo in internacionalizacijo slovenskih podjetij. CMSR je od konca leta 2006 član skupine SID banka, ki je od Gospodarske zbornice Slovenije in Nove Ljubljanske banke prevzela ustanoviteljska deleža ter poleg Republike Slovenije postala druga ustanoviteljica CMSR. CMSR je samostojna raziskovalna in svetovalna neprofitna organizacija s 40-letno tradicijo na področju priprave ekonomskih analiz in raziskav, strokovne publicistike, pravnih raziskav in analiz. Poleg ocen državnega tveganja CMSR pripravlja tudi različne vrste drugih analiz, ki spodbujajo internacionalizacijo slovenskih podjetij. To so sektorske analize, strategije možnosti poglobitve gospodarskega sodelovanja z izbrano državo ali

skupino držav, strategije vstopa na nov trg, identifikacija potencialnih novih trgov, tržne raziskave, izvozni načrti, študije izvedljivosti, ekonomske analize za izbor lokacij za odprtje veleposlaništev Republike Slovenije ali gospodarskih predstavništev v tujini itd. CMSR od leta 2007 za Republiko Slovenijo izvaja tudi bilateralno uradno razvojno pomoč. Vlada Republike Slovenije je CMSR v skladu Zakonom o mednarodnem razvojnem sodelovanju Republike Slovenije s sklepom podelila javno pooblastilo za izvajanje tehnično-operativnega dela mednarodnega razvojnega sodelovanja (Dejavnosti, 2016).

CMSR ima dolgoletno tradicijo ocenjevanja državnega tveganja, saj ocene državnih tveganj pripravlja že 30 let, pri tem pa uporablja lastno metodologijo. Ocene državnega tveganja je CMSR v preteklosti pripravljala za tedanjo Jugoslovansko banko za mednarodno ekonomsko sodelovanje (JUBMES), kasneje pa za Slovensko izvozno družbo oziroma danes SID banko ter občasno tudi za Bernsko unijo. SID banka CMSR-jeve ocene državnega tveganja uporablja pri oblikovanju politike o zavarovanju in financiranju mednarodnih gospodarskih poslov. CMSR pripravlja ocene državnega tveganja za Komisijo za pospeševanje mednarodne menjave ter za t.i. Interventno skupino, ki deluje v okviru Skupine SID banke. Predstavnik CMSR je od januarja leta 2009 do januarja leta 2014 tudi zastopal Republiko Slovenijo na OECD-jevih zasedanjih strokovnjakov za ocenjevanje državnega tveganja (angl. *Subgroup of Country Risk Experts*).

3 METODOLOGIJE OCENJEVANJA DRŽAVNEGA TVEGANJA

Enotne metodologije ocenjevanja državnega tveganja ni, vendar pa se med njimi lahko najde določene podobnosti. Metodologij ocenjevanja državnega tveganja je vsaj toliko kot je bonitetnih agencij in drugih institucij, ki se ukvarjajo z ocenjevanjem državnega tveganja. Primerjava med njimi je zato, in tudi zaradi zaupnosti metodologij, velik izziv. V tretjem poglavju predstavljam pomen ocen državnega tveganja, postopek ocenjevanja državnega tveganja, ocenjevanje državnega tveganja z vidika ročnosti ter vrste metodologij ocenjevanja državnega tveganja. Pri ocenjevanju državnega tveganja se uporablja večje število kvantitativnih in kvalitativnih indikatorjev za merjenje političnega, ekonomskega in finančnega tveganja, ki jih predstavljam v nadaljevanju poglavja. Sledi opredelitev vpliva svetovnih kriz na spremembe v metodologijah s poudarkom na zadnji finančni krizi. Poglavje sklenem s predstavitvijo metodologij treh največjih bonitetnih hiš in metodologije CMSR.

3.1 Pomen ocen državnega tveganja

Če se na državno tveganje gleda kot na potencialne negativne učinke, ki jih politično in gospodarsko okolje države predstavlja za finančne tokove vlagatelja, ki izhajajo iz njegove neposredne naložbe v to državo, potem je ocena državnega tveganja pomembna iz treh vidikov (Moosa, 2002, str. 131). Prvič, tuji vlagatelj oceno državnega tveganja lahko uporablja kot sredstvo za monitoring držav, s pomočjo katerega se izogne vlaganjem v

države s previsokim državnim tveganjem; drugič, oceno uporablja za monitoring držav, v katerih že ima svoja vlaganja, pri čemer se lahko, če tveganje postane previsoko, odloči za dezinvestiranje, ki lahko vključuje tudi spremembo lokacije proizvodnih enot; in tretjič, s pomočjo ocene državnega tveganja vlagatelj oceni določene kategorije tveganja, kot npr. politično ali ekonomsko tveganje, za naložbeni projekt v tuji državi, ko je ta še v fazi načrtovanja (Moosa, 2002, str. 131). Pomen ocen državnega tveganja se v tem smislu nanaša bolj na obdobje do leta 2000, ko so globalizacijo spodbujale predvsem trgovina in neposredne tuje naložbe. Danes so finančni trgi zaradi razvoja informacijske tehnologije močno poenoteni in svetovno prepleteni, s podobnimi pravili, postopki in praksami, bonitetne ocene pa prispevajo h globalizaciji s svojimi več ali manj poenotenimi in za uporabnika lahko razumljivi simboli (Nye, 2014, str. 182). Ocena državnega tveganja se uporablja tudi kot orodje za primerjanje držav med sabo.

Bonitetna ocena države (angl. *sovereign credit rating*), za katero v magistrskem delu uporabljam tudi izraz ocena državnega tveganja, je nujni predpogoj, da lahko države vstopajo na mednarodne finančne trge in se tam zadolžujejo, zato ocena služi kot sredstvo zaupanja med vlagatelji in dolžniki (Canuto, Ratha & Mohapatra, 2011, str. 1). Država ima namreč zakonsko moč, da svojim državljanom in podjetjem, ki delujejo v državi, prepreči poslovanje s tujino, s tem, da vzpostavi nadzor nad deviznim poslovanjem. Pomen ocenjevanja državnega tveganja je v tem, da ocene vplivajo ne samo na vlado posamezne države, temveč posledično tudi na ostale posojilojemalce iste narodnosti oziroma države, kot so občine, lokalne vlade in zasebne družbe, ki jim bonitetne agencije redko, če sploh, dodelijo višjo oceno od ocene državnega tveganja, četudi poslujejo bolje od države same (Cantor & Packer, 1996, str. 38). Ocena državnega tveganja je za državo torej pomembna, tudi če ta ne izdaja obveznic, saj vpliva na ostale posojilojemalce. Ocena namreč predstavlja zgornjo mejo ali najvišjo možno bonitetno oceno (angl. *country ceiling*) za večino izdajateljev te države, največkrat pa je enaka bonitetni oceni obveznice države v tuji valuti; če država ne izdaja obveznic, bonitetna agencija lahko vseeno določi oceno zgornje meje (Canuto et al., 2011, str. 1; Estrella, 2000, str. 99). Le izjemoma lahko določeni izdajatelji v državi dobijo višjo bonitetno oceno, pogosteje je ocena lahko celo nižja. Standard & Poor's, Moody's in Fitch so pod posebnimi pogoji pripravljeni narediti izjemo ter visoko kredibilnim zasebnim izdajateljem dodeliti višjo bonitetno oceno. Navadno gre za uspešne večnacionalne družbe ali velike izvoznike, ki imajo svoja sredstva naložena tudi izven države, zato je njihovo transferno in valutno tveganje nizko, nižje od tega tveganja na ravni države (Fitch Ratings, 2015a, str. 1–4). Pri takih družbah je verjetnost neplačila nižja od le-te na ravni države, zato se smatra, da do neplačila ne bo prišlo, tudi če do neplačila pride na ravni države (S & P Global Ratings, 2013b, str. 3–4).

Države se v zadnjih letih večinoma financirajo tako, da na finančnih trgih izdajajo državne obveznice, ki po ocenah bonitetne agencije Standard & Poor's predstavljajo več kot 40 odstotkov vseh izdanih obveznic na globalnem trgu (Standard & Poor's Ratings Services, 2015, str. 2). Dejansko se torej pri bonitetni oceni države govori o bonitetni oceni izdanih

državnih obveznic, njihova ocena pa pove, kakšna je kreditna sposobnost države za pravočasno in celotno poplačilo njenega dolga. Bonitetna ocena države je z vidika države pomembna zato, ker njeno zvišanje oziroma znižanje vpliva na višino stroškov zadolževanja države na mednarodnih finančnih trgih. Če je ocena nižja, to lahko ohromi oziroma poslabša celoten gospodarski položaj države in zniža konkurenčnost. Država in posledično tudi ostali posojilojemalci te države, tudi banke in podjetja, so se primorani zadolževati po slabših pogojih, kar posledično vodi v zviševanje javnega dolga in proračunskega primanjkljaja, slabši pogoji zadolževanja za banke vodijo v višje obrestne mere in strožje posojilne pogoje za podjetja na domačem trgu, ta podjetja pa na koncu zaradi tega višajo cene svojih izdelkov in storitev ter postanejo manj konkurenčna. Podjetja se sicer lahko zadolžujejo tudi pri tujih bankah, vendar jih pri tem znova ovira bonitetna ocena države, iz katere prihajajo.

Partnoy (2001, str. 1–3; 2006, str. 61) meni, da bonitetne ocene predstavljajo nenavaden paradoks, saj so po eni strani izjemno pomembne, celo zakonsko obvezne, bonitetne agencije pa imajo na trgu velik vpliv, po drugi strani pa imajo bonitetne ocene majhno informacijsko vrednost in slabo napovedujejo dogodke ter niso zmožne predvideti nastopa neplačila, kar še posebej velja v zadnjih 40 letih. Partnoy (2001, str. 2) trdi, da je ta paradoks posledica regulatorne oziroma certifikacijske funkcije bonitetnih agencij. To je tudi razlog, da si tudi tiste države, ki še nimajo svoje ocene državnega tveganja, le-to želijo pridobiti oziroma jo potrebujejo za dostop do finančnih trgov. Po podatkih iz leta 2011 velike tri agencije še vedno ne ocenjujejo 58 držav v razvoju (Canuto et al., 2011, str. 1).

3.2 Postopek ocenjevanja državnega tveganja

Za določitev končne ocene državnega tveganja je poleg kvantitativnega izračuna nujna tudi kvalitativna evalvacija. Merjenje nekaterih kategorij državnega tveganja, zlasti političnega in socialnega, je namreč lahko subjektivno in do določene mere odvisno od bonitetnega analitika oziroma raziskovalca, ki izdeluje oceno. Večina bonitetnih agencij in drugih specializiranih institucij zato pri določitvi končne ocene državnega tveganja sledi posebnemu postopku, o čemer podrobneje pišeta Fight (2001, str. 102–107) in Bhatia (2002, str. 12–13). Napovedovanje gospodarskega obnašanja in še posebej političnega razvoja je nevhvalno in nezanesljivo, zato ocenjevanje državnega tveganja ostaja relativno subjektiven koncept (Bhatia, 2002, str. 12). Bonitetne agencije Standard & Poor's, Moody's in Fitch so sčasoma razvile metodologije in postopke ocenjevanja državnega tveganja, v katerih se prepletata objektivna numerična analiza in subjektivna argumentirana razprava (Bhatia, 2002, str. 12).

Potem ko agencija dobi naročilo za izdelavo ocene državnega tveganja in na podlagi sestankov in vprašalnikov pridobi informacije, tako javne kot zaupne, je prvi korak pri pripravi ocene državnega tveganja kvantitativna ocena, ki jo pripravi bonitetni analitik, raziskovalec oziroma strokovnjak za ocenjevanje deželne tveganja. Analitik (ali ekipa

analitikov) zbere in analizira razpoložljive podatke o državi, pripravi predlog ocene državnega tveganja glede na metodologijo, ki jo bonitetna agencija uporablja, ter vse skupaj predstavi v tekstu, ki znaša od 5.000 do 10.000 besed in vsebuje tudi makroekonomske kazalce in napovedi (Fight, 2001, str. 103; Bhatia, 2002, str. 12). V drugem koraku predlog ocene državnega tveganja obravnava odbor strokovnjakov za ocenjevanje državnega tveganja (angl. *ratings committee*), ki imajo dolgoletne izkušnje pri ocenjevanju državnega tveganja, poznajo problematiko več držav ali skupin držav in značilnosti različnih kategorij tveganja (Bhatia, 2002, str. 12). Člani odbora obravnavajo vsako kategorijo tveganja posebej in glasujejo ali se dogovorijo glede končne ocene tveganja, ki je zavezujoča (Bhatia, 2002, str. 12). Priporočilo odbora se upošteva pri pripravi končne ocene tveganja, ki je nato objavljena. Državo se potem v dogovorjenem časovnem obdobju spremlja in opazuje ter po potrebi prilagaja oceno državnega tveganja.

Opisanemu postopku sledijo vse tri največje bonitetne agencije, Standard & Poor's, Moody's in Fitch. Postopek določitve končne ocene državnega tveganja je podoben tudi v CMSR. Proces ocenjevanja državnega tveganja v CMSR poteka tako, da raziskovalci stalno spremljajo ocenjevane države in pripravijo osnutek kvantitativne in kvalitativne ocene državnega tveganja svoje države ter svoj predlog končne ocene državnega tveganja. Raziskovalčevo oceno državnega tveganja nato obravnava redakcija CMSR, pri čemer vsak član redakcije pripravi pripombe in predloge, s katerimi se ocena državnega tveganja po potrebi dopolni. Redakcija nato sprejme končno oceno državnega tveganja. Pri OECD predloge kvantitativnih ocen državnega tveganja pripravlja belgijska izvozno kreditna agencija po metodologiji, ki je zaupna in dostopna samo članom posebne skupine strokovnjakov za ocenjevanje državnega tveganja, ki na zaprtih srečanjih s pomočjo kvalitativne ocene na podlagi glasovanja in argumentirane razprave določijo končno oceno državnega tveganja (Iranzo, 2008, str. 22).

Strokovni odbor oziroma v CMSR redakcija pri obravnavi predloga ocene državnega tveganja upošteva več dejavnikov. Obravnavano državo primerja z drugimi državami ali skupino držav (angl. *peer analysis*), ki niso nujno iz iste geografske regije, vendar so primerljive z obravnavano državo glede na določene posebnosti (npr. države proizvajalke nafte) ali glede na oceno državnega tveganja (Bhatia, 2002, str. 12). Pomembno je poznavanje zgodovine države, ki izboljša napovedi glede političnih in ekonomskih gibanj, ter časovnice sprememb njenih bonitetnih ocen. Člani odbora lahko naredijo svoje simulacije končne kvantitativne ocene ali delov skupne ocene državnega tveganja ter pri tem upoštevajo različne vire podatkov. Pri izračunu je nezanesljivost in pomanjkanje uradnih statističnih podatkov lahko velik problem, zlasti pri manj razvitih državah. OECD-jeva skupina strokovnjakov za ocenjevanje državnega tveganja kvantitativne ocene dopolni z oceno političnega tveganja in ostalimi dejavniki ali indikatorji, ki jih metodologija ne upošteva (Iranzo, 2008, str. 22).

3.3 Kratkoročno in srednje- oziroma dolgoročno ocenjevanje državnega tveganja

Opredelitev časovnega horizonta je pomembna pri ocenjevanju državnega tveganja, saj kratkoročna in srednje- oziroma dolgoročna ocena dajeta različne rezultate. Odločitev glede časovnega intervala, za katerega se ocenjuje državno tveganje, je odvisna od tega, ali gre za kratkoročna ali srednje- do dolgoročna posojila oziroma projekte. Multilateralne finančne institucije, kot je npr. MIGA, navadno odobravajo dolgoročna posojila in podpirajo dolgoročne projekte, zato ocenjujejo predvsem srednje- do dolgoročna tveganja, medtem ko so pri npr. komercialnih bankah bolj v ospredju kratkoročna tveganja.

Velike tri bonitetne agencije ocenjujejo tako kratkoročna kot dolgoročna tveganja, pri čemer do kratkoročnih ocen pridejo na podlagi in z upoštevanjem dolgoročnih ocen; gre za t.i. vzporejanje (angl. *mapping*). Moody's in Fitch za kratkoročna državna tveganja opredeljujeta časovni horizont do največ 13 mesecev, Standard & Poors pa največ 365 dni (Moody's Investors Service, 2015a, str. 1; Fitch Ratings, 2016b, str. 12; S&P Global Ratings, 2016). Države so skoraj vedno najprej ocenjene srednje- oziroma dolgoročno, šele potem kratkoročno. Za ocenjevanje državnega tveganja je v zadnjih letih bolj v uporabi ocenjevanje srednje- oziroma dolgoročnega tveganja, saj se dejansko ocenjuje državne obveznice, njihov rok dospelja pa je večinoma daljši od 12 oziroma 13 mesecev. Velja tudi, da je kratkoročno tveganje navadno nižje od srednje- oziroma dolgoročnega. Boljša kot je dolgoročna ocena države, nižje je kratkoročno tveganje, saj so dejavniki tveganja neplačila zelo podobni na dolgi in na kratki rok (Moody's Investors Service, 2015a, str. 2). Pri državah, ki so ocenjene kot netvegane, gre pri kratkoročnem tveganju predvsem za vprašanje likvidnosti in finančne fleksibilnosti (Fitch Ratings, 2016b, str. 13). Države z nizkim dolgoročnim tveganjem imajo namreč dobro likvidnost, lahek dostop do mednarodnih finančnih trgov in visoke kapitalske rezerve, kar znižuje tveganje neplačila (Moody's Investors Service, 2015a, str. 2).

Tudi CMSR državno tveganje ocenjuje s kratkoročnega in srednjeročnega vidika, pri čemer se je v zadnjih letih povečalo povpraševanje po srednjeročnih ocenah. Pri kratkoročni oceni se napoveduje dogodka v ocenjevani državi za obdobje šestih mesecev do največ enega leta vnaprej, pri srednjeročni oceni državnega tveganja pa za obdobje dveh do petih let (CMSR, 2015, str. 1, 43). Kvalitativna ocena državnega tveganja je za kratkoročno oceno krajša, za srednjeročno daljša. Poleg tega se ocena državnega tveganja za kratkoročno obdobje dokaj razlikuje od ocene državnega tveganja za srednjeročno obdobje, in sicer glede na kazalce, ki so uporabljeni pri kvantitativni oceni, in njihovo ponderacijo.

Kratkoročna ocena državnega tveganja je usmerjena na kazalce, ki osvetljujejo politično stabilnost države, ocenjujejo plačilnobilanco situacijo in zunanjo zadolženost države, predvsem rednost izvrševanja obvez pri odplačilu dolgov (CMSR, 2015, str. 43). Med

kazalce, ki so najbolj pomembni za tovrstno ocenjevanje državnega tveganja, spadajo kazalci zunanjega dolga in rednosti odplačevanja zunanjega dolga (npr. stopnja servisiranja zunanjega dolga, delež zunanjega dolga v BDP, delež zunanjega dolga v izvoznih prihodkih), kazalci morebitnih plačilnobilansnih problemov (npr. spremembe v stopnji inflacije, spremembe tečaja valute, pogoji zadolževanja), kazalci, ki opozarjajo na (ne)sposobnost države, da se hitro prilagaja spremenjenim pogojem (npr. možnost najemanja tujih finančnih posojil, možnost reprogramiranja zunanjega dolga, devizne rezerve, možnosti hitrega zmanjševanja uvoza), ter kazalci kratkoročne politične stabilnosti države (CMSR, 2015, str. 44). Kratkoročno ocenjevanje državnega tveganja zahteva relativno omejen obseg informacij in uporabo le nekaterih ključnih indikatorjev, vključno z informacijami o gospodarsko finančnih tokovih za nekaj preteklih let (CMSR, 2015, str. 44).

Spremljanje in ocenjevanje srednjeročnega državnega tveganja držav je zahtevnejša naloga, ki ne zahteva le uporabe neprimerno večjega števila indikatorjev, temveč tudi mnogo bolj kompleksno oceno. Pri takšnem ocenjevanju je potrebna izdelava cele vrste projekcij, ki lahko na osnovi različnih predpostavk globalne politične, ekonomske in finančne situacije ovrednotijo elemente srednjeročne politične (ne)stabilnosti države, gospodarskega razvoja, učinkovitosti posameznih gospodarskih sektorjev, izvozne prihodke, elemente zunanje zadolženosti itd. (CMSR, 2015, str. 44). Pri ocenjevanju političnega tveganja je potrebno poleg ocene političnih vključiti tudi oceno socialnih faktorjev, človeškega potenciala, pa tudi oceno kakovosti ekonomskega upravljanja (CMSR, 2015, str. 44).

3.4 Vrste metodologij ocenjevanja državnega tveganja

Na ocenjevanje državnega tveganja se lahko gleda z mikro ali makro vidika. Makro ocena državnega tveganja se nanaša na splošno oceno države brez upoštevanja specifičnih lastnosti poslovanja multinacionalne družbe, mikro ocena pa na oceno državnega tveganja v povezavi s posebnostmi poslovanja panoge, v kateri družba posluje (Moosa, 2002, str. 134). Makro ocenjevanje državnega tveganja uporabljata npr. Euromoney in Institutional Investor. Makro ocena za posamezno podjetje ni dovolj, vendar pa predstavlja dobro izhodiščno osnovo pri ocenjevanju tveganj, saj upošteva tako politične kot ekonomske indikatorje. Pri oceni mikro političnega in mikro ekonomskega tveganja se upošteva specifične indikatorje, ki imajo vpliv na določeno gospodarsko panogo. Pri mikro oceni je zato lahko tveganje kljub dobri makro oceni visoko.

Ena najbolj splošnih delitev metodologij ocenjevanja državnega tveganja je glede na kvantitativni in kvalitativni pristop (Bouchet et al., 2003, str. 15; Mrak, 1998, str. 138). V 60-ih in 70-ih letih prejšnjega stoletja so bile metodologije ocenjevanja državnega tveganja osnovane bolj na kvalitativnem pristopu in so dajale poudarek političnemu tveganju, v 80-ih in 90-ih letih pa bolj na kvantitativnem pristopu, saj so poskušale napovedovati neplačila

in predvideti finančne krize (Bouchet et al., 2003, str. 16). Sodobne metodologije ocenjevanja državnega tveganja uporabljajo kombinacijo obeh pristopov, ki je nadgrajena še z drugimi metodami. V nadaljevanju predstavljam posamezne metode.

3.4.1 Popolnoma kvalitativna metoda

Popolnoma kvalitativna metoda vključuje poglobljeno analizo države, predstavljeno v obliki poročila, ki vključuje analizo političnih, ekonomskih, finančnih in socialnih razmer ter podaja perspektive razvoja (Iranzo, 2008, str. 21; Samara, 2012, str. 28; Nath, 2008, str. 6; Bouchet et al., 2003, str. 50–51). Poročila nimajo enotne fiksne forme in se navadno razlikujejo od države do države, upoštevajoč njihove posebnosti, lahko pa so različna tudi za isto državo, obravnavano v različnih časovnih obdobjih. Kvalitativna metoda se, namesto, da bi se osredotočila na številne indikatorje, indekse in ocene, ki naj bi tveganje zreducirali v eno samo številko ali oznako, osredotoča na strukturo razvojnega procesa države in skuša identificirati prednosti in slabosti (Bouchet et al., 2003, str. 50).

Prednost te metode je v njeni fleksibilnost pri prilagajanju spremembam v državi, dobro izpostavi prednosti in probleme določene države, pri čemer pride do izraza poznavanje države s strani analitika (Iranzo, 2008, str. 21; Samara, 2012, str. 28; Nath, 2008, str. 6). Glavni pomanjkljivosti te metode sta v subjektivnosti analitika ali skupine analitikov in v tem, da je na podlagi različnih poročil težko primerjati države med seboj in jih rangirati glede na enako stopnjo tveganja (Iranzo, 2008, str. 21; Samara, 2012, str. 28; Nath, 2008, str. 6). Poleg tega so kvantitativni podatki lahko nedosegljivi, težko pravočasno dosegljivi, nepopolni, prirejeni ali izkrivljeni, kar vse otežuje interpretacijo (Bouchet et al., 2003, str. 50). Pri kvalitativnem pristopu ni mogoče ignorirati dejanskih številskih indikatorjev, vendar pa se jih ne analizira, rangira ali ponderira, ti so namreč le eden od inputov za kvalitativno analizo države (Bouchet et al., 2003, str. 50). Predvsem politično tveganje je tista kategorija državnega tveganja, ki brez poglobljene kvalitativne metode ne bi bila mogoča.

Med kvalitativnimi metodami je tudi Delphi metoda, ki vključuje pridobitev neodvisnih mnenj ocenjevalcev državnega tveganja na podlagi vnaprej določenih vprašanj ali indikatorjev (Moosa, 2002, str. 136). Prednost te tehnike je v tem, da neodvisni ocenjevalci, ki so lahko zunanji svetovalci, različni strokovnjaki ali zaposleni v multinacionalni družbi, za katero se ocenjuje državno tveganje, niso pod pritiskom glede svojih ocen in mnenj (Moosa, 2002, str. 136). Analitik, ki zbere različna mnenja, skuša ugotoviti, kje se vsi strokovnjaki strinjajo oziroma kje prihaja do nesoglasij (Moosa, 2002, str. 136). Slabost Delphi metode je v njeni majhni uporabnosti za podjetja, saj so rezultati preveč splošni (Friedman, 1983, str. 212).

3.4.2 Strukturirana kvalitativna metoda

Strukturirana kvalitativna metoda vključuje tako kvalitativni kot kvantitativni pristop in temelji na obdelavi določenega števila indikatorjev o posamezni državi, ocena državnega tveganja pa vsebuje tudi standardizirane statistične podatke (Iranzo, 2008, str. 21). V primerjavi z metodo kontrolnega seznama se pri strukturirani kvalitativni metodi upošteva večje število kvalitativnih kot kvantitativnih indikatorjev. Prednost te metode je v tem, da ima standardiziran format, kar omogoča nekoliko lažjo primerjavo tveganja med različnimi državami, hkrati pa še vedno ohranja visoko stopnjo fleksibilnosti (Iranzo, 2008, str. 21; Samara, 2012, str. 28; Nath, 2008, str. 7). Slabost metode pa je v tem, da je, podobno kot pri popolnoma kvalitativni metodi, še vedno prisotna velika mera subjektivnosti s strani ocenjevalca (Samara, 2012, str. 28; Nath, 2008, str. 7). Ta metoda je bila v drugi polovici 70-ih let prejšnjega stoletja zelo v uporabi pri bankah, ki so ocenjevale državno tveganje (Samara, 2012, str. 28; Nath, 2008, str. 7). Primer uporabe strukturirane kvalitativne metode je npr. Indeks tveganosti političnega in ekonomsko-pravnega okolja (angl. *Business Environment Risk Intelligence*, v nadaljevanju BERI).

3.4.3 Metoda kontrolnega seznama (angl. *checklist*)

Na začetku je bila ta metoda popolnoma kvantitativna in je upoštevala le kvantitativno merljive indikatorje ekonomskega, finančnega, socialnega in političnega tveganja. Ker je bila to ena glavnih kritik te metode, je bila metoda dopolnjena (adaptirana metoda kontrolnega seznama) in tako sedaj poleg kvantitativnih vključuje tudi kvalitativne indikatorje, ki jih ni mogoče kvantitativno meriti (Iranzo, 2008, str. 21; Samara, 2012, str. 28; Nath, 2008, str. 7). Kar zadeva kvantitativne indikatorje, ocenjevanje ne zahteva subjektivne presoje, niti predhodnega znanja o državi, pri kvalitativnih indikatorjih, pa je še vedno prisotna subjektivna presoja, zato je poznavanje ocenjevane države pomembno (Samara, 2012, str. 28; Nath, 2008, str. 7). Metoda zahteva upoštevanje serije kvantitativnih in kvalitativnih indikatorjev, ki ocenjujejo politično, socialno, zgodovinsko, makroekonomsko in finančno okolje (Iranzo, 2008, str. 21). Nekateri od teh indikatorjev so lahko dostopni, ostale se pridobi na podlagi ocen in napovedi (Moosa, 2002, str. 136). Posameznemu indikatorju se nato pripišejo točke, te pa so razporejene v okviru določenega razpona oziroma razredov, od minimalne do maksimalne vrednosti (Iranzo, 2008, str. 21). Vsakemu indikatorju se nato določi teža v skupni oceni državnega tveganja oziroma določi ponder ter se jih uporabi za izračun končne ocene državnega tveganja (Iranzo, 2008, str. 21; Moosa, 2002, str. 136; Samara, 2012, str. 28; Nath, 2008, str. 7). Tudi posameznim kategorijam tveganja, npr. političnemu, ekonomskemu in finančnemu tveganju, se lahko določi specifičen ponder oziroma udeležbo v skupnem državnem tveganju. Končna ocena državnega tveganja je ponderirana vsota točk, ki so dodeljene posameznim indikatorjem ali skupini indikatorjev (Iranzo, 2008, str. 21).

Ta metoda je med agencijami in institucijami za ocenjevanje državnega tveganja ter tudi bankami precej priljubljena, saj so njene prednosti v relativni enostavnosti in lažji aplikativnosti (s spreminjanjem ponderjev se lahko metoda prilagaja) ter v tem, da omogoča dobro in enostavno primerjavo med državami (tudi glede na posamezne kategorije državnega tveganja). Slabosti metode kontrolnega seznama sta v manjši fleksibilnosti in nepopolni objektivnosti.

3.4.4 Kvantitativne metode

Popolnoma kvantitativna metoda temelji na ekonometričnem modelu, podlaga zanj pa so indikatorji, ki naj bi imeli napovedno vrednost, tako da bi model lahko napovedal verjetnost neplačila določene države (Nagy, 1979, str. 32–33). Ekonometrični pristop se je izkazal za omejenega v svoji zanesljivosti in uporabnosti, tudi v primeru, če se ga razširi, tako da vključuje še neekonomske dejavnike. Razlogi za to so v tem, da obsežen nabor podatkov, ki jih tak model zahteva, za veliko držav ne obstaja ali pa podatki niso zanesljivi; tudi če taki podatki so na razpolago, so lahko zavajajoči, če se jih upošteva pri napovedanju bodočih trendov; taki modeli so se izkazali za nezanesljive pri napovedovanju dogodkov; nabor podatkov je preveč ozek, ne vključuje indikatorjev političnega tveganja, socialnih in kulturoloških indikatorjev, manjka kvalitativni pristop; metoda podcenjuje pomembnost odziva gospodarske politike na ekonomske težave; za model pa je značilno tudi preveliko poenostavljanje (Friedman, 1983, str. 213–214). Prednost popolnoma kvantitativne metode je v njeni objektivnosti in v enostavni uporabi (Mrak, 1998, str. 138).

Kvantitativni pristop vključuje uporabo statističnih metod za analizo podatkov oziroma indikatorjev, ki vplivajo na državno tveganje (Moosa, 2002, str. 137). Statistične metode, ki se lahko uporabljajo pri merjenju državnega tveganja, so npr. regresijska in diskriminantna analiza, logit, probit in tobit analiza, Monte Carlo simulacija, metoda glavnih komponent in metoda umetnih nevronske mreže (Nath, 2008, str. 8–16; Bouchet et al., 2003, str. 115–129). Naštete metode so koristne pri razkrivanju indikatorjev, ki jih pri ocenjevanju državnega tveganja uporabljajo različne bonitetne agencije, katerih metodologije so zaupne, koristne so tudi pri oceni učinkovitosti rabe določenih indikatorjev za napovedovanje finančnih kriz ter ne nazadnje za ugotavljanje povezav med indikatorji političnega, ekonomskega in finančnega tveganja na eni strani in indikatorjev, ki odražajo izpostavljenost ali nagnjenje k tveganju na drugi strani (Nath, 2008, str. 8). Pomanjkljivost kvantitativnega pristopa je v tem, da so zaključki analize osnovani na preteklih podatkih, pri čemer ni nujno, da se bodo pretekli trendi in gibanja nadaljevali tudi v prihodnosti, ravno slednja pa je tista, ki je ključna pri ocenjevanju državnega tveganja (Moosa, 2002, str. 137). Druga pomanjkljivost je v tem, da se določenih kategorij državnega tveganja ne da kvantificirati, kot npr. političnega tveganja, zato je glavni očitek kvantitativnim metodam ta, da jim manjka kvalitativna komponenta (Moosa, 2002, str. 137).

Eden od širše sprejetih ekonometričnih modelov je OECD-jev model za ocenjevanje državnega tveganja, t.i. CRAM model (angl. *Country Risk Assessment Model – CRAM*), ki ga zaradi njegove pomembnosti kratko opisujem. OECD-jev model ocenjevanja državnega tveganja je pomemben zato, ker njihovo klasifikacijo držav v posamezne razrede pri določanju minimalnih premijskih stopenj pri zavarovanju terjatev in kreditov v posameznih državah upoštevajo izvozno kreditne agencije članic OECD, med njimi torej tudi SID banka. Model je osnovan na matematično-statističnem pristopu, na podlagi katerega se izračuna ocena državnega tveganja, ki upošteva ekonomske in finančne indikatorje, politično tveganje pa se upošteva v smislu kvalitativnega popravka kvantitativne ocene ekonomsko-finančnega tveganja (Marchetti & Vitale, 2013, str. 6). Podrobnosti modela so zaupne (Iranzo, 2008, str. 22). Izračune ekonomsko-finančnega tveganja izdelava belgijska izvozno kreditna agencija, ki je tudi razvila model, pri tem pa upošteva tri vidike, namreč ekonomski položaj, finančno situacijo in dosedanje izkušnje s plačili, ki jih posredujejo države članice OECD (Bouchet et al., 2003, str. 88; Iranzo, 2008, str. 22). Države so glede na metodologijo OECD razvrščene v osem razredov, pri čemer razred 0 pomeni najnižje državno tveganje, razred 7 pa najvišje (Iranzo, 2008, str. 22).

Model ni striktno kvantitativen, saj se kvalitativen popravek ocene z upoštevanjem političnega tveganja in ostalih dejavnikov ali indikatorjev, ki jih metodologija ne upošteva (mehke informacije), določa na rednih in zaupnih sestankih strokovnjakov za ocenjevanje državnega tveganja iz držav članic OECD, kjer se s konsenzom, na podlagi glasovanja in argumentirane razprave, določi tudi končna ocena državnega tveganja (Iranzo, 2008, str. 22; OECD, 2016, str. 15). Slovenija ne plačuje obvezne članarine za to skupino, zato v njej ne more tvorno sodelovati in vplivati na klasifikacijo držav. Od leta 2014 tudi ni več vabljen na redna zasedanja, na katerih je prej sodelovala kot opazovalka (v obdobju od januarja 2009 do januarja 2014 je Slovenijo na teh srečanjih zastopal predstavnik CMSR).

3.5 Izbor indikatorjev za ocenjevanje državnega tveganja

Poleg določitve časovnega horizonta ocenjevanja državnega tveganja in izbora metode ocenjevanja, o čemer pišem v prejšnjih dveh poglavjih, je tretji osnovni problem ocenjevanja državnega tveganja izbor in število indikatorjev, vključenih v ocenjevanje tveganja (Mrak, 1998, str. 137). Na vprašanje, katero je tisto število indikatorjev, potrebnih za pridobitev relativno zanesljive ocene državnega tveganja, ni enotnega odgovora. Kar zadeva izbor in število indikatorjev se zato metodologije med različnimi bonitetnimi agencijami dokaj razlikujejo. Eden od pomembnih kriterijev pri določitvi števila indikatorjev je časovni horizont za katerega se izdeluje ocena državnega tveganja, v splošnem pa velja, da je treba za srednje- in dolgoročne ocene upoštevati večje število indikatorjev kot za kratkoročne ocene. O tem podrobneje v poglavju 3.3.

Ocena državnega tveganja je tako dobra, kot so dobre informacije, ki so podlaga za njeno izdelavo. Pri ocenjevanju državnega tveganja in njegovem spremljanju so torej zelo

pomembni kvalitetni in zanesljivi viri informacij ter dostop do popolnih, pravočasnih in preverjenih virov podatkov za izbrane indikatorje. Pri tem se podatke lahko zbira na tri načine. Prvič, uporablja se lahko javno (ali na podlagi registracije oziroma plačila) dostopne statistične in druge informacije. Drugič, informacije se lahko zbira na terenu, to je v državi, za katero se izdeluje ocena državnega tveganja. Tretjič, informacije se lahko pridobi na podlagi konzultacij in razgovorov z različnimi strokovnjaki, vladnimi predstavniki in drugimi poznavalci države, tako v sami državi kot izven nje. Informacije potrebne za izdelavo ocene državnega tveganja so kompleksne in pokrivajo več področij. Informacijski viri se lahko delijo na javne in zasebne. Javni viri vključujejo vlade in njihove statistične agencije, izvozno kreditne agencije v državni lasti, centralne banke ter mednarodne finančne institucije in multilateralne organizacije (Iranzo, 2008, str. 20). Med slednjimi so pomembni viri informacij zlasti MDS, Skupina Svetovne banke, OECD, Pariški klub in Banka za mednarodne poravnave (Iranzo, 2008, str. 20; Bouchet et al., 2003, str. 223–234). Med zasebnimi viri so pomembne zasebne bonitetne agencije in druge institucije za ocenjevanje državnega tveganja, komercialne in investicijske banke, raziskovalne ustanove, inštituti in združenja, ki so lahko v zasebni ali javni lasti, zavarovalnice ter svetovni in lokalni mediji (Iranzo, 2008, str. 20). Zasebne bonitetne agencije, ki večinoma poslujejo po modelu »izdajatelj plača«, informacije pridobijo tudi neposredno od izdajatelja samega (Bhatia, 2002, str. 43–44).

CMSR med tujimi viri uporablja predvsem podatke EIU, MDS, Banke za mednarodne poravnave, OECD in Skupine Svetovne banke. Poleg naštetih CMSR uporablja tudi lokalne vire, kot so centralne banke, statistični uradi, ministrstva, lokalne agencije za spodbujanje tujih naložb in za privatizacijo ter lokalni mediji. Pomemben vir informacij za CMSR so še razgovori s strokovnjaki in poznavalci ocenjevanje države, tako slovenskimi, lokalnimi kot iz tretjih držav, ki prihajajo iz javnega in zasebnega sektorja (od slovenskih izvoznikov in vlagateljev do predstavnikov ministrstev, vlade in drugih institucij). V času udeleževanja sestankov za ocenjevanje državnega tveganja na OECD so bile tudi informacije pridobljene v tej zaupni skupini zelo koristne za CMSR pri pripravi ocen državnega tveganja.

Obstajajo številne študije na temo povezave med posameznim indikatorjem ali skupino indikatorjev in končno oceno državnega tveganja, več študij pa je bilo izdelanih tudi v smeri identifikacije indikatorjev, ki opozarjajo na krize. Cantor in Packer (1996, str. 39–40) sta npr. ugotovila, da obstaja močno povezava med oceno državnega tveganja in sledečimi indikatorji: BDP na prebivalca, inflacija, zunanji dolg in zgodovina neplačil. Frankel in Saravelos (2010, str. 30) sta proučevala indikatorje, ki že v zgodnji fazi opozarjajo na krize, ter jih aplicirala na zadnjo finančno krizo. Ugotavljata, da med temi indikatorji najbolj izstopata indikatorja višine deviznih rezerv in precejenosti deviznega tečaja (Frankel & Saravelos, 2010, str. 30). Ne glede na vse raziskave še vedno ni mogoče določiti specifičnih indikatorjev, ki bi kar najbolje ocenili državno tveganje. Razlog za to je v tem, da se razmere v svetu neprestano spreminjajo, nove krize pa niso enake prejšnjim.

Revizije metodologij in popravki, z vključevanjem novih indikatorjev in morebitnim izločanjem starih ter tudi spremembe v njihovi teži v skupni oceni državnega tveganja, so zato nujni.

3.5.1 Indikatorji političnega tveganja

Vpliv političnega tveganja v končni oceni državnega tveganja je relativno visok, poleg tega pa je ocenjevanje političnega tveganja neločljivo povezano z ocenjevanjem ekonomskega in finančnega tveganja. Med analitiki ni konsenza glede tega, kateri indikatorji so tisti, ki so najbolj relevantni. Glede na dva osnovna pogleda na politično tveganje, se lahko indikatorje določi z vidika države kot celote ali z vidika posameznega podjetja, torej z makro ali mikro vidika (Shapiro, 2010, str. 228). Pri makro merjenju političnega tveganja se upošteva indikatorje kot so npr. odnos med vlado ocenjevane države in vlado države tujega vlagatelja, stabilnost vlade ocenjevane države skozi zgodovino, verjetnost vojne, verjetnost uvedbe določenih omejitev itd. (Moosa, 2002, str. 135). Pri merjenju omenjenih in podobnih indikatorjev se pojavijo težave, kot so subjektivnost pri izbiri in določanju teže posameznemu indikatorju in težave pri napovedovanju verjetnosti razvoja dogodkov (Moosa, 2002, str. 135). Kar zadeva tuja vlaganja je politično tveganje za tujega vlagatelja dosti bolj pomembno od ekonomskega, med političnimi indikatorji, ki imajo zelo velik vpliv, pa so omejevalna ravnanja, tarifne in zakonodajne prepreke, subvencije tujim vladam in nestabilna vlada (Moosa, 2002, str. 135).

Ocenjevanje političnega tveganja na podlagi statističnih podatkov oziroma kvantitativno merljivih indikatorjev skoraj ni mogoče, čeprav so nekateri takšni indikatorji vseeno relevantni. Nekateri od njih so BDP na prebivalca, stopnja rasti prebivalstva, odstotek delovne sile v industriji, odstotek urbanega prebivalstva, etnična struktura prebivalstva, verska struktura prebivalstva, distribucija dohodka, odstotek nepismenosti odraslih, inflacija, plačilnobilančno neravnovesje ipd. (CMSR, 2015, str. 3; Shapiro, 2010, str. 230). Kvantitativni ekonomski indikatorji osvetljujejo v kakšnem stanju je gospodarstvo, v splošnem pa velja, da boljše kot so gospodarske prognoze, nižje je politično in tudi socialno tveganje, ki bi ogrozilo poslovanje tujih družb v ocenjevani državi (Shapiro, 2010, str. 230).

Našteti kvantitativni indikatorji niti zdaleč ne pokrivajo vsega, kar mora ocena političnega tveganja zajemati. Bistveni sestavni del političnega tveganja je strokovna analiza poznavalca določene države, za katero se izdeluje ocena državnega tveganja (CMSR, 2015, str. 2). Tudi Meldrum (1999, str. 6) poudarja, da obstaja le malo kvantitativnih indikatorjev za merjenje političnega tveganja. Obstaja več pristopov merjenja političnega tveganja, od raznih klasifikacijskih metod, kjer se pregleda obliko vladavine, obliko državne ureditve in obliko državne oblasti, etnično strukturo prebivalstva, civilne konflikte, notranje in zunanje spore in incidente, do anket ali analiz, ki jih izdelujejo politični analitiki (Meldrum, 1999, str. 6). Ocene političnega tveganja v obliki opisnega teksta pripravljajo analitiki, ki dlje

časa spremljajo določeno državo ter ocenjujejo ali rangirajo številne socialno-politične dejavnike (Meldrum, 1999, str. 6). Marshall (2003, str. 4) med indikatorji za merjenje političnega tveganja navaja polarizacijo političnega spektra, odsotnost močnega vodstva in enotnosti vlade, korupcijo v vladi in v sodnem sistemu, odnose z upniki (zlasti z MDS), restriktivne ali prisilne ukrepe za vzdrževanje in ohranjanje oblasti, pomanjkanje odgovornosti vlade, policije in vojske ter kršitve človekovih pravic. K naštetemu spadajo še socialni indikatorji, med katere Marshall (2003, str. 4) uvršča regionalne konflikte in grožnje, separatistična gibanja, konflikte med etničnimi, jezikovnimi ali verskimi skupinami, pomen socialnih skupin izven političnega sistema ter stopnjo socialnega nasilja v družbi.

Politično stabilnost se lahko meri s pogostostjo sprememb vlade, z nivojem nasilja v državi (npr. število nasilnih smrti na 100.000 prebivalcev), številom oboroženih uporov ali vstaj, s številom konfliktov z drugimi državami itd. (Shapiro, 2010, str. 228). Shapiro (2010, str. 231–238) v okviru subjektivnih dejavnikov političnega tveganja izpostavlja lastninske pravice (možnost ekspropriacije ali drugih vrst oviranja uporabe lastnine in prenosa dobičkov), beg kapitala in kulturo. Tuja podjetja se morajo vprašati tri ključna vprašanja, ko ocenjujejo stopnjo političnega tveganja v državi, v kateri poslujejo ali nameravajo poslovati, zlasti če gre za državo, ki je v procesu politične ali ekonomske tranzicije (Shapiro, 2010, str. 233). Prvič, ali so bile gospodarske reforme institucionalizirane, s čimer se minimalizira stopnja nenadnih sprememb v politiki, ki bi negativno vplivale na poslovanje tuje družbe; drugič, ali sta regulativni in pravni sistem predvidljiva in pravična (stalne spremembe zakonodaje, zlasti v povezavi s tujimi vlaganji, davki, nadzorom nad domačo valuto, trgovino in pogodbenim pravom, zvišujejo tveganja); in tretjič, ali je vlada dovolj kompetentna, da bo lahko ohranjala vrednost domače valute in ohranila politično stabilnost (Shapiro, 2010, str. 233). Pomemben indikator političnega tveganja je tudi beg kapitala, ki ga je sicer težko spremljati in meriti (Shapiro, 2010, str. 236). Beg kapitala se nanaša na izvoz prihrankov s strani državljanov zaradi pomanjkanja zaupanja v varnost njihovega kapitala v domači državi in je večinoma posledica neustrezne gospodarske politike vlade (Shapiro, 2010, str. 237). Če državljanji sami ne zaupajo lastni državi, da bo lahko zaščitila njihov kapital, potem je jasno, da tudi tuji vlagatelji niso varni in da je stopnja političnega tveganja visoka. Kultura je pogosto prezrt dejavnik političnega tveganja, vendar pa je ravno kultura tista, ki oblikuje obnašanje, tako posameznika kot naroda, in s tem tudi ekonomske rezultate (Shapiro, 2010, str. 238).

Eden najbolj znanih indeksov za merjenje državnega tveganja je indeks BERI, ki v svoji končni oceni vključuje tudi oceno političnega tveganja. Ta je oblikovana s pomočjo indeksa političnega tveganja, ta pa poleg kvantitativnih vsebuje tudi kvalitativne indikatorje (Wafo, 1998, str. 30). Ocena političnega tveganja upošteva deset elementov, ki spadajo v tri sklope, in sicer notranji vzroki političnega tveganja, zunanji vzroki političnega tveganja in simptomi političnega tveganja (Wafo, 1998, str. 30–31). Med notranje vzroke za politično tveganje se uvrščajo razdrobljenost političnega spektra in moč

posameznih frakcij, razdeljenost glede na jezik, etnično ali versko pripadnost in moč posameznih skupin, prisotnost omejevalnih ali prisilnih ukrepov za ohranjanje oblasti, mentaliteta (nacionalizem, ksenofobija, korupcija, nepotizem, pripravljenost na kompromise), socialne razmere (sem spada tudi gostota naseljenosti, porazdelitev bogastva) ter organizacija in moč radikalnih političnih sil (Wafo, 1998, str. 30). Med zunanje vzroke političnega tveganja spadajo odvisnost od (sovražne) zunanje tuje sile oziroma države ter negativni vplivi regionalnih političnih sil (Wafo, 1998, str. 30). Med simptome političnega tveganja se uvrščata socialni konflikt (demonstracije, stavke, ulično nasilje ipd.) in zgodovina politične nestabilnosti v smislu političnih atentatov, gverilskih vojn ipd. (Wafo, 1998, str. 31).

CMSR v svoji metodologiji ocenjevanja državnega tveganja pri ocenjevanju političnega tveganja upošteva naslednjih pet skupin indikatorjev, ki bolj ali manj zajemajo vse do sedaj naštetе indikatorje političnega tveganja (CMSR, 2015, str. 20–21):

- indikatorji notranjepolitičnega položaja (sem spadajo stabilnost vlade; socialna in zaposlitvena struktura družbe; distribucija narodnega dohodka, socialne razlike in socialna politika; stopnja demokratičnosti družbene ureditve; ter najpomembnejši družbeni problemi države in stopnja njihove zaostrenosti);
- indikatorji institucionalne ureditve države (sem spadajo ustavna pooblastila in dejanska vloga šefa države; vloga parlamenta v družbi; jasna razmejitve pristojnosti med zakonodajno, sodno in izvršno oblastjo; sposobnost vlade in institucij za sprejemanje odločitev in njihovo dejansko izvajanje; sredstva in načini, s katerimi vlada uvaja ukrepe ekonomske politike; odnosi znotraj vladajoče stranke ali koalicije in odnos javnosti do vlade; opozicija (organiziranost, program, aktivnosti); odnos med pozicijo in opozicijo; vloga posameznih združenj, kot so vojska, cerkev, sindikati ali druga gibanja);
- indikatorji, ki neposredno vplivajo na stopnjo politične stabilnosti države (to so glavni politični problemi države, ki so vzrok politične krize ali pa to lahko postanejo; obstoječi konflikti (razredni, politični, etnični, regionalni, verski); stopnja nezadovoljstva posameznih slojev ali vse javnosti; obseg in pogostost stavk, neredov, terorizma, grožnja državljanske vojne ali revolucionarnih sprememb; stopnja politično gospodarske odprtosti države; politični in drugi pritiski proti prisotnosti tujcev – strokovnjakov, delovne sile, kapitala; razširjenost korupcije in političnih povezav ter pristranskost sodstva);
- indikatorji zunanjepolitičnega položaja (ti se nanašajo na regionalne globalne in strateške dejavnike, ki vplivajo na notranjo stabilnost države, in vključujejo odnose s sosednjimi državami; članstvo v političnih, ekonomskih in vojaških organizacijah in njihov vpliv; izoliranost države od mednarodne politične in gospodarske skupnosti (uvredba morebitnih sankcij); nevarnost zunanje ogroženosti države; oboroževanje; terorizem; geostrateški položaj države, interes in vpliv velikih sil in sosednjih držav;

ozemeljske zahteve do ali od sosednjih držav; ter ekološke probleme s sosednjimi državami);

- indikatorji političnih odnosov s Slovenijo (ti se nanašajo predvsem na dejavnike, ki vplivajo na bilateralno sodelovanje in to sodelovanje zavirajo ali pospešujejo, zato se analizira nivo političnih in gospodarskih odnosov, podpisane bilateralne sporazume, morebitna nerešena meddržavna vprašanja idr.).

Zadnja skupina indikatorjev je specifična za CMSR-jevo metodologijo, mednarodne bonitetne agencije bilateralnega vidika namreč ne upoštevajo, niti to v okviru njihovega načina delovanja in metodologij ne bi bilo mogoče.

Nekateri novejši modeli analize političnega tveganja poleg do sedaj naštetih skupin indikatorjev upoštevajo še druge vidike. Marchetti in Vitale (2013, str. 15) sta v model ocenjevanja političnega tveganja, ki upošteva zgoraj navedene skupine indikatorjev (razen bilateralnega vidika) vnesla t.i. transnacionalno dimenzijo političnega tveganja, ki skuša oceniti nivo globalne, tako formalno institucionalne kot neformalne praktične, integracije, ki jo je ocenjevana država dosegla. Globalna integracija se deli na tri podkategorije, to je ekonomsko integracijo, politično integracijo in socialno-kulturno integracijo (Marchetti & Vitale, 2013, str. 15). Ekonomska integracija države se meri z indikatorji kot so npr. indikatorji zunanje trgovine, plačilne bilance in zunanjega dolga, politična integracija z vpetostjo v mednarodne organizacije, pogodbe, sporazume itd., socialno-kulturna integracija pa z indikatorji, kot so delež uporabnikov interneta, delež uporabnikov prenosnih in pametnih telefonov, število radijskih postaj, televizijskih ponudnikov in časopisov, delež tujcev v državi, migracije, število turistov ipd. (Marchetti in Vitale, 2013, str. 15–17). Marchetti in Vitale (2013, str. 15) predpostavljata, da večja kot je globalna integracija države, nižje je politično tveganje.

3.5.2 Indikatorji ekonomskega in finančnega tveganja

Ekonomsko tveganje države se nanaša na gibanja v nacionalnem gospodarstvu, ki lahko vplivajo na rezultate mednarodnih ekonomskih ali finančnih transakcij, indikatorji merjenja ekonomskega in finančnega tveganja pa so bolj ali manj enaki tistim, ki se navadno uporabljajo za makroekonomsko analizo domačega gospodarstva (Bouchet et al., 2003, str. 42). Pri izboru ekonomskih indikatorjev se pojavljajo podobne težave kot pri izboru političnih, namreč subjektivnost, vprašanje ponderacije in napovedovanje bodočih vrednosti in trendov, vendar pa je merjenje ekonomskega in finančnega tveganja bistveno lažje, saj obstaja veliko število kvantitativnih kazalcev, s katerimi se lahko dovolj dobro oceni ti dve kategoriji tveganja.

Tudi pri ekonomskem in finančnem tveganju se indikatorje lahko izbira glede na makro ali mikro vidik. Ekonomski indikatorji naj bi vključevali vse glavne makroekonomske indikatorje, tako tekoče podatke kot ocene in napovedi, med njimi rast BDP, inflacijo,

proračunski primanjkljaj oziroma presežek, obrestne mere, nezaposlenost, pokazatelje odvisnosti države od izvoznih prilivov, indikatorje plačilne bilance, zlasti tekočega računa, itd. (Moosa, 2002, str. 135). Med ekonomsko-finančnimi indikatorji, ki imajo še posebej velik vpliv na tujega vlagatelja v ocenjevani državi, sta nestabilnost valute in dolg, tako zunanji kot notranji (Moosa, 2002, str. 135). Marshall (2003, str. 4) med indikatorji za merjenje ekonomskega tveganja navaja poslabšanje življenjskega standarda, zmanjševanje tujih neposrednih naložb, primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance in višino zunanjega javnega dolga, nepravilno porazdelitev dohodka med družbenimi razredi in neenakomeren razvoj regij v državi, rast BDP in višino inflacije, nezaposlenost in podzaposlenost ter pomanjkljivosti pri delovanju institucij na področju sodnega uveljavljanja pogodb.

Ko analitiki ocenjujejo ekonomsko tveganje, analizirajo tudi vodenje in ukrepe fiskalne in monetarne politike ter njihov vpliv na gospodarsko rast. Meldrum (1999, str. 3) za analiziranje fiskalne politike predlaga pregled obsega in strukture javnih izdatkov (gleda se indikatorje kot sta delež investicij in delež porabe v BDP), zadolženost javnega sektorja (indikatorji so delež javnega dolga v BDP, delež proračunskega primanjkljaja oziroma presežka v BDP, viri financiranja javnega dolga in proračunskega primanjkljaja) ter davčne politike (indikatorji so vrste in stopnje obdavčenja, pravičnost obdavčitve, učinkovitost pobiranja davkov oziroma izogibanje plačilu davkov). Kar zadeva monetarno politiko naj bi analitiki po Meldrumu (1999, str. 3) proučevali vpliv monetarne politike na gospodarsko rast ter pri tem upoštevali indikatorje kot so inflacija, rast ponudbe denarja, realne in nominalne obrestne mere, ter delež finančnega sektorja v BDP. Meldrum (1999, str. 3) pri srednjeročnih in dolgoročnih naložbah svetuje, da je poudarek na analizi dolgoročnih dejavnikov gospodarske rasti (gleda se indikatorje kot so rast produktivnosti, delež zasebnih in tujih neposrednih naložb v BDP, rast obsega delovne sile, nezaposlenost ipd.), stopnji odprtosti gospodarstva (delež obsega zunanje trgovine v BDP, delež tujih neposrednih naložb v celotnih zasebnih naložbah) ter na institucionalnih dejavnikih, ki lahko vplivajo na ustvarjanje bogastva (gleda se indikatorje kot so ureditev na področju lastninskih pravic, stopnja regulacije trgov, obstoj sive ekonomije in črnega trga ipd.).

Shapiro (2010, str. 240–256) identificira ključna področja ekonomskega tveganja, katerih indikatorji zvišujejo državno tveganje, ta pa so fiskalna neodgovornost in čezmerno trošenje vlade, monetarna nestabilnost, nadzorovani sistem deviznega tečaja, baza resursov, prilagajanje države na zunanje šoke ter tržno naravnana gospodarska politika oziroma stopnja državne intervencije v gospodarstvu. Glavni indikator za merjenje fiskalne neodgovornosti oziroma čezmernega trošenja vlade je delež proračunskega primanjkljaja v BDP. Višji kot je, višje je ekonomsko tveganje in višja je možnost ekspropriacije, višanja davkov ali tiskanja denarja. Ekspropriacija vodi v beg kapitala in padec tujih neposrednih naložb, višanje davkov negativno vpliva na spodbude za delo, prihranke in nagnjenost k tveganju, tiskanje denarja (monetizacija deficita) pa vodi v monetarno nestabilnost, visoko inflacijo, visoke obrestne mere in depreciacijo domače valute (Shapiro, 2010, str. 240).

Indikator monetarne nestabilnosti je visoka inflacija, ki je posledica hitrega povečanja ponudbe denarja, ki je navadno posledica visokega proračunskega primanjkljaja, ki ga centralna banka na ta način monetizira (Shapiro, 2010, str. 242). Če je vlada fiskalno in monetarno neodgovorna, je državno tveganje ob nadzorovanem sistemu deviznega tečaja in ob uvedbi deviznih kontrol še višje. Nadzorovan sistem deviznega tečaja navadno pomeni tudi precejšeno valuto in možnost devalvacije, devizne kontrole in možnost devalvacije pa spodbujajo beg kapitala (Shapiro, 2010, str. 243). Baza resursov države vključuje naravne, človeške in finančne resurse (Shapiro, 2010, str. 244). Veliki naravni viri ne pomenijo nujno prednosti, zlasti če je država močno odvisna od enega ali dveh naravnih resursov, kot npr. nafte ali plina. Velika odvisnost države od naravnih resursov jo dela odvisno od gibanj cen surovin na svetovnih trgih in ranljivo na zunanje šoke, kar zvišuje državno tveganje (v zadnjih letih se je tako zaradi nizkih svetovnih cen nafte in ostalih surovin povečalo državno tveganje več držav). Državno tveganje je odvisno tudi od človeških virov in od stopnje, do katere so ti naravni viri najbolj učinkovito izkoriščeni (Shapiro, 2010, str. 244). Pomembno je tudi, kako se država prilagaja na zunanje šoke, ki se odražajo na poslabšanju stanja v plačilni bilanci, pri čemer se je npr. politika protekcionistične uvozne substitucije izkazala za ne najbolj primerno (2010, str. 244–245). Ekonomsko tveganje ne nazadnje zvišuje tudi velika stopnja državnega nadzora v gospodarstvu v nasprotju s prosto delujočim trgom, za katero je značilna prisotnost velikih državnih podjetij, ki poslujejo neučinkovito ter predstavljajo breme za proračun.

Indikatorje za merjenje ekonomskega tveganja se lahko v grobem razdeli v tri skupine (Bouchet et al., 2003, str. 56):

- indikatorji za ocenjevanje domačega gospodarstva (sistem nacionalnih računov, sestava in rast BDP, sektorska analiza; siva ekonomija, delež prihrankov in investicij; struktura trgovine in pogoji menjave, koeficient odprtosti, cene surovin);
- indikatorji makroekonomske politike države (cene in devizni tečaj: inflacija, realni efektivni devizni tečaj, vzporedni tržni tečaj; javne finance: proračunska politika, privatizacija, zadolževanje javnega sektorja; monetarna in kreditna politika: rast ponudbe denarja, primarni denar, terjatve do javnega in zasebnega sektorja, realne obrestne mere; pravno in regulativno okolje: carine, davki, pravo družb, fleksibilnost trga delovne sile);
- indikatorji plačilne bilance (zunanjetrgovinska bilanca, baza resursov in tekoči račun plačilne bilance; kapitalski račun plačilne bilance in mednarodne denarne rezerve; neposredne tuje naložbe, tekoči transferi, donacije in uradna razvojna pomoč; pokazatelji likvidnosti, kot sta pokritost uvoza z izvozom in delež primanjkljaja oziroma presežka na tekočem računu plačilne bilance v BDP; struktura in sestava zunanjih virov kapitala; izredno financiranje in zadolženost pri MDS).

CMSR (2015, str. 22) za merjenje srednjeročnega ekonomskega tveganja uporablja 17 indikatorjev, ki so večinoma naštetih zgoraj, pri čemer je eden od indikatorjev pokazatelj

stanja bilateralnih odnosov ocenjevane države s Slovenijo, deset indikatorjev je notranje ekonomskih, šest pa zunanje ekonomskih. Pri oceni kratkoročnega ekonomskega tveganja je število indikatorjev nižje, in sicer štirje indikatorji so notranje ekonomski, trije pa zunanje ekonomski (CMSR, 2015, str. 5).

Indikatorji finančnega tveganja se nanašajo predvsem na zunanjo zadolženost, likvidnost in solventnost, po zadnji finančni krizi pa je večji poudarek tudi na ocenjevanju bančnega sektorja. Solventnost merijo sledeči indikatorji: delež dolga v BDP, delež neto zunanjega dolga v celotnem izvozu blaga in storitev, delež dolga v celotnem izvozu blaga in storitev, delež dolga v mednarodnih rezervah, delež kratkoročnega dolga v likvidnostnih rezervah povečanih za varnostne kreditne linije in delež kratkoročnega dolga v celotnem dolgu (Bouchet et al., 2003, str. 60). Likvidnost se meri z naslednjimi indikatorji: koeficient servisiranja dolga (odplačilo dolga v celotnih izvoznih prilivih), plačila obresti v celotnem izvozu blaga in storitev, saldo tekočega računa v BDP, mednarodne rezerve v odnosu do uvoza blaga in storitev (mednarodne rezerve izražene v mesecih uvoza blaga in storitev), stopnja rasti izvoza blaga in storitev ter povprečna zapadlost obveznosti servisiranja zunanjega dolga (Bouchet et al., 2003, str. 60). Pri ocenjevanju finančnega sektorja pridejo v poštev indikatorji kot so razvitost in učinkovitost bančnega sektorja, obrestne mere, finančna liberalizacija, razvoj in učinkovitost trga lastniških vrednostnih papirjev, medbančni trg in sekundarni trg državnih dolžniških vrednostnih papirjev idr. (Bouchet et al., 2003, str. 62).

CMSR (2015, str. 11, 35) za ocenjevanje finančnega tveganja tako pri srednjeročnem kot kratkoročnem ocenjevanju uporablja devet indikatorjev, vendar pa se trije indikatorji razlikujejo glede na to, ali gre za kratkoročno ali srednjeročno oceno državnega tveganja. Od devetih indikatorjev jih pet ocenjuje solventnost in likvidnost, trije se nanašajo na stabilnost bančnega sektorja, eden pa na bilateralne odnose Slovenije z ocenjevano državo, in sicer ocenjuje zamude v plačilih slovenskim podjetjem od podjetij v ocenjevani državi (CMSR, 2015, str. 11, 35).

3.6 Vpliv svetovnih kriz na spremembe v metodologijah

Metodologije ocenjevanja državnega tveganja so se v zadnjih petdesetih letih spreminjale skladno s krizami, ki so prizadele posamezne države, regije oziroma svetovno gospodarstvo. Nastale krize so pokazale pomanjkljivosti v metodologijah in njihovi nezmožnosti napovedovanja oziroma identifikacije opozorilnih indikatorjev krize. Analiziranje in razlaga preteklih kriz ni bila dovolj za identifikacijo prihodnjih kriz. V metodologijah ocenjevanja državnega tveganja je bil od sredine 60-ih in 70-ih let prejšnjega stoletja poudarek na indikatorjih za ocenjevanje investicijske klime in političnega tveganja, v 80-ih letih so bonitetne agencije dajale večji poudarek indikatorjem odplačevanja zunanjega dolga, kasneje se je povečal vpliv političnih indikatorjev, od

finančnih kriz 90-ih let naprej pa so postali pomembnejši še indikatorji finančne stabilnosti, vključno z bančnim sektorjem (Bouchet et al., 2003, str. 15).

Bonitetne agencije so v svoje metodologije po zadnji finančni krizi zato začele vključevati dodatne indikatorje finančne stabilnosti ter pokazatelje stanja v bančnem sektorju (Nye, 2014, str. 181). Zadnja svetovna finančna kriza je namreč pokazala na pomanjkljivosti v obvladovanju tveganja v bankah pri izpostavljenosti kreditnih tveganj nasprotne stranke. Poleg tega so banke napačno in z neustreznimi metodami izvajale programe testiranja za nazaj (angl. *back-testing*), izvajanje stresnih testov ni bilo redno in celovito, poleg tega pa banke niso zadostno in pravilno spremljale tveganja zaradi neugodnih gibanj (angl. *wrong way risk*). Posledično so banke podcenile dejanske izgube, zagotovile nezadostno kritje za kreditna tveganja nasprotne stranke ter zaradi pomanjkljivega spremljanja tveganj utrpele dodatne izgube. Delež slabih posojil v bankah se je povečal, posojilni pogoji pa zaostri. Manj so bili prizadeti bančni sektorji držav, katerih banke niso v tako veliki meri vpete v mednarodne finančne tokove in tako zadolžene v tujini ter svoje prihodke generirajo predvsem iz naslova depozitov. Da bi bolje odražala spremenjene razmere na mednarodnih finančnih trgih je bila CMSR-jeva metodologija ocenjevanja državnega tveganja po izbruhu svetovne finančne krize dopolnjena dvakrat, in sicer leta 2009 in leta 2015, (CMSR, 2009, 2015). V okviru finančnega tveganja so bili vključeni trije dodatni indikatorji, in sicer leta 2009 indikator neto zadolženosti bank v tujini in indikator kapitalske ustreznosti bank, leta 2015 pa še indikator deleža slabih posojil bančnega sektorja v celotnih posojilih, ki pa celotne teže bančnega sektorja v celotnem finančnem tveganju ni spremenil (CMSR, 2009, 2015).

Zadnja finančna kriza je poleg potrebe po vključevanju indikatorjev finančne stabilnosti pokazala tudi na to, da je pri ocenjevanju državnega tveganja večji poudarek nujen tudi pri spremljanju učinkovitosti makroekonomske stabilizacijske politike. Javne finance so bile namreč tekom krize v številnih državah, tudi razvitih, močno prizadete, javni dolg in proračunski primanjkljaji pa so se povečali (Porretta et al., 2013, str. 147). Šibek izhodiščni fiskalni položaj je pod vprašaj postavil dolgoročno vzdržnost javnofinančnih primanjkljajev, zlasti v Grčiji, pa tudi v drugih državah, kot npr. v Veliki Britaniji in ne nazadnje tudi v ZDA (Porretta et al., 2013, str. 147). Tudi države, katerih javne finance so bile pred izbruhom krize v dobrem stanju, so zabeležile poslabšanje in zašle v primanjkljaje. OECD je tako leta 2012 razvil poseben modul za ocenjevanje stanja javnih financ, zlasti v državah v razvoju in hitro rastočih trgih, ki dopolnjuje osnovno metodologijo OECD za ocenjevanje državnega tveganja in je namenjen za dodatno analizo držav, v katerih je suvereno tveganje bistveno slabše kot državno tveganje (OECD, 2012, str. 4). Modul se uporablja za oceno stanja javnih financ določene države in skuša opozoriti na slabosti. Med indikatorji, ki so vključeni v to metodologijo, so delež javnega dolga v BDP, delež javnega dolga v javnih prihodkih, delež javnega zunanjega dolga v skupnem javnem dolgu, delež proračunskega primanjkljaja v BDP, prihodki javnega sektorja v BDP, bruto devizne rezerve in še nekateri drugi (OECD, 2012, str. 5–13).

Posledica zadnje krize in spremembe regulative za bonitetne agencije je tudi zahteva po večji transparentnosti glede metodologij, ki jih agencije uporabljajo za ocenjevanje državnega tveganja, po odpravi določenih pomanjkljivosti ter po pogostejših revizijah metodologij. Kljub temu pa obstaja splošen konsenz, da se metodologij ne sme zakonsko nadzirati, bonitetnim agencijam pa ni treba razkriti podrobnosti svojih metodologij, saj to ne bi bilo skladno z ureditvijo bonitetnih agencij kot zasebnih družb (Utzig, 2010, str. 5). Ker so države same tudi izdajateljice dolga, bi v tem primeru prišlo do novega konflikta interesov, saj bi država nadzirala in vplivala na metodologijo po kateri je sama ocenjena. Vmešavanje SEC v metodologije bonitetnih agencij je tako strogo prepovedano (Utzig, 2010, str. 8). Poleg večje transparentnosti je Dodd–Frank akt pripomogel k premiku v metodološkem pristopu, agencije nekoliko manj uporabljajo matematično-statistične metode in se bolj nagibajo k metodi kontrolnega seznama (Nye, 2014, str. 100–101).

3.7 Predstavitev metodologij Standard & Poor's, Moody's in Fitch

Podrobnosti metodologij, kot so sama metoda ter izbor oziroma predvsem dodelitev teže indikatorjem, niso v celoti javne, zato v naslednjih podpoglavjih opisujem bonitetne ocene in splošen okvir metodologij treh agencij, s poudarkom na kriterijih merjenja državnega tveganja. Po zadnji finančni krizi in zahtevah po večji transparentnosti metodologij agencije bistveno več objavljajo na svojih spletnih straneh, medtem ko so bile pred tem bolj skrivnostne; slednje je veljalo zlasti za Moody's.

Vse tri agencije pri dodeljevanju bonitetnih ocen v ocenjevanih državah v splošnem ocenjujejo pet področij, ta pa so (Ramady, 2014, str. 10):

- ekonomska struktura in pričakovana rast gospodarstva;
- učinkovitost fiskalne politike, javni dolg;
- monetarna fleksibilnost, regulativni vidik;
- institucionalno birokratska učinkovitost in politično tveganje; ter
- zunanja likvidnost in stanje mednarodnih naložb, tuje neposredne naložbe.

Agencije uporabljajo metodo pristopa od zgoraj navzdol (angl. *top-down approach*), ki vključuje tako kvantitativne kot kvalitativne indikatorje, pri čemer je ocena političnega tveganja zgolj mnenje posamezne agencije o tem, kako vlada, njene institucije in njena politika, vplivajo na splošne ekonomske razmere v državi in kako se bo vlada odzvala na notranje ali zunanje ekonomske ali politične šoke (Ramady, 2014, str. 11). S tem, katere indikatorje uporabljajo obravnavane tri bonitetne agencije in predvsem kakšno težo imajo v skupni oceni državnega tveganja, se je ukvarjalo več avtorjev (tudi npr. Cantor & Packer, 1996; Bhatia, 2002). Določeni indikatorji in njihov pomen so bili identificirani, same podrobnosti metodologij pa ne. Danes je po uveljavitvi zahtev po večji transparentnosti metodologij veliko indikatorjev razkritih, njihova teža v celotni oceni pa praviloma ne, saj agencijam svojih metodologij zakonsko tudi ni treba razkriti.

3.7.1 Predstavitev bonitetnih ocen

Ocene vseh treh bonitetnih agencij so med sabo dokaj lahko primerljive, zlasti ocene agencij Standard & Poor's in Fitch, ki so praktično identične. V Tabeli 1 prikazujem dolgoročne bonitetne ocene vseh treh bonitetnih agencij ter opis ocen.

*Tabela 1: Prikaz dolgoročnih bonitetnih ocen držav bonitetnih agencij
Standard & Poor's, Moody's in Fitch*

Opis ocene	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Dolžnik ima pri tej oceni izjemno visoko sposobnost, da bo izpolnil svoje finančne obveznosti, gre za oceno najvišje kakovosti z najnižjim kreditnim tveganjem.	AAA	Aaa	AAA
Dolžnik ima zelo visoko sposobnost, da bo izpolnil svoje finančne obveznosti. Gre za oceno višje kakovosti z zelo nizkim kreditnim tveganjem, od najboljše ocene pa se le malo razlikuje.	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
Dolžnik ima visoko sposobnost, da bo izpolnil svoje finančne obveznosti, vendar je občutljivost na neugodne gospodarske razmere nekoliko višja. Gre za oceno visoke do srednje kakovosti z nizkim kreditnim tveganjem.	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
Dolžnik ima zadostno sposobnost poravnati svoje finančne obveznosti, vendar pa neugodne gospodarske razmere lahko hitreje poslabšajo to sposobnost kot pri prejšnji oceni. Gre za oceno z omejenim kreditnim tveganjem, ki je še v investicijskem razredu.	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-
Najboljša ocena v špekulativnem razredu. Dolžnik je kratkoročno manj nagnjen k neplačilu kot pri slabših ocenah, vendar se sooča z negotovostjo in izpostavljenostjo do neugodnih gospodarskih razmer, ki lahko vodijo do neizpolnjevanja obveznosti.	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
Dolžnik s to oceno je še bolj občutljiv na spremembe, vendar je še sposoben izpolnjevati svoje obveznosti. Poslabšanje poslovnih, finančnih in ekonomskih pogojev bo poslabšalo njegovo sposobnost servisiranja dolga. Gre za visoko kreditno tveganje.	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
Dolžniki s to oceno so glede izpolnjevanja finančnih obveznosti odvisni od ugodnih gospodarskih razmer, zato je v primeru zaradi poslabšanja razmer verjetnost neplačila zelo visoka.	CCC+	Caa1	CCC+
	CCC	Caa2	CCC
	CCC-	Caa3	CCC-
Dolžnik je zelo do izjemno zelo ranljiv, nezmožnost izpolnjevanja finančnih obveznosti je le vprašanje časa. Gre za visoko špekulativno oceno z zelo majhno možnostjo okrevanja.	CC C	Ca	CC C
Najnižji razred, ko je že razglašena nezmožnost plačila (delno ali v celoti).	SD/D	C	RD/D

Vir: Standard & Poor's Ratings Services, Understanding Standard & Poor's Rating Definitions, 2009, str. 10–11; S & P Global Ratings, S&P Global Ratings Definitions, 2016, str. 5–6; Moody's Investors Service, Rating Symbols and Definitions, 2016b, str. 5–6; Fitch Ratings, Sovereign Rating Criteria, 2016b, str. 12; Fitch Ratings, Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion, 2014, str. 9–10.

Pri predstavitvi lestvice ocen v Tabeli 1 ne vključujem opisa kratkoročnih ocen, ki so bile delno predstavljene v poglavju 3.3, in se osredotočam na dolgoročne bonitetne ocene držav, ki so uporabljene tudi v primerjalni empirični analizi. Bonitetne ocene se glede na stopnjo tveganja delijo na ocene netvegane stopnje, ki spadajo v investicijski razred, in ocene tvegane stopnje, ki spadajo v špekulativni razred. Ločnica med investicijskim in špekulativnim razredom je pri oceni BBB- (Standard & Poor's in Fitch) oziroma Baa3 (Moody's), ki je še zadnja ocena od najvišje ocene AAA oziroma Aaa, ki spada v investicijski razred. Pri ocenah je treba omeniti še pregled bonitetne ocene, ki pove, da se presoja možnost spremembe ocene, in t.i. izglede (angl. *outlook*), ki nakazujejo trend gibanja bonitetne ocene, bodisi navzgor (pozitivni izgled), navzdol (negativni izgled) ali brez sprememb (stabilen izgled) (Moody's Investor Service, 2016b, str. 35; S & P Global Ratings, 2016, str. 7; Fitch Ratings, 2016b, str. 10).

Vse tri agencije objavljajo dolgoročne bonitetne ocene držav v tuji (angl. *foreign currency rating*) in v domači valuti (angl. *local currency rating*), saj upoštevajo tudi potencialna valutna tveganja. Bonitetna ocena v domači valuti odraža verjetnost neplačila dolga izdanega (in plačljivega) v valuti ocenjevana države, medtem ko se bonitetna ocena v tuji valuti nanaša na dolg, izdan v tujih valutah (Fitch Ratings, 2016b, str. 1). Bonitetna ocena države v tuji valuti se bo od ocene v domači valuti razlikovala takrat, ko ima država različno sposobnost servisiranja dolga denominiranega v domači od dolga denominiranega v tuji valuti (S & P Global Ratings, 2016, str. 8). Medtem ko je bila v preteklosti razlika med ocenama v domači oziroma v tuji valuti višja, so danes te razlike bolj izjema kot pravilo (Moody's Investors Service, 2015b, str. 7). Razlogi za to so v večji odprtosti tekočega in kapitalskega računa, liberalizaciji trga kapitala (zlasti v državah v razvoju in hitro rastočih državah), razširil pa se je tudi spekter kupcev državnih obveznic in delno preselil v offshore finančne centre (Moody's Investors Service, 2015b, str. 7).

3.7.2 Metodologija Standard & Poor's

Metodologija bonitetnega ocenjevanja Standard & Poor's je osnovana na petih sklopih indikatorjev ali na petih kategorijah državnega tveganja, pri čemer je vsak sklop posebej ocenjen (prejme oceno od 1, ki je najboljša, do 6, ki je najslabša), vseh pet sklopov pa je nato vključenih v končno oceno (Standard & Poor's Ratings Services, 2015, str. 2–4). Ti sklopi so politična ali institucionalna ocena (odraža institucionalno in vladno učinkovitost, varnostna tveganja), ekonomska ocena (pokaže ekonomsko strukturo in pričakovano rast gospodarstva), zunanja ocena (odraža zunanjo likvidnost in stanje mednarodnih naložb), fiskalna ocena (opisuje učinkovitost in fleksibilnost fiskalne politike, javni dolg) in monetarna ocena (opisuje monetarno fleksibilnost) (Standard & Poor's Ratings Services, 2015, str. 2).

Politična ali institucionalna ocena je predvsem kvalitativna ocena in v prvi vrsti odraža učinkovitost, stabilnost in predvidljivost vladne politike, državnih institucij in civilne

družbe, dodatno pa pokaže še na transparentnost in odgovornost delovanja državnih institucij, prikazovanja javnih podatkov in procesov kot tudi na razpoložljivost, neodvisnost in zanesljivost statističnih informacij (S & P Global Ratings, 2014, str. 9–14). Dodatno lahko politično ali institucionalno oceno korigirajo indikator, ki pokaže na zgodovino in način servisiranja finančnih obveznosti, ter indikatorji zunanjih varnostnih geopolitičnih tveganj (S & P Global Ratings, 2014, str. 9–14).

Podlaga za ekonomsko oceno so nivo prihodkov, potencial za gospodarsko rast in gospodarska raznolikost in stanovitnost (Standard & Poor's Ratings Services, 2015, str. 3). Ocenjevanje se začne z oceno nivoja prihodkov, ki se meri z indikatorjem BDP na prebivalca, sledi ocena potenciala za gospodarsko rast, ki se meri z realno stopnjo rasti BDP na prebivalca v daljšem časovnem obdobju in ki lahko ekonomsko oceno zviša ali zniža za eno do dve kategoriji, na koncu pa se oceni še stopnjo gospodarske raznolikosti ali diverzificiranosti in stanovitnosti, kjer se pogleda, ali je gospodarstvo posebej močno odvisno od določene panoge, ta indikator pa lahko skupno ekonomsko oceno poslabša največ za eno kategorijo (S & P Global Ratings, 2014, str. 14–17).

Zunanja ocena odraža sposobnost države, da v tujini pridobi sredstva, potrebna za izpolnjevanje svojih finančnih obveznosti do tujine, tako javnega kot zasebnega sektorja (S & P Global Ratings, 2014, str. 17). Trije kriteriji določajo zunanjo oceno, in sicer status oziroma stopnja uporabe domače valute v mednarodnih transakcijah (pri svetovno uveljavljenih valutah, kot sta dolar in evro, je tveganje najnižje), zunanja likvidnost države (meri se z indikatorjem bruto potreba po zunanjem financiranju) in zunanja zadolženost, pri čemer je glavni indikator merjenja zunanje zadolženosti delež neto zunanjega dolga (definicija Standard & Poor's je ožja) v celotnih prilivih tekočega računa plačilne bilance (S & P Global Ratings, 2014, str. 17–24). Končna zunanja ocena se lahko izboljša, če ima država svetovno uveljavljeno valuto in hkrati dobre pokazatelje v plačilni bilanci, kot sta presežek na tekočem računu (za zadnje leto, tekoče leto in napovedan presežek za naslednji dve leti) in zelo ugodna neto finančna pozicija do tujine, ki je lahko posledica visokih izvoznih prilivov in visokih tujih neposrednih in portfolio naložb (S & P Global Ratings, 2014, str. 21). Agencija posebno pozornost posveča tudi državam članicam monetarnih unij, učinkom uradnega financiranja, kot so posojila MDS in Svetovne banke, in državam, katerih podatki za zunanjo oceno niso zadovoljivi ali razpoložljivi (S & P Global Ratings, 2014, str. 22–24).

Fiskalna ocena odraža, kakšna je javnofinančna vzdržnost države, tako proračunskega primanjkljaja kot javnega dolga, kategorije, ki jo merijo, pa so fiskalna fleksibilnost, dolgoročni trendi in ranljivosti na fiskalnem področju, struktura javnega dolga in viri njegovega financiranja ter potencialna tveganja, ki izvirajo iz pogojnih obveznosti (S & P Global Ratings, 2014, str. 24). Fiskalna ocena se pripravi tako, da se ločeno analizira fiskalno učinkovitost in fleksibilnost na eni strani ter zadolženost na drugi, končna fiskalna ocena pa je povprečje obeh ločenih ocen (S & P Global Ratings, 2014, str. 24).

Monetarna ocena je osnovana na podlagi analize sposobnosti države, da usklajuje svojo monetarno politiko s fiskalno in z ostalimi gospodarskimi politikami ter na ta način pripomore k dolgoročno bolj vzdržni gospodarski rasti (pri tem je eden od najpomembnejših indikatorjev, ki se ga ocenjuje, režim deviznega tečaja in vrednost domače valute); analize kredibilnosti monetarne politike, ki se med drugim meri s stopnjo inflacije; ter analize učinkov tržno naravnanih mehanizmov monetarne politike na realno gospodarstvo (S & P Global Ratings, 2014, str. 34–35). Pregleda se torej stopnjo razvitosti finančnega sistema in kapitalskih trgov. Standard & Poor's ima posebna pravila pri ocenjevanju držav, ki so del monetarnih unij. Najprej se oceni monetarno unijo kot celoto, nato pa državo, ki je del te monetarne unije, ocena pa se za državo zniža najmanj za eno in največ za dve kategoriji od ocene za celotno monetarno unijo, saj ima država kot članica unije zaradi skupne centralne banke manjšo fleksibilnost in manjši vpliv na vodenje monetarne politike (S & P Global Ratings, 2014, str. 35).

3.7.3 Metodologija Moody's

Metodologija Moody's za ocenjevanje državnega tveganja je osnovana na medsebojni prepletenosti štirih ključnih področij, to je gospodarske moči države, institucionalne moči, fiskalne moči in občutljivosti za tveganje nastanka nepričakovanih neugodnih dogodkov (Moody's Investors Service, 2015b, str. 7). Ocene posameznih področij so sestavni del končne bonitetne ocene.

Gospodarska moč države je pomembna, saj kaže, kakšna je odpornost države na zunanje šoke, pomanjkanje gospodarske moči države pa je bil v preteklosti odločilen dejavnik pri razglasitvi insolventnosti držav, ki se je navadno zgodila v obdobjih šibkih obetov za rast (Moody's Investors Service, 2015b, str. 8). Moody's oceno gospodarske moči države dobi tako, da ocenjuje dinamiko rasti (indikatorji so povprečna realna stopnja rasti BDP, nihanja v realni stopnji rasti BDP, indeks svetovne konkurenčnosti), obseg ekonomije (indikator je nominalni BDP), nacionalne prihodke (BDP na prebivalca, po pariteti kupne moči) in dejavnike, ki lahko oceno popravijo (stopnja diverzifikacije gospodarstva, kreditna ekspanzija) (Moody's Investors Service, 2015b, str. 10–11).

Ocena institucionalne moči države je osnovana na analizi institucionalnega okvirja in njegove učinkovitosti (indeks učinkovitosti vlade, indeks vladavine prava, indeks nadzora nad korupcijo), na analizi kredibilnosti gospodarskih politik in njihove učinkovitosti (stopnja inflacije, nihanja v inflaciji) ter z upoštevanjem uskladičvenega faktorja, to je zgodovine neplačil oziroma poravnavanja finančnih obveznosti (Moody's Investors Service, 2015b, str. 14–15).

Moody's fiskalno moč države meri z višino dolga na eni, in s tem, kakšen dolg si država še lahko privošči na drugi strani, oba vidika pa imata v končni oceni fiskalne moči polovičen delež (Moody's Investors Service, 2015b, str. 3). Višina dolga se meri z dvema

indikatorjema, in sicer z višino javnega dolga v BDP in višino javnega dolga v javnofinančnih prihodkih, servisiranje dolga pa z deležem plačil obresti v javnofinančnih prihodkih in z deležem plačil obresti v BDP (Moody's Investors Service, 2015b, str. 3). Pri tem Moody's dodaja štiri uskladitvene faktorje, ki lahko korigirajo oceno, in sicer trend gibanja dolga, delež javnega dolga v tuji valuti v celotnem dolgu, delež ostalega dolga javnega sektorja v BDP ter delež sredstev državnih naložbenih skladov v celotnem javnem dolgu (Moody's Investors Service, 2015b, str. 17–18).

Ocena tveganja nastanka nepričakovanih neugodnih dogodkov vključuje politično tveganje (notranjepolitična tveganja in geopolitična tveganja), tveganje likvidnosti javnega sektorja, tveganja v bančnem sektorju (moč bančnega sektorja, obseg bančnega sektorja, problemi pri kreditiranju) in tveganje zunanje občutljivosti (delež salda tekočega računa plačilne bilance, povečanega za prilive od tujih neposrednih naložb, v BDP, indikator zunanje izpostavljenosti, neto stanje mednarodnih naložb v BDP) (Moody's Investors Service, 2015b, str. 3).

3.7.4 Metodologija Fitch

Podobno kot Standard & Poor's in Moody's je tudi metodologija Fitch osnovana na določenih sklopih indikatorjev. Ti se delijo na strukturne dejavnike, makroekonomske indikatorje in gospodarsko politiko ter perspektive razvoja, javne finance in zunanje finance (Fitch Ratings, 2016b, str. 1–2). Fitch v okviru teh štirih sklopov v model, ki upošteva multiplo regresijsko analizo, vnese podatke za 18 ključnih kvantitativnih indikatorjev in na ta način dobi kvantitativno oceno, to pa nato korigira še z analizo kvalitativnih dejavnikov po posameznih sklopih, ki jih statistični model ne zajema (Fitch Ratings, 2016b, str. 1–2). Ocena posameznega sklopa se lahko po kvalitativni oceni spremeni za največ dve kategoriji, končna bonitetna ocena pa za največ tri, navzgor ali navzdol (Fitch Ratings, 2016b, str. 1–2).

V okviru strukturnih dejavnikov je poudarek na analizi kvalitete upravljanja (gleda se indikatorje učinkovitosti vlade, vladavine prava, nadzora nad korupcijo, odgovornosti, poslovnega okolja), bogastva in fleksibilnosti gospodarstva (BDP na prebivalca, odpornost na šoke, razvitost finančnega sistema, stopnja varčevanja in odprtost), političnega tveganja (notranjepolitična stabilnost, legitimnost državne ureditve, tveganje oboroženih spopadov ali vojne, zgodovinski pregled izpolnjevanja finančnih obveznosti, vpliv politike na vodenje gospodarske politike) in bančnega sektorja (kvaliteta regulative in učinkovitost nadzora, tveganje makrofinančne nestabilnosti, tveganje pogojnih obveznosti, indikatorji bančnega sektorja) (Fitch Ratings, 2016b, str. 15).

Kar zadeva makroekonomske indikatorje in gospodarsko politiko ter perspektive razvoja se podrobneje pregleda okvir gospodarske politike (oceni se njeno kredibilnost in doslednost ter odpornost na šoke), prouči rast BDP (nivo, nihanja), inflacijo (nivo in nihanja,

dolarizacija gospodarstva) ter realni efektivni devizni tečaj (skladnost z gospodarsko politiko, občutljivost fiksnih deviznih tečajev) (Fitch Ratings, 2016b, str. 19). Pri teh kazalcih se gleda tako podatke za zadnje razpoložljivo obdobje, kot tekoče podatke in srednjeročne napovedi (za BDP Fitch upošteva petletne napovedi).

Naslednji sklop končne bonitetne ocene države se nanaša na javne finance, kjer se ocenjuje višino in strukturo javnega dolga (delež v BDP, dospelost, obrestne mere in valute, v katerih je dolg denominiran, viri njegovega financiranja), fiskalno ravnoesje (delež proračunskega primanjkljaja v BDP, proračunska fleksibilnost oziroma rigidnost, širina baze javnih prihodkov), dinamiko javnega dolga (vzdržnost, analiza različnih scenarijev) in fiskalno politiko (doslednost, racionalnost porabe, transparentnost javnih financ) (Fitch Ratings, 2016b, str. 22).

Zadnji sklop ocenjuje zunanjo izpostavljenost države, ključni kriteriji pri oceni pa so plačilna bilanca (gleda se indikatorje kot so saldo tekočega računa, odvisnost od surovin ali določene panoge, struktura in stabilnost kapitalskih tokov, servisiranje zunanjega dolga), zunanje ravnoesje (vzdržnost zunanjega dolga, neto zunanji dolg, zapadlost dolga in denominiranost v domači oziroma v tujih valutah, delež javnega in zasebnega sektorja v zunanjem dolgu, stanje in neto pozicija sredstev in obveznosti do tujine) ter zunanja likvidnost (mednarodni koeficient likvidnosti, devizne rezerve, fleksibilnost rezervne valute) (Fitch Ratings, 2016b, str. 26).

3.8 Predstavitev metodologije CMSR

CMSR-jeva metodologija ocenjevanja državnega tveganja je bila izdana leta 1986 (Mrak, 1986), do danes pa večkrat pregledana in po potrebi posodobljena oziroma dopolnjena. V zadnjih letih je bila metodologija ocenjevanja državnega tveganja dopolnjena dvakrat, in sicer leta 2009 in leta 2015, da bi bolje odražala spremenjene razmere na mednarodnih finančnih trgih po svetovni finančni in gospodarski krizi (CMSR, 2009, 2015).

Metodologija CMSR uporablja metodo kontrolnega seznama in strukturirano kvalitativno metodo (CMSR, 2015, str. 1). Obe metodi vključujeta kvantitativne in kvalitativne dejavnike. Z uporabo prilagojene metode kontrolnega seznama se dobi kvantitativno oceno državnega tveganja, z uporabo strukturirane kvalitativne metode pa kvalitativno oceno državnega tveganja (CMSR, 2015, str. 1). Kvantitativna ocena je izračun, s katerim se ocenjevano državo na podlagi uporabe parametrov iz metodologije ovrednoti s točkami od 0 do 100, poleg tega pa se s kvantitativno oceno ovrednoti tudi posamezna vrsta tveganja, to je političnega, ekonomskega in finančnega (CMSR, 2015, str. 43). Prednost kvantitativne ocene je preverljivost izračuna in odsotnost subjektivnega ocenjevanja. Po drugi strani pa ima kvantitativna ocena tudi pomanjkljivosti, kot so nedostopnost vseh statističnih podatkov (še posebej za države v tranziciji in države v razvoju), nezanesljivost nekaterih uradnih statističnih podatkov ter dejstvo, da izračun temelji na osnovi podatkov

za zadnje razpoložljivo preteklo obdobje. Kvantitativno oceno državnega tveganja je zato potrebno testirati s kvalitativno oceno državnega tveganja preden se določi končno oceno državnega tveganja.

Kvalitativna ocena se izdelava v obliki strokovno pisanega teksta in temelji na dobrem poznavanju družbenoekonomskih, političnih in socialnih razmer v ocenjevani državi oziroma vseh elementov, ki lahko vplivajo na državno tveganje oziroma na sposobnost ali voljo države, da v kratkoročnem ali srednjeročnem obdobju redno izpolnjuje svoje finančne obveznosti do tujih partnerjev (CMSR, 2015, str. 43). Kvalitativna ocena državnega tveganja predstavlja popravek kvantitativne ocene, zato končna ocena državnega tveganja ni vedno enaka kvantitativni. Kvalitativna ocena državnega tveganja kot tudi končna ocena državnega tveganja je v veliki meri odvisna od raziskovalca, ki ocenjuje državno tveganje, saj sam na podlagi poznavanja razmer in glede na konkretne dogodke ter kvantitativni izračun napoveduje državno tveganje ocenjevalne države. S kvalitativno oceno državnega tveganja je potrebno opozoriti na morebitna odstopanja od kvantitativne ocene tveganja in jih ustrezno argumentirati. Končna ocena državnega tveganja se določi z upoštevanjem obeh ocen. Predlog te ocene nato obravnava redakcija CMSR, ki tudi sprejme končno oceno državnega tveganja.

Po CMSR-jevi metodologiji se državno tveganje ocenjuje s političnega, ekonomskega in finančnega vidika. Teža posameznega vidika se razlikuje glede na to, ali gre za kratkoročno ali srednjeročno oceno državnega tveganja (o CMSR-jevemu načinu ocenjevanja državnega tveganja s kratkoročnega oziroma srednjeročnega vidika več pišem v točki 3.3.). Pri kratkoročni oceni politično tveganje predstavlja 20 odstotkov, ekonomsko tveganje 30 odstotkov in finančno tveganje 50 odstotkov skupne vrednostne ocene, pri srednjeročni oceni pa politično tveganje predstavlja 30 odstotkov, ekonomsko 50 odstotkov in finančno 20 odstotkov skupne vrednostne ocene (CMSR, 2015, str. 1–2). Vsaka od ocenjevanih držav je na podlagi končne ocene državnega tveganja, ki je seštevek kvantitativnega političnega, ekonomskega in finančnega tveganja, uvrščena v eno izmed petih kategorij tveganja. Te kategorije so: A – minimalno državno tveganje, B – zelo omejeno državno tveganje, C – omejeno državno tveganje, D – visoko državno tveganje in E – zelo visoko državno tveganje (CMSR, 2015, str. 2). Poleg končne ocene državnega tveganja je v eno izmed teh petih kategorij tveganja razvrščeno tudi posamezna kategorija tveganja države, to je politično, ekonomsko in finančno tveganje.

Uporaba indikatorjev za ocenjevanje političnega tveganja se razlikuje glede na to, ali se ocenjuje kratkoročno ali srednjeročno politično tveganje, enako velja za težo političnega tveganja v skupni oceni državnega tveganja. Pri kratkoročnem političnem tveganju ocena političnega tveganja temelji na treh skupinah indikatorjev, namreč indikatorjih notranjepolitičnega položaja, indikatorjih zunanjepolitičnega položaja oziroma odnosov z mednarodno skupnostjo in indikatorjih političnih odnosov s Slovenijo (CMSR, 2015, str. 3). Pri srednjeročni oceni državnega tveganja se poleg naštetih treh skupin indikatorjev

upoštevata še dve skupini indikatorjev, in sicer indikatorji institucionalne ureditve države in indikatorji, ki neposredno vplivajo na stopnjo politične stabilnosti države (CMSR, 2015, str. 20–21). Skupna ponderirana vrednost kratkoročnih političnih indikatorjev je 20 točk od skupno 100 točk, skupna ponderirana vrednost srednjeročnih političnih indikatorjev pa je 30 točk (CMSR, 2015, str. 3 in 20).

Podobno kot pri ocenjevanju političnega tveganja je razlika v uporabi indikatorjev in njihovi teži tudi pri ocenjevanju kratkoročnega oziroma srednjeročnega ekonomskega oziroma finančnega tveganja. Pri ocenjevanju kratkoročnega ekonomskega tveganja se uporablja sedem osnovnih indikatorjev, na podlagi katerih se izračuna kvantitativno kratkoročno ekonomsko tveganje ocenjevane države (CMSR, 2015, str. 5). Kratkoročni ekonomski indikatorji so rast BDP, inflacija, diverzificiranost izvoznih prilivov, saldo tekočega računa v BDP, stabilnost nacionalne valute, delež proračunskega primanjkljaja v BDP in obrestna mera (CMSR, 2015, str. 5). Skupna ponderirana vrednost kratkoročnih ekonomskih indikatorjev je 30 točk od skupno 100 točk (CMSR, 2015, str. 5). Pri ocenjevanju kratkoročnega finančnega tveganja se uporablja devet osnovnih indikatorjev, na podlagi katerih se izračuna kvantitativno kratkoročno finančno tveganje ocenjevane države (CMSR, 2015, str. 11). Kratkoročni finančni indikatorji vključujejo koeficient servisiranja zunanjega dolga, devizne rezerve, plačila slovenskim partnerjem, odnose z upniki, ocene državnega tveganja s strani svetovnih bonitetnih agencij, kratkoročni dolg ter tri indikatorje, ki se nanašajo na bančni sektor, in sicer zadolženost bank v tujini, kapitalska ustreznost bank in slaba posojila bank (CMSR, 2015, str. 11). Skupna ponderirana vrednost kratkoročnih finančnih indikatorjev je 50 točk od skupno 100 točk (CMSR, 2015, str. 11).

Pri ocenjevanju srednjeročnega ekonomskega tveganja se uporablja sedemnajst osnovnih indikatorjev, na podlagi katerih se izračuna kvantitativno srednjeročno ekonomsko tveganje ocenjevane države (CMSR, 2015, str. 22). Indikatorji so razdeljeni v tri skupine, in sicer notranjeekonomske indikatorje, zunanjeekonomske indikatorje ter indikator bilateralnega sodelovanja Slovenije z ocenjevano državo (CMSR, 2015, str. 22). Skupna ponderirana vrednost srednjeročnih ekonomskih indikatorjev je 50 točk od skupno 100 točk (CMSR, 2015, str. 22). Pri ocenjevanju srednjeročnega finančnega tveganja se uporablja devet osnovnih indikatorjev, na podlagi katerih se izračuna kvantitativno srednjeročno finančno tveganje ocenjevane države (CMSR, 2015, str. 35). Pri srednjeročnih finančnih indikatorjih je večji poudarek na srednjeročnem oziroma dolgoročnem zunanjem dolgu, medtem ko so indikatorji za bančni sektor enaki kot pri kratkoročni oceni finančnega tveganja (CMSR, 2015, str. 35). Pri kvalitativni oceni finančnega tveganja se upošteva tudi kratkoročno zadolženost, zlasti če je ta visoka. Skupna ponderirana vrednost finančnih indikatorjev je 20 točk od skupno 100 točk (CMSR, 2015, str. 35).

4 PRIMERJALNA EMPIRIČNA ANALIZA OCEN DRŽAVNEGA TVEGANJA CMSR Z IZBRANIMI BONITETNIMI AGENCIJAMI

Četrto poglavje v celoti namenjam primerjalni empirični analizi. V nadaljevanju sledi opis predstavitve problema raziskave ter podrobnejša predstavitev držav, ki so zajete v primerjalni empirični analizi, in njihovih ocen državnega tveganja, dodeljenih s strani CMSR, Standard & Poor's, Moody's in Fitch v obravnavanem časovnem intervalu. Predstavitev držav in njihovih ocen upošteva prevedbo vseh ocen na skupno lestvico. Sledijo predpostavke in omejitve analize, primerjava ocen državnega tveganja za vsako državo posebej in ugotovitve raziskave, na koncu poglavja sledita odgovor na raziskovalno vprašanje in diskusija.

4.1 Predstavitev problema raziskave

Ocena državnega tveganja skuša napovedati razvoj dogajanja v državi, tako na političnem kot na ekonomsko-finančnem področju. Ko se oblikujejo perspektive razvoja, se mora pri tem upoštevati tako preteklo dogajanje v državi kot trenutno stanje, upoštevati je treba različne scenarije in jih oceniti glede na njihovo verjetnost nastopa. Kljub uveljavljenim metodologijam za ocenjevanje državnega tveganja se pri določitvi končne ocene in napovedovanju dogodkov ni mogoče izogniti subjektivni presoji analitika oziroma odbora strokovnjakov za ocenjevanje državnega tveganja. Prihodnosti ni mogoče napovedati, zato nekateri kritiki ocenjevanje državnega tveganja, zlasti političnega, imenujejo kar špekulativno ugibanje. Tudi bonitetne agencije same se pred morebitnimi napakami oziroma slabimi napovedmi zavarujejo s tem, da izrecno poudarjajo, da so bonitetne ocene zgolj njihovo mnenje. Pri kvaliteti bonitetne ocene je zato poleg zanesljivih informacij, ki so osnova za izdelavo, izjemno pomembna tudi izkušnost analitika.

Predmet proučevanja analize je primerjava ocen državnega tveganja CMSR z ocenami velikih treh bonitetnih agencij, Standard & Poor's, Moody's in Fitch, na podlagi tega pa skušam oceniti ustreznost metodologije CMSR. Vprašanje je, kaj sploh je dobra in ustrezna metodologija in kakšno uporabno vrednost imajo ocene državnega tveganja, zato je pri ocenjevanju državnega tveganja med drugim pomembno upoštevati tudi to, zakaj se ocena izdeluje, komu je namenjena in kakšen je časovni okvir analize. Dobra bonitetna ocena mora biti določena na podlagi tako kvantitativnega kot kvalitativnega pristopa. Metodologija CMSR se razlikuje od metodologij Standard & Poor's, Moody's in Fitch že po sami uporabi metod ocenjevanja državnega tveganja, različno pa je tudi določanje končnih ocen. Tako glede uporabe metode kot določanja ocen je primerjava med metodologijami velikih treh agencij lažja, podobnosti pa izhajajo iz povezav in prepletenosti pri samem nastanku vseh treh agencij. Da je primerjava metodologij mogoča, v nadaljevanju poglavja določam nekatere predpostavke, ki so nujne za izvedbo primerjalne analize, in predstavljam omejitve analize.

Za primerjavo bonitetnih ocen uporabljam kvantitativno metodologijo, v okviru nje pa kvantitativno metodo zbiranja primarnih podatkov, pridobljenih na podlagi internih virov CMSR (ocene državnega tveganja za izbrane države v obdobju 2003–2015), plačljive baze podatkov Bankscope (zgodovinski pregled bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch) in javno objavljenih ocen ostalih treh bonitetnih agencij. Kriterij za izbor držav za primerjavo državnega tveganja je bil ta, da so to države, ki jih je CMSR v izbranem časovnem obdobju redno spremljal, kar pomeni, da je za vseh sedem držav, to je BiH, Srbijo, Črno goro, Makedonijo, Rusijo, Ukrajino in Belorusijo, izdelal oceno srednjeročnega državnega tveganja vsaj enkrat letno. V letih 2003–2007 so se za vse države enkrat letno izdelovale ocene kratkoročnega tveganja, enkrat letno pa ocene srednjeročnega tveganja, v letih 2008–2015 pa je bila za skoraj vse države ocena srednjeročnega državnega tveganja izdelana dvakrat letno, ocena kratkoročnega državnega tveganja pa enkrat letno. CMSR se pri tem večinoma prilagaja potrebam in zahtevam uporabnikov ocen, predvsem SID banke. Gre za tvegane države, ki so hkrati pomembne gospodarske partnerice, tako na področju blagovne in storitvene menjave kot na področju neposrednih naložb in ostalih višjih oblik sodelovanja.

Pri CMSR so za primerjavo ocen izbrane srednjeročne ocene državnega tveganja, na strani ostalih treh bonitetnih agencij pa CMSR-jevim najbolj primerljive dolgoročne bonitetne ocene v tuji valuti. Kljub različnemu poimenovanju se obe vrsti ocen nanašata na obdobje prihodnjih treh do petih (ali več) let. Ocene z metodo linearne transformacije prevajam na skupno primerljivo lestvico. Za vsako državo posebej za obdobje 2003–2015 predstavljam gibanje vseh dodeljenih ocen CMSR, pri ostalih treh agencijah pa predstavim samo spreminjanje njihovih bonitetnih ocen. Upoštevam mesec in leto dodelitve oziroma spremembe ocene. V primerjalni analizi upoštevam spremembe bonitetnih ocen s strani CMSR, Standard & Poor's, Moody's in Fitch ter jih med sabo s pomočjo linijskih grafikonov primerjam in podam ugotovitve. Na raziskovalno vprašanje odgovarjam s pomočjo analize ujemanja oziroma odstopanja spreminjanja bonitetnih ocen CMSR v primerjavi z ocenami ostalih treh agencij. Ugotovitve analize in priporočila za nadaljnje raziskovanje povzamem v diskusiji.

4.2 Prevedba ocen različnih bonitetnih agencij na skupno primerljivo lestvico

Da bi lahko primerjali in statistično analizirali s črkami izražene bonitetne ocene Standard & Poor's, Moody's in Fitch, različni avtorji navadno z metodo linearne ali nelinearne transformacije ocene treh agencij pretvorijo v numerično lestvico (Bhatia, 2002, str. 8; Canuto et al., 2011, str. 7; Gaillard, 2009, str. 76–77). Glede na relativno veliko podobnost ocen je to najpreprostejša in tudi učinkovita metoda primerjave, zato je uporabljena tudi za potrebe te empirične analize. Povzemam lestvico, ki jo predlaga Tichy (2011, str. 237), saj bom na podlagi te lestvice v primerjavo lažje vključila še ocene državnega tveganja CMSR. Numerične vrednosti od 0 do 20 so dodeljene posamezni kategoriji ocen, pri čemer

ima najvišja ocena AAA oziroma Aaa pripisano numerično vrednost 20. Skladno s tem velja, da nižja kot je numerična vrednost, nižja je bonitetna ocena, pri čemer je numerična vrednost 0 pripisana najslabši bonitetni oceni. Glavna pomanjkljivost te metode je v tem, da se bonitetne ocene ne povečujejo oziroma zmanjšujejo linearno, medtem ko je numerična lestvica linearna. Metoda torej ni popolna, vendar je kljub temu najbolj pogosto uporabljena. Kategorije ocen Standard & Poor's, Moody's, Fitch in CMSR ter prevedbo vseh ocen na skupno numerično lestvico prikazuje Tabela 2.

Tabela 2: Prevedba ocen bonitetnih agencij Standard & Poor's, Moody's in Fitch ter CMSR na skupno numerično lestvico

Standard & Poor's	Moody's	Fitch	CMSR	CMSR (ocena v točkah)	Numerična lestvica
AAA	Aaa	AAA	A	95–100	20
AA+	Aa1	AA+		90–94	19
AA	Aa2	AA		85–89	18
AA-	Aa3	AA-	B	80–84	17
A+	A1	A+		75–79	16
A	A2	A		70–74	15
A-	A3	A-	C	65–69	14
BBB+	Baa1	BBB+		60–64	13
BBB	Baa2	BBB		55–59	12
BBB-	Baa3	BBB-	D	50–54	11
BB+	Ba1	BB+		45–49	10
BB	Ba2	BB		40–44	9
BB-	Ba3	BB-	E	36–39	8
B+	B1	B+		30–35	7
B	B2	B		25–29	6
B-	B3	B-		20–24	5
CCC+	Caa1	CCC+		15–19	4
CCC	Caa2	CCC		10–14	3
CCC-	Caa3	CCC-		5–9	2
CC/C	Ca	CC/C		do vključno 4 točke	1
SD/D	C	RD/D		0	0

Vir: Standard & Poor's Ratings Services, Understanding Standard & Poor's Rating Definitions, 2009, str. 10–11; Moody's Investors Service, Rating Symbols and Definitions, 2016b, str. 6; Fitch Ratings, Sovereign Rating Criteria, 2016b, str. 12; CMSR, Metodologija ocenjevanja državnega tveganja, 2015, str. 42.

CMSR-jeve ocene državnega tveganja so izražene s številom točk od minimalne vrednosti 0 točk do maksimalne vrednosti 100 točk. Večje kot je število doseženih točk, nižje je državno tveganje. CMSR s številom točk ocenjuje tudi posamezne kategorije državnega tveganja, to je političnega, ekonomskega in finančnega, ti trije rezultati pa se nato seštejejo v končno oceno državnega tveganja. Kvantitativno oceno se lahko, če je to potrebno, korigira s kvalitativno oceno. Skupno doseženo število točk se nato razporedi v enega od petih razredov, poimenovanih s črkami A, B, C, D in E, pri čemer A pomeni minimalno

državno tveganje (85–100 točk), B zelo omejeno državno tveganje (70–84 točk), C omejeno državno tveganje (55–69 točk), D visoko državno tveganje (36–54 točk) in E zelo visoko državno tveganje (0–35 točk) (CMSR, 2015, str. 42). V okviru kvalitativne ocene se opiše tudi mesto znotraj razreda, v katerega se je država uvrstila, napoveduje trend gibanja ocene državnega tveganja ter identificira dejavnike, ki bi lahko vplivali na povišanje ali znižanje ocene državnega tveganja.

Umestitev ocen CMSR med ocene treh bonitetnih agencij in pretvorba v numerično lestvico je bila narejena na podlagi širine petih razredov, ki niso enako široki, ocene torej niso linearne. Pri CMSR-jevih ocenah se pri analizi upošteva število doseženih točk znotraj posameznega razreda, v katerega se je država umestila. Tako se npr. oceni, izraženi s skupnim številom točk 42, pripiše numerično vrednost 9.

4.3 Predstavitev obravnavanih držav in njihovih ocen državnega tveganja

V naslednjih podpoglavjih predstavljam sedem izbranih držav, ki jih je CMSR stalno ocenjeval v obdobju od leta 2003 do leta 2015, ter njihove bonitetne ocene s strani CMSR in treh velikih bonitetnih agencij, Standard & Poor's, Moody's in Fitch.

4.3.1 Bosna in Hercegovina

Po metodologiji CMSR se BiH v obdobju 2003–2015 večinoma uvršča v razred D, to je razred z visokim državnim tveganjem, razen v letih 2003, 2004 in 2009 (december), ko se je uvrstila v najnižji razred E, to je razred z zelo visokim državnim tveganjem. Glede na dosežene točke, ki nihajo od najmanj 34 do največ 38, je bila BiH v obravnavanem obdobju dejansko vseskozi na meji med obema razredoma. CMSR posebej ocenjuje tudi tri kategorije državnega tveganja, to je politično, ekonomsko in finančno. Tabela 3 prikazuje spreminjanje posameznih kategorij srednjeročnega državnega tveganja in končnih ocen, ki jih je CMSR dodeljeval BiH v obdobju 2003–2015. V tem obdobju se je srednjeročno politično tveganje BiH močno povišalo, saj je bilo na začetku obdobja ocenjeno z 12 točkami (glede na metodologijo CMSR je to visoko srednjeročno politično tveganje), od junija 2012 naprej pa samo s šestimi točkami (zelo visoko srednjeročno politično tveganje). BiH namreč v tem obdobju ni naredila napredka na področju političnih reform, razmere so se celo poslabšale, saj je država danes politično še bolj nestabilna kot na začetku obravnavanega obdobja.

Notranjepolitični položaj BiH je nestabilen zaradi nesoglasij med tremi najmočnejšimi strankami, ki imajo glede na etnično pripadnost različne interese. Odnosi med obema entitetama, Federacijo BiH in Republiko srbsko, so slabi, stabilnost samega obstoja BiH ogrožajo odcepitvene težnje srbske entitete, medetnično nasilje pa se krepi. Notranjo varnost države ogrožajo tudi pripadniki skrajnih islamističnih gibanj. Nestabilnost

povečujejo še pogoste stavke delavcev, ki so odraz slabega gospodarskega in socialnega položaja države. Problem predstavlja tudi močno razširjena korupcija. Odnose z ostalimi državami v regiji bremenijo nerešena vprašanja skupne zgodovine.

Tabela 3: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za BiH v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Srednjeročno politično tveganje	Srednjeročno ekonomsko tveganje	Srednjeročno finančno tveganje	Končna ocena državnega tveganja	Bonitetni razred	Prevedba ocene CMSR
12/2003	12	14	8	34	E	7
09/2004	12	15	8	35	E	7
11/2005	12	16	9	37	D	8
12/2006	12	16	10	38	D	8
11/2007	10	17	10	37	D	8
06/2008	11	18	9	38	D	8
12/2008	11	18	8	37	D	8
06/2009	11	17	8	36	D	8
12/2009	9	19	7	35	E	7
06/2010	9	19	8	36	D	8
12/2010	9	21	7	37	D	8
06/2011	7	24	7	38	D	8
12/2011	7	22	7	36	D	8
06/2012	6	22	8	36	D	8
12/2012	6	25	7	38	D	8
06/2013	6	24	7	37	D	8
12/2013	6	24	7	37	D	8
06/2014	6	25	7	38	D	8
11/2014	6	22	8	36	D	8
06/2015	6	22	8	36	D	8
12/2015	6	22	8	36	D	8

Vir: CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina (interno gradivo), 2003–2015.

Zaradi neučinkovitosti zveznih ustanov stojijo tako politične kot gospodarske reforme. Med političnimi reformami je najbolj nujna reforma daytonske ustave, saj BiH zaradi tega, ker je uvedla etnično načelo v državno ureditev, ni prava parlamentarna demokracija. Pogajanja glede spremembe ustave so se pod vodstvom EU začela že leta 2006, vendar od takrat ni bilo nobenega napredka, kar zavira približevanje BiH EU. BiH je naredila zanemarljiv napredek v približevanju EU odkar je bil leta 2008 med obema stranema podpisan stabilizacijsko asociacijski sporazum. Ta je stopil v polno veljavo šele 1. junija 2015, do takrat pa se je izvajal samo trgovinski del sporazuma. Ker BiH nujno potrebuje evropska sredstva iz skladov za predpristopno pomoč, je EU v okviru nove strategije do BiH nekoliko omilila zahteve po političnih reforma ter večji poudarek daje zavezanosti h gospodarskim in socialnim reformam. To je omogočilo BiH, da je februarja 2016 vložila uradno prošnjo za članstvo v EU. V BiH še vedno deluje Urad visokega predstavnika

mednarodne skupnosti, ki ima velika pooblastila (tudi pri sprejemanju reform in zakonov), določitev datuma zaprtja urada pa se vseskozi prelaga. Srednjeročno politično tveganje bi se znižalo, če bi prišlo do izboljšanja na vseh omenjenih področjih, zlasti pa na področju institucionalne učinkovitosti.

Visoko politično tveganje povišuje tudi ekonomsko in finančno tveganje. Iz Tabele 3 je razvidno, da se je ekonomsko tveganje v obravnavanem obdobju nekoliko znižalo, vendar glede na metodologijo CMSR ostaja v razredu z visokim tveganjem. V tem razredu je tudi finančno tveganje, in sicer skozi celotno obravnavano obdobje. BiH sama ni zmožna voditi konsistentne gospodarske politike, zato imata na tem področju ključno vlogo EU in MDS. S slednjim BiH sklepa nov sporazum, kar zagotavlja večjo stabilnost in je pozitiven signal za tuje vlagatelje. Glavni poudarek bo na nadaljevanju strukturnih reform, ki bodo izboljšale poslovno okolje in pritegnile tuje vlagatelje, ti pa bi ustvarili nova delovna mesta, s čimer bi se znižala visoka nezaposlenost; nadaljnji fiskalni konsolidaciji, ki bi znižala javnofinančno zadolženost ter izboljšala kvaliteto javnih izdatkov; ter ohranjanju stabilnosti finančnega sektorja in povišanju rasti kreditiranja gospodarstva, pri čemer se ohranja režim valutnega odbora domače valute, ki je doslej pripomogel k večji makroekonomski stabilnosti države. Rast BDP se krepi, inflacija je nizka. Za BiH je značilno tudi zunanjetrgovinsko neravnovesje in primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance. BiH je srednje zadolžena država, delež zunanjega dolga v BDP je okoli 60-odstoten, struktura dolga je ugodna, servisiranje obvladljivo, visoke pa so tudi devizne rezerve.

Tabela 4 prikazuje spreminjanje bonitetnih ocen BiH s strani agencij Standard & Poor's in Moody's. Agenciji BiH v celotnem obravnavanem obdobju uvrščata v špekulativni razred. Moody's je konec februarja 2016 za BiH ohranil oceno B3 (stabilni izgled), Standard & Poor's pa je marca 2016 ohranil oceno B (stabilni izgled). Pri tem agenciji za ohranjanje svojih ocen navajata podobne razloge kot CMSR.

Tabela 4: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za BiH v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Prevedba ocene Standard & Poor's	Prevedba ocene Moody's	Prevedba ocene Fitch
03/2004		B3			5	
05/2006		B2			6	
12/2008	B+			7		
11/2011	B			6		
04/2012		B3			5	

Vir: Bankscope, 2016.

4.3.2 Srbija

Iz Tabele 5 je razvidno spreminjanje ocen CMSR za srednjeročno politično, ekonomsko in finančno tveganje ter končnih ocen srednjeročnega državnega tveganja Srbije v obdobju 2003–2015.

Tabela 5: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za Srbijo v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Srednjeročno politično tveganje	Srednjeročno ekonomsko tveganje	Srednjeročno finančno tveganje	Končna ocena državnega tveganja	Bonitetni razred	Prevedba ocene CMSR
01/2003*	8	13	7	28	E	6
01/2004*	7	13	7	27	E	6
12/2004*	6	13	8	28	E	6
12/2005*	6	14	9	29	E	6
05/2006*	5	12	8	25	E	6
12/2006	5	14	10	29	E	6
12/2007	5	14	10	29	E	6
06/2008	9	15	10	34	E	7
11/2008	10	19	9	38	D	8
06/2009	11	18	8	37	D	8
12/2009	12	21	8	41	D	9
06/2010	13	23	7	43	D	9
12/2010	13	20	8	41	D	9
06/2011	14	23	8	45	D	10
12/2011	14	19	8	41	D	9
06/2012	12	21	8	41	D	9
12/2012	11	22	8	41	D	9
06/2013	11	22	8	41	D	9
12/2013	13	23	8	44	D	9
06/2014	13	25	8	46	D	10
12/2014	13	24	8	45	D	10
06/2015	13	24	7	44	D	9
12/2015	13	27	7	47	D	10

Opomba: *Srbija je bila v letih 2003–2006 še članica države Srbija in Črna gora.

Vir: CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija in Črna gora (interno gradivo), 2003–2006; CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija (interno gradivo), 2006–2015.

Srednjeročno politično tveganje se je v tem obdobju znižalo, k temu pa je prispevalo več dejavnikov. Notranjepolitična stabilnost se je z izstopom najprej Črne gore in nato še Kosova izboljšala, vendar pa odnosi s slednjim niso še urejeni, zato še vedno prispevajo k ohranjanju visoke stopnje političnega tveganja. Srbija je naredila napredek v približevanju EU, hkrati pa ji vseskozi uspeva ohranjati dobre odnose s tradicionalno zaveznico Rusijo, povezuje pa se tudi s Kitajsko in nekaterimi ostalimi izven evropskimi državami. Vlada

sicer upa, da bo pogajanja z EU zaključila do konca leta 2019 ter postala polnopravna članica v letu 2020, vendar je ta ocena preveč optimistična. V okviru pogajanj je namreč tudi zelo občutljiva tema, to je normalizacija odnosov s Kosovom, kjer se bodo še naprej pojavljali zastoji. Notranjepolitični položaj je stabilen, vlada si prizadeva tudi za izboljšanje odnosov z ostalimi državami v regiji. Politično tveganje zvišujejo pogoste stavke delavcev, ki so posledica nepriljubljenih gospodarskih reform, ter kljub določenemu napredku še vedno visoka stopnja korupcije.

Medtem ko je bilo srednjeročno finančno tveganje v celotnem obravnavanem obdobju visoko in ni močno nihalo, pa se je ekonomsko tveganje znižalo in se z zadnjo oceno iz decembra 2015 že približuje razredu z omejenim srednjeročnim ekonomskim tveganjem. Srbija ima srednjeročno dobre izglede za povečanje gospodarske rasti, k trajnostnemu razvoju pa bodo veliko pripomogle strukturne reforme, ki so usmerjene predvsem v izboljšanje poslovnega in investicijskega okolja, ter fiskalna konsolidacija. Gospodarsko politiko bo srednjeročno še naprej nadziral MDS, vlada pa je tudi sama predana izvajanju reform, zato se bo zaupanje domačih in tujih vlagateljev še naprej krepilo. Med najtežjimi ukrepi bo znižanje števila zaposlenih v javni upravi ter dokončanje privatizacije strateških podjetij. Monetarna politika bo ob restriktivni fiskalni politiki lahko bolj sproščena, saj bo inflacija v prihodnjih petih letih ostala v okviru ciljane inflacije centralne banke. Rast izvoza blaga in storitev se krepi in bo po napovedih še naprej višja od rasti uvoza, kar bo nekoliko popravilo zunanjetrgovinsko neravnovesje, tekoči primanjkljaj pa bo v prihodnjih petih letih posledično ostal relativno nizek. Zunanji dolg narašča, vendar bo njegova struktura ostala ugodna (kratkoročni dolg bo ostal nizek). Devizne rezerve so solidne, tuje neposredne naložbe naraščajo, zato vlada ne bo imela težav s pokrivanjem primanjkljajev in servisiranjem zunanjega dolga, ki je bilo tudi v preteklih letih redno.

Končna ocena državnega tveganja se je skladno z opisanimi gibanji v okviru posameznih kategorij tveganja izboljševala. Potem ko je imela Srbija na začetku obravnavanega obdobja samo 28 točk in se je uvrščala v razred z zelo visokim srednjeročnim državnim tveganjem, ima na koncu obdobja 47 točk in se od novembra 2008 uvršča v razred z visokim tveganjem. CMSR srednjeročno pričakuje nadaljnje izboljšanje ocene državnega tveganja, ob predpostavki, da bo vlada ostala stabilna in nadaljevala z zastavljenim programom gospodarskih reform.

Tabela 6 prikazuje spreminjanje bonitetnih ocen Srbije s strani agencij Standard & Poor's, Moody's in Fitch v obdobju 2003–2015. Srbija je bila veskozi v špekulativnem razredu, vendar so bile njene bonitetne ocene v primerjavi z BiH za eno do dve kategoriji boljše. Agencija Standard & Poor's tudi v letu 2016 za Srbijo ohranja bonitetno oceno BB- s stabilnim izgledom ter pričakuje hitrejšo rast gospodarstva, ki jo spodbujajo investicije, od vlade pa pričakuje nadaljevanje začelih strukturnih reform, ki jih podpirata tudi EU in MDS. Izboljšane makroekonomske napovedi in fiskalna konsolidacija znižujejo tveganja, ki jih predstavljajo zunanjetrgovinsko neravnovesje, visok javni in zunanji dolg ter

omejena fleksibilnost monetarne politike. Svojo oceno B1 (pozitivni izgled se je spremenil v stabilni) v letu 2016 ohranja tudi Moody's, ki ima za to podobno utemeljitev kot Standard & Poor's, medtem ko je Fitch sredi junija 2016 izboljšal svojo bonitetno oceno za Srbijo, in sicer z B+ na BB- (stabilni izgled). Fitch že omenjenim pozitivnim indikatorjem dodaja še napredek v pogajanjih z EU, stabilen in dobro kapitaliziran bančni sektor ter izboljšane indikatorje politične stabilnosti, učinkovitosti vlade in izboljšanje kakovosti zakonodaje.

Tabela 6: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Srbijo v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Prevedba ocene Standard & Poor's	Prevedba ocene Moody's	Prevedba ocene Fitch
11/2004	B+			7		
05/2005			BB-			8
07/2005	BB-			8		
03/2011	BB			9		
08/2012	BB-			8		
07/2013		B1			7	
01/2014			B+			7

Vir: Bankscope, 2016.

4.3.3 Črna gora

Tabela 7 prikazuje ocene srednjeročnega tveganja, ki jih je CMSR dodeljeval Črni gori v obdobju 2003–2015. Črna gora je bila do maja 2006 v najslabšem razredu, to je razredu z zelo visokim srednjeročnim državnim tveganjem, po izstopu iz skupne države s Srbijo in ureditvi odnosov med obema stranema, pa se je tveganje znižalo, in sicer zaradi nižjega političnega tveganja, tako da se je Črna gora oktobra 2007 premaknila v razred višje, to je razred z visokim srednjeročnim državnim tveganjem. Srednjeročno politično tveganje se od takrat ni bistveno znižalo. Politična tveganja visoka ohranjata predvsem močno razširjena korupcija ter velik vpliv vladajoče stranke in njenega dolgoletnega vodje in premiera. Črni gori se poleg tega očita slabo vladavino prava, razširjenost gospodarskega in drugega kriminala, netransparentnost postopkov (kot je npr. privatizacija), oviranje opozicije ter kršitve pri izvedbi volitev. Med pozitivnimi indikatorji so približevanje EU, vključitev v Severnoatlantsko zaveznitvo (v nadaljevanju NATO) ter relativno dobri odnosi z ostalimi državami v regiji.

Srednjeročno ekonomsko tveganje se je v obravnavanem obdobju znižalo in je od junija 2009 visoko, medtem ko je finančno, z izjemo junija 2009, vseskozi ocenjeno kot visoko. Pri ocenjevanju državnega tveganja Črne gore velik problem predstavlja pomanjkanje informacij o nekaterih makroekonomskih indikatorjih, zlasti to velja za višino zunanjega dolga zasebnega sektorja. To otežuje določitev ocene finančnega tveganja, kjer so indikatorji o zadolženosti ključni. Ekonomsko in finančno tveganje Črne gore je med

drugim visoko tudi zato, ker gre za državo, ki je močno odvisna predvsem od dveh gospodarskih panog in njenega izvoza, to je turizma, katerega perspektive razvoja so obetavne, in proizvodnje aluminija, ki jo je močno prizadel padec svetovnih cen aluminija in je danes skoraj prekinjena.

Tabela 7: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za Črno goro v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Srednjeročno politično tveganje	Srednjeročno ekonomsko tveganje	Srednjeročno finančno tveganje	Končna ocena državnega tveganja	Bonitetni razred	Prevedba ocene CMSR
01/2003*	8	13	7	28	E	6
01/2004*	7	13	7	27	E	6
12/2004*	6	13	8	28	E	6
12/2005*	6	14	9	29	E	6
05/2006*	5	12	8	25	E	6
10/2007	12	16	9	37	D	8
06/2008	13	16	8	37	D	8
12/2008	14	15	7	36	D	8
06/2009	13	21	6	40	D	9
12/2009	13	17	8	38	D	8
06/2010	13	22	7	42	D	9
12/2010	13	23	7	43	D	9
06/2011	14	23	8	45	D	10
12/2011	14	22	8	44	D	9
06/2012	14	22	7	43	D	9
12/2012	14	21	7	42	D	9
06/2013	14	20	7	41	D	9
12/2013	13	22	7	42	D	9
06/2014	13	22	7	42	D	9
12/2014	13	19	7	39	D	8
12/2015	13	20	8	41	D	9

Opomba: *Črna gora je bila v letih 2003–2006 še članica države Srbija in Črna gora.

Vir: CMSR, *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija in Črna gora (interno gradivo)*, 2003–2006; CMSR, *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora (interno gradivo)*, 2007–2015.

Od velikih treh bonitetnih agencij Črno goro ocenjujeta Standard & Poor's in Moody's, medtem ko je Fitch še ne ocenjuje. V Tabeli 8 prikazujem spremembe ocen prvih dveh agencij v obravnavanem obdobju. Obe agenciji sta maja 2016 izvedli pregled ocene Črne gore. Standard & Poor's je dolgoročno bonitetno oceno v tuji valuti ohranil pri B+ z negativnim izgledom, Moody's pa svojo oceno poslabšal za eno kategorijo na B1 in ohranil negativni izgled. Moody's opozarja predvsem na tveganje večjega fiskalnega neravnovesja (javni dolg bi se zaradi gradnje avtoceste lahko povečal) in povečanje primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance, poleg tega pa je zaskrbljen glede izida parlamentarnih

volitev, ki bodo oktobra 2016. CMSR svojo oceno iz decembra ohranja tudi v letu 2016 ter tako na političnem kot ekonomsko-finančnem področju pričakuje kontinuiteto.

Tabela 8: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Črno goro v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Prevedba ocene Standard & Poor's	Prevedba ocene Moody's	Prevedba ocene Fitch
12/2004	BB			9		
03/2007	BB+			10		
03/2008		Ba2			9	
04/2009		Ba3			8	
03/2010	BB			9		
06/2012	BB-			8		
10/2014		Ba3			8	
11/2014	B+			7		

Vir: Bankscope, 2016.

4.3.4 Makedonija

Makedonija je med obravnavanimi državami Zahodnega Balkana najbolj ocenjena država, tako s strani CMSR kot velikih treh agencij. Tabela 9 prikazuje gibanje srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR. Makedonija se skozi celotno obravnavano obdobje uvršča v bonitetni razred D, to je razred z visokim tveganjem. Iz Tabele 9 je razvidno, da so bile ocene za vse tri kategorije državnega tveganja v obdobju 2003–2015 relativno stabilne.

Srednjeročno politično tveganje Makedonije se je od pomladi 2015 povišalo, država pa se trenutno nahaja v notranjepolitični krizi, zato je CMSR v zadnji oceni politično tveganje zvišal in ga ocenjuje kot zelo visoko. Nesoglasja med glavno vladajočo in glavno opozicijsko makedonsko stranko so globoka, zato se med njima kratkoročno ne pričakuje konstruktivnega dialoga. Politično tveganje Makedonije bodo tudi srednjeročno še naprej zviševale medetnične napetosti med Makedonci in Albanci, ki imajo zaradi svoje številčnosti poseben status in pravice, ki izhajajo iz Ohridskega sporazuma iz leta 2001. Podobno kot takrat bo tudi pri reševanju sedanje politične krize ključna vloga mednarodne skupnosti. EU Makedoniji še ni prižgala zelene luči za začetek pristopnih pogajanj, s čimer bi lahko vplivala na politično dogajanje v Makedoniji, poleg tega ima Makedonija zaradi zaprtja mej beguncem podporo določenih članic EU, ki nasprotujejo politiki odprtih vrat za begunce. Ena od velikih ovir za Makedonijo pri njenem vključevanju v EU in NATO je še vedno nerešen spor z Grčijo glede imena države, kjer se zaradi težkega položaja obeh držav srednjeročno ne pričakuje napredka. Izjemno visoka je tudi stopnja korupcije.

Tabela 9: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za Makedonijo v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Srednjeročno politično tveganje	Srednjeročno ekonomsko tveganje	Srednjeročno finančno tveganje	Končna ocena državnega tveganja	Bonitetni razred	Prevedba ocene CMSR
05/2003	8	26	6	40	D	9
06/2004	7	27	6	40	D	9
06/2005	8	27	7	42	D	9
03/2006	8	27	8	43	D	9
06/2007	9	27	11	47	D	10
06/2008	8	27	10	45	D	10
12/2008	8	24	9	41	D	9
06/2009	10	22	8	40	D	9
12/2009	11	22	7	40	D	9
06/2010	11	22	7	40	D	9
12/2010	11	25	6	42	D	9
06/2011	12	25	7	44	D	9
12/2011	12	25	8	45	D	10
06/2012	11	25	7	43	D	9
12/2012	11	27	7	45	D	10
06/2013	11	26	7	44	D	9
12/2013	11	23	8	42	D	9
06/2014	11	23	7	41	D	9
11/2014	11	23	7	41	D	9
11/2015	9	24	7	40	D	9

Vir: CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija (interno gradivo), 2003–2015.

Notranjepolitična kriza zvišuje tudi ekonomsko tveganje, predvsem kar zadeva nadaljnje izvajanje že začelih gospodarskih reform ter fiskalno konsolidacijo. Finančno tveganje se ni povišalo in ostaja visoko, saj je Makedonija zmerno zadolžena država, svoj zunanji dolg pa redno servisira. Bančni sektor je stabilen. CMSR je končno oceno države nekoliko znižal, vendar Makedonija zaradi še vedno relativno dobrih makroekonomskih napovedi ostaja v bonitetnem razredu D.

V Tabeli 10 prikazujem spremembe dolgoročnih bonitetnih ocen v tuji valuti Standard & Poor's in Fitch za Makedonijo v obdobju 2003–2015. Obe agenciji sta v letu 2016 ohranili svoji oceni. Standard & Poor's je aprila 2016 ohranil bonitetno oceno BB- s stabilnim izgledom, kar utemeljuje s tem, da je gospodarska rast kljub notranjepolitični krizi ostala visoka, to pa znižuje tveganja na fiskalnem področju, kjer proračunski primanjkljaj in javni dolg ostajata obvladljiva. Fitch ohranja oceno BB+ z negativnim izgledom. Po mnenju Fitch so obeti glede prihodnje gospodarske rasti dobri, poslovno okolje je spodbudno za tuje vlagatelje, v primerjavi z ostalimi državami, ki se uvrščajo v to kategorijo ocen, pa so dobri tudi indikatorji kvalitete upravljanja in učinkovitosti vlade. Negativni izgled odraža sedanjo politično nestabilnost ter naraščajoči javni dolg, ki pa je kljub temu še vedno

relativno nizek v primerjavi z ostalimi državami v tem bonitetnem razredu. Moody's Makedonije ne ocenjuje.

Tabela 10: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Makedonijo v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Prevedba ocene Standard & Poor's	Prevedba ocene Moody's	Prevedba ocene Fitch
07/2004	BB			9		
08/2005	BB+			10		
11/2005			BB			9
06/2006			BB+			10
04/2009	BB			9		
05/2013	BB-			8		

Vir: Bankscope, 2016.

4.3.5 Rusija

CMSR Rusijo v celotnem opazovanem obdobju vseskozi uvršča v bonitetni razred D, razred z visokim srednjeročnim državnim tveganjem, kar prikazuje Tabela 11. Glavni razlog za to je visoko srednjeročno politično tveganje, ki ima v končni oceni srednjeročnega državnega tveganja 30-odstotni delež.

V letu 2016 CMSR Rusijo ohranja v istem bonitetnem razredu, vendar se je končno število točk nekoliko zvišalo. Na notranjepolitičnem področju se pričakuje kontinuiteto. Na parlamentarnih volitvah se ponovna zmaga obeta sedanji vladajoči stranki predsednika Putina, njemu pa nov mandat na predsedniških volitvah, ki bodo leta 2018. Srednjeročna politična tveganja zvišuje predvsem negotovost glede Putinovega naslednika, medtem ko je možnost javnih protestov zaradi šibke opozicije manjša. Večja kot notranjepolitična so zunanjepolitična tveganja, ki jih pogojujejo napeti odnosi z Zahodom in z nekaterimi drugimi državami (Turčija) ter sankcije, uvedene proti Rusiji zaradi neizpolnjevanja sporazuma iz Minska (glede ureditve statusa separatističnih regij v Ukrajini). Rusija bo sicer še naprej krepila svoj vpliv v regiji in ostala močno prisotna tudi na Bližnjem vzhodu.

Srednjeročno ekonomsko in finančno tveganje je nekoliko nižje, vendar obe kategoriji ostajata v razredu z visokim tveganjem. CMSR ugotavlja, da trenutno v Rusiji ni politične volje za strukturne reforme, ki pa so hkrati nujne, če želi Rusija srednjeročno diverzificirati svoje gospodarstvo in zmanjšati odvisnost od nafte in plina ter zagotoviti vzdržno rast gospodarstva, ki bi bilo bolj odporno na zunanje šoke. Pozitivno je, da ima Rusija še vedno visoke devizne rezerve in nizek zunanji dolg, kar znižuje finančno tveganje.

Tabela 11: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za Rusijo v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Srednjeročno politično tveganje	Srednjeročno ekonomsko tveganje	Srednjeročno finančno tveganje	Končna ocena državnega tveganja	Bonitetni razred	Prevedba ocene CMSR
03/2003	10	20	9	39	D	8
04/2004	9	20	10	39	D	8
06/2005	9	19	10	38	D	8
11/2006	9	19	11	39	D	8
11/2007	8	19	11	38	D	8
06/2008	9	20	10	39	D	8
11/2008	8	19	10	37	D	8
06/2009	8	18	10	36	D	8
11/2009	8	20	12	40	D	9
06/2010	10	21	12	43	D	9
12/2010	10	23	13	46	D	10
04/2011	9	26	13	48	D	10
12/2011	8	25	13	46	D	10
06/2012	8	24	14	46	D	10
12/2012	7	26	13	46	D	10
06/2013	7	27	12	46	D	10
12/2013	7	28	13	48	D	10
06/2014	6	28	13	47	D	10
12/2014	6	28	10	44	D	9
06/2015	7	26	9	42	D	9
12/2015	9	19	9	37	D	8

Vir: CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija (interno gradivo), 2003–2015.

V Tabeli 12 so prikazane spremembe bonitetnih ocen Rusije s strani velikih treh bonitetnih agencij v obdobju 2003–2015. Rusija je v obdobju 2003–2015 najbolj ocenjena država s strani treh agencij in edina od sedmih obravnavanih držav, ki se je uvrščala tudi v investicijski razred. Standard & Poor's jo je v investicijski razred uvrščal v obdobju od januarja 2005 do januarja 2015, Moody's od oktobra 2003 do februarja 2015, Fitch pa od novembra 2004 do februarja 2015. Vse tri agencije so v letu 2016 ohranile svoje zadnje ocene za Rusijo.

Standard & Poor's ohranja oceno BB+ z negativnim izgledom in meni, da ima Rusija še vedno zadostne devizne rezerve in ostale zunanje blažilce, ki znižujejo tveganja povezana z oteženim dostopom do zunanjega financiranja (ki je močno znižalo zunanji dolg) in znatnim padcem uvoza, ki je posledica recesije in deprecijacije domače valute. Agencija ponovno pozitivno rast BDP pričakuje šele v letu 2017. Negativni izgled je posledica omejenega dostopa do zunanjega financiranja, ki bi lahko ogrozil ekonomsko aktivnost podjetniškega sektorja in delovanje bančnega sektorja ter predstavlja dodaten pritisk na devizne rezerve. Tudi Moody's ohranja negativni izgled pri oceni Ba1. Agencija ocene ni znižala, ker se je gospodarstvo izkazalo za odporno, makroekonomska politika pa se je ob

ponovnemu padcu cen nafte ustrezno odzvala. Fiskalna politika sprejema ustrezne ukrepe, ki bodo do leta 2018 znižali primanjkljaje na raven, ki se bo lahko pokrivala preko financiranja na domačem trgu in preko javnofinančnih rezerv. Negativni izgled je posledica nadaljnjega zniževanja javnofinančnih rezerv (v kontekstu napovedanih cen nafte za prihodnje srednjeročno obdobje), pomanjkljivih ukrepov gospodarske politike za dolgoročno spodbujanje rasti BDP in volilnega obdobja, ko vlada ne bo naklonjena izvajanju težjih reform. Fitch svojo odločitev o ohranitvi dolgoročne bonitetne ocene v tuji valuti pri BBB- z negativnim izgledom utemeljuje s tem, da ima Rusija zadostne rezerve in nizke potrebe po zunanjem financiranju, kljub strukturnim pomanjkljivostim, kot so odvisnost od nafte in plina, nizek potencial za rast, slabo upravljanje in geopolitične napetosti.

Tabela 12: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Rusijo v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Prevedba ocene Standard & Poor's	Prevedba ocene Moody's	Prevedba ocene Fitch
05/2003	BB		BB+	9		10
07/2003		Ba2			9	
10/2003		Baa3			11	
01/2004	BB+			10		
11/2004			BBB-			11
01/2005	BBB-			11		
08/2005			BBB			12
10/2005		Baa2			12	
12/2005	BBB			12		
09/2006	BBB+			13		
07/2006			BBB+			13
07/2008		Baa1			13	
12/2008	BBB			12		
02/2009			BBB			12
04/2014	BBB-			11		
10/2014		Baa2			12	
01/2015	BB+	Baa3	BBB-	10	11	11
02/2015		Ba1			10	

Vir: Bankscope, 2016.

4.3.6 Ukrajina

Iz Tabele 13 je razvidno, da je CMSR Ukrajino v obdobju od junija 2011 do junija 2014 uvrščal v bonitetni razred D, to je razred z visokim tveganjem, v preostanku obravnavanega obdobja pa v najnižji razred E, to je razred z zelo visokim srednjeročnim državnim tveganjem.

Tabela 13: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za Ukrajino v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Srednjeročno politično tveganje	Srednjeročno ekonomsko tveganje	Srednjeročno finančno tveganje	Končna ocena državnega tveganja	Bonitetni razred	Prevedba ocene CMSR
03/2003	8	12	7	27	E	6
03/2004	8	12	8	28	E	6
06/2005	9	12	10	31	E	7
08/2006	10	12	10	32	E	7
09/2007	10	13	10	33	E	7
06/2008	12	14	9	35	E	7
11/2008	11	13	8	32	E	7
06/2009	11	13	8	32	E	7
12/2009	11	12	7	30	E	7
06/2010	13	13	8	34	E	7
12/2010	13	14	7	34	E	7
06/2011	14	15	7	36	D	8
12/2011	14	16	7	37	D	8
06/2012	13	17	9	39	D	8
12/2012	13	17	7	37	D	8
06/2013	13	17	7	37	D	8
12/2013	12	17	7	36	D	8
06/2014	9	15	6	30	E	7
12/2014	8	15	5	28	E	6
06/2015	9	14	5	28	E	6
12/2015	9	15	7	31	E	7

Vir: CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina (interno gradivo), 2003–2015.

Največji vpliv pri preskoku iz razreda E v D je imelo nižje politično tveganje, ki pa se je v ocenah od junija 2014 ponovno povišalo in zelo visoko ostaja tudi še v letu 2016. Razlog za to je v ukrajinski najprej notranjepolitični in nato še zunanjepolitični krizi, katere izvor je v sami razcepljenosti države, saj se polovica nagiba k Rusiji, polovica pa k EU in Zahodu. CMSR ocenjuje, da bo sedanje stanje, ki ne rešuje vprašanja avtonomnosti separatističnih regij, srednjeročno ostalo nerešeno. Tudi morebitne ustavne spremembe bodo težko pomirile napetosti med nasprotujočima si deloma države.

Srednjeročno ekonomsko tveganje je zelo visoko, finančno pa visoko oziroma na meji med visokim in zelo visokim. Gospodarske razmere se bodo postopno normalizirale pod pogojem, da se stabilizirajo tudi razmere na jugovzhodu države, proizvodna in transportna infrastruktura pa obnovita. Zaskrbljujoče je postopno izgubljanje ruskega trga, kar bo srednjeročno zahtevalo temeljito prestrukturiranje proizvodnje. Vodenje gospodarske politike, zlasti fiskalne (javni dolg predstavlja okoli 80 odstotkov BDP), je pod nadzorom MDS, ki za Ukrajino predstavlja ključni vir financiranja. Tveganja v bančnem sektorju so visoka. Zunanje neravnovesje se je zaradi nižjega primanjkljaja na tekočem računu in

manjših obveznosti servisiranja zunanjega dolga popravilo. Zunanji dolg je visok in bo naraščal, vendar bo njegovo servisiranje ostalo obvladljivo.

Tabela 14 prikazuje spremembe bonitetnih ocen Ukrajine s strani Standard & Poor's, Moody's in Fitch v obdobju 2003–2015. Ukrajina je med sedmimi obravnavanimi državami ocenjena najslabše in edina, kateri sta dve agenciji, Standard & Poor's in Fitch, dodelili oceno iz najnižjega razreda, namreč SD (Standard & Poor's) oziroma RD (Fitch), ki pomeni, da se razglša delno nezmožnost poravnavanja obveznosti. V letu 2016 so vse tri agencije ohranile svoje zadnje ocene, ki so navedene v Tabeli 14, vse tri pa svojim ocenam pripisujejo stabilne izgled.

Tabela 14: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Ukrajino v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Prevedba ocene Standard & Poor's	Prevedba ocene Moody's	Prevedba ocene Fitch
06/2003	B		B+	6		7
07/2003		B2			6	
11/2003		B1			7	
07/2004	B+			7		
05/2005	BB-			8		
01/2005			BB-			8
06/2008	B+			7		
10/2008	B		B+	6		7
02/2009	CCC+		B	4		6
05/2009		B2			6	
11/2009			B-			5
03/2010	B-			5		
05/2010	B			6		
07/2010	B+		B	7		6
12/2012	B	B3		6	5	
09/2013		Caa1			4	
11/2013	B-		B-	5		5
01/2014	CCC+	Caa2		4	3	
02/2014	CCC		CCC	3		3
04/2014		Caa3			2	
12/2014	CCC-			2		
02/2015			CC			1
03/2015		Ca			1	
04/2015	CC			1		
08/2015			C			1
09/2015	SD			0		
10/2015	B-		RD	5		0
11/2015		Caa3	CCC		2	3

Vir: Bankscope, 2016.

Standard & Poor's opozarja na visoko politično tveganje, vendar ocenjuje, da bo vladi uspelo sprejeti vsaj reforme, potrebne za dostop do nadaljnjega financiranja MDS. Za leto 2016 agencija pričakuje izboljšanje makroekonomskega položaja, vendar pa hkrati opozarja, da nadaljnje okrevanje gospodarstva ne bo možno brez reform in fiskalne discipline. Vzdržnost notranjega in zunanjega dolga srednjeročno ostaja zaskrbljujoča. Problematičen ostaja tudi bančni sektor. Podobne razloge za ohranitev ocene Caa3 navaja tudi Moody's. Fitch oceno CCC argumentira z visokim političnim tveganjem, katerega posledica je pomanjkanje napredka pri reformah, ta pa je nujen za nadaljnjo finančno pomoč, tako od MDS kot ostalih multilateralnih kreditorjev. Opozarja tudi na visok javni in zunanji dolg, visok nivo slabih posojil v celotnih posojilih bančnega sektorja, depreciacijo domače valute in zunanje neravnovesje. Fitch predvideva, da se konflikt na jugovzhodu države ne bo poglobil, vendar pa kratkoročno še ne bo razrešen.

4.3.7 Belorusija

Kot je razvidno iz Tabele 15 CMSR Belorusijo v obdobju 2003–2015 vseskozi uvršča v najnižji bonitetni razred E, to je razred z zelo visokim tveganjem. Država se je v ta razred na začetku obravnavanega obdobja v večji meri uvrščala zaradi visokega ekonomskega in finančnega tveganja, od julija 2007 naprej pa se je močno povečalo politično tveganje in zmanjšalo ekonomsko, nižje pa je tudi finančno tveganje. Glede na število točk končne ocene državnega tveganja, se država na koncu obdobja in tudi glede na oceno iz leta 2016 počasi približuje razredu višje, to je razredu z visokim tveganjem. CMSR je v letu 2016 še za eno točko znižal srednjeročno politično tveganje, medtem ko srednjeročno ekonomsko in finančno ostajata enaka.

Politično tveganje se je znižalo zaradi ukinitve skoraj vseh sankcij s strani EU in še nekaterih držav ter s tem izboljšanjem odnosov s temi državami. Po drugi strani Belorusija še naprej ohranja dobre odnose z Rusijo, ki jih ne bo ogrozila, saj je od Rusije gospodarsko in finančno precej odvisna. Politična tveganja zvišujejo zatiranje opozicije, velika vpletenost države v gospodarstvo in sam avtoritativni politični režim države. CMSR srednjeročno pričakuje, da bo rahlo modificiran režim s počasno in postopno liberalizacijo gospodarstva ostal na oblasti.

V okviru srednjeročnega ekonomskega tveganja CMSR pričakuje, da bo hitrejša oživitev gospodarstva mogoča šele v drugi polovici leta 2017 in opozarja, da program socialno gospodarskega razvoja za obdobje 2016–2020 ne bo v celoti uresničen. Stanje v javnih financah ni zaskrbljujoče. Tveganja, povezana z zunanjim neravnovesjem, zvišujejo nizke devizne rezerve. V okviru srednjeročnega finančnega tveganja sta višina zunanjega dolga in njegovo servisiranje še obvladljiva, vendar ne brez ruske finančne pomoči. Bančni sektor je šibek.

Tabela 15: Prikaz vseh srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR za Belorusijo v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Srednjeročno politično tveganje	Srednjeročno ekonomsko tveganje	Srednjeročno finančno tveganje	Končna ocena državnega tveganja	Bonitetni razred	Prevedba ocene CMSR
04/2003	10	6	6	22	E	5
07/2004	10	6	5	21	E	5
07/2005	10	7	6	23	E	5
04/2006	10	7	7	24	E	5
07/2007	6	15	7	28	E	6
06/2008	6	17	6	29	E	6
11/2008	7	16	5	28	E	6
06/2009	7	15	7	29	E	6
12/2009	7	15	8	30	E	7
06/2010	6	17	9	32	E	7
12/2010	5	18	9	32	E	7
06/2011	4	18	8	30	E	7
12/2011	4	19	8	31	E	7
06/2012	4	19	9	32	E	7
12/2012	4	20	10	34	E	7
06/2013	4	20	9	33	E	7
12/2013	5	20	8	33	E	7
05/2014	6	19	7	32	E	7
12/2014	7	19	8	34	E	7
06/2015	8	18	7	33	E	7
12/2015	9	18	7	34	E	7

Vir: CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija (interno gradivo), 2003–2015.

V Tabeli 16 so prikazane spremembe bonitetnih ocen Belorusije s strani Standard & Poor's in Moody's, medtem ko je Fitch Belorusijo začel ocenjevati šele februarja 2016. Država je vseskozi v špekulativnem razredu, bonitetne ocene Standard & Poor's in Moody's pa so vse do leta 2015, ko je Moody's Belorusijo ocenil za eno kategorijo slabše, enake. V letu 2016 sta obe agenciji ohranili svoji zadnji dodeljeni oceni (obe s stabilnim izgledom), prikazani v Tabeli 16. Standard & Poor's poudarja, da je zunanje neravnovesje države zaradi visokih potreb po zunanjem financiranju veliko, recesija se bo tudi v letu 2016 še nadaljevala, vendar pa bo Belorusija po njihovih napovedih še naprej dobivala finančno podporo od Rusije, kar znižuje tveganja. Moody's izpostavlja izboljšano zunanjo likvidnost, in sicer zaradi večje mednarodne podpore, nižjega tekočega primanjkljaja in bolj fleksibilnega režima deviznega tečaja. Podpira tudi začetek fiskalnih in strukturnih reform, ki bodo srednjeročno pripomogle k izboljšanju gospodarskega položaja. Fitch je februarja 2016 Belorusijo ocenil prvič in ji dodelil dolgoročno bonitetno oceno v tuji valuti B- s stabilnim izgledom. Fitch v svoji obrazložitvi ocene poudarja, da je za državo značilno visoko zunanje neravnovesje in v preteklosti pogosto nekonsistentna gospodarska, zlasti fiskalna, politika, katere posledica so bila velika javnofinančna neravnovesja. Država nima ustrezne srednjeročne strategije gospodarskega razvoja, ki bi pripeljala do vzdržne rasti BDP. Fitch

opozarja tudi na neučinkovitost javnega upravljanja, visoko vpletenost države v gospodarstvo in šibek bančni sektor.

Tabela 16: Prikaz sprememb bonitetnih ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Belorusijo v obdobju 2003–2015

Mesec/leto	Standard & Poor's	Moody's	Fitch	Prevedba ocene Standard & Poor's	Prevedba ocene Moody's	Prevedba ocene Fitch
08/2007	B+	B1		7	7	
03/2011	B	B2		6	6	
07/2011		B3			5	
09/2011	B-			5		
06/2013		B3			5	
04/2015		Caa1			4	

Vir: Bankscope, 2016.

4.4 Predpostavke analize

Za primerjavo ocen državnega tveganja CMSR sem izbrala velike tri svetovne bonitetne agencije. Standard & Poor's, Moody's in Fitch so bile izbrane zato, ker so največje in najbolj vplivne bonitetne agencije na svetu, uporaba njihovih ocen pa je vsesplošna, pogosto zakonsko zahtevana in prepoznavna. Predpostavka je, da so njihove metodologije zaradi tradicije in uveljavljenosti tudi merilo za kakovost.

Za primerjavo srednjeročnih ocen državnega tveganja CMSR in ocen Standard & Poor's, Moody's in Fitch sem pri slednjih izbrala dolgoročno bonitetno oceno države v tuji valuti, vendar pa ta dejansko predstavlja oceno državnih obveznic. Ker državne obveznice danes predstavljajo dobrih 40 odstotkov vseh izdanih obveznic na globalnem trgu, njihova ocena pa sporoča, kakšna je kreditna sposobnost države, predpostavljam, da so zato najboljši približek oceni državnega tveganja. Dolgoročne bonitetne ocene treh agencij se večinoma nanašajo na obdobje prihodnjih treh do petih (in več) let, enako pa velja za ocene srednjeročnega državnega tveganja pri CMSR, zato je primerjava med obema vrstama ocen smiselna. CMSR sicer pri svoji končni kvantitativni oceni državnega tveganja za razliko od velikih treh agencij ne dodeljuje obetov, vendar pa so ti v kvalitativni oceni, to je v strokovnem tekstu, zajeti. Pri prevedbi vseh štirih vrst ocen na skupno primerljivo linearno lestvico predpostavljam, da so tudi bonitetne ocene linearne.

Ena od držav, ki jih je CMSR v obravnavanem obdobju redno spremljal, kar je bil tudi kriterij za izbor, je do leta 2006 še skupna država Srbija in Črna gora, ki se je nato razcepila na dve državi, Srbijo in Črno goro. V analizi ju obravnavam ločeno in predpostavljam, da sta imeli takrat, ko sta bili še združeni, enako stopnjo državnega tveganja.

Ustreznost metodologije CMSR preverjam na podlagi analize gibanja sprememb ocen državnega tveganja s strani Standard & Poor's, Moody's in Fitch ter CMSR in podobnosti v višini ocen. Predpostavljam, da je metodologija CMSR dobra, če so njene ocene in trend spreminjanja ocen podobni ostalim trem agencijam.

4.5 Omejitve analize

Prva omejitev primerjalne empirične analize izhaja iz samega izbora držav in v povezavi s tem z razpoložljivostjo bonitetnih ocen. Izbor držav je bil narejen na podlagi tega, katere države je CMSR redno spremljal, vendar pa to niso nujno države, ki bi jih tudi bonitetne agencije redno spremljale. Večinoma gre za bolj tvegane države, od katerih so bile nekatere na začetku opazovanega obdobja še v procesu tranzicije in preoblikovanja. To velja za Srbijo in Črno goro, ki sta bili do leta 2006 v skupni državi. Zaradi potreb analize sta bili obravnavni ločeno skozi celotno obravnavano obdobje, to je od leta 2003 do leta 2015, v času skupne države, pa je bila vsaki državi posebej dodeljena enaka ocena. Ta bi bila seveda lahko različna, če bi se ocenjevali ločeno. Določenih držav nekatere od treh agencij ne ocenjujejo. Vse tri agencije ocenjujejo Srbijo, Rusijo in Ukrajino, Fitch ne ocenjuje BiH, Črne gore in Belorusije (Fitch je Belorusijo prvič ocenil februarja 2016), Moody's pa ne ocenjuje Makedonije. Problem je tudi razpoložljivost ocen za celotno obravnavano obdobje. Samo Rusija in Ukrajina sta bili s strani vseh treh agencij ocenjevani v celotnem obravnavanem obdobju. Pomanjkanje ocen vsekakor ovira primerjalno analizo in otežuje pridobitev kakovostnih rezultatov.

Druga omejitev izhaja iz izbora vrste ocen za primerjavo državnega tveganja. Dolgoročne bonitetne ocene držav treh velikih bonitetnih agencij so osnovane na analizi dejavnikov, za katere bonitetne agencije menijo, da bodo vplivali na pripravljenost in sposobnost vlade, da redno in v celoti servisira svoj dolg, kar je ožja definicija od samega državnega tveganja, ki vključuje tudi analizo geopolitičnih tveganj države, ki ravno tako vplivajo na vlado, da servisira svoj dolg (Ramady, 2014, str. 10). Medtem ko agencija Moody's tega ne poudarja izrecno, pa Standard & Poor's in Fitch v opisu svojih kriterijev dodeljevanja bonitetnih ocen izrecno poudarjata, da njihove bonitetne ocene niso ocene državnega tveganja, so pa dober približek (Heinrichs & Stanoeva, 2013, str. 1; Fitch Ratings, 2016b, str. 3). Vse tri bonitetne agencije delno sicer upoštevajo tudi politična tveganja, vendar je ena od glavnih kritik, namenjenih njihovim metodologijam ravno ta, da se preveč zanašajo na statistične modele in kvantitativne indikatorje ter premalo upoštevajo kvalitativni pristop.

Tretja omejitev je metodološka. CMSR pri določanju ocen državnega tveganja uporablja kombinacijo prilagojene metode kontrolnega seznama in strukturirane kvalitativne metode, metodologije Standard & Poor's, Moody's in Fitch pa so osnovane na statistično-matematičnem modelu, pri čemer se končno oceno korigira še s kvalitativnimi indikatorji. Vprašanje je, kako se lahko primerja različne metodologije, pri čemer podrobnosti metodologij velikih treh agencij niso v celoti javno dostopne. Primerjava bi bila dobra, če

bi bili pri vseh metodologijah poznani konkretni indikatorji in zlasti njihova teža v končni oceni, saj bi bil tako znan vpliv določenih indikatorjev na končno oceno in s tem razlike v metodologijah. Primerjati bi bilo mogoče sam izbor indikatorjev med štirimi metodologijami in njihovo težo. Poleg tega premoč velikih treh agencij na trgu ne pomeni nujno, da so ravno njihove metodologije najbolj kvalitetne in najbolj ustrezne.

Z metodologijami je povezana tudi četrta omejitev, ki se nanaša na prevedbo ocen na skupno lestvico. Medtem ko so ocene velikih treh bonitetnih agencij dokaj podobne in zato relativno lahko primerljive, pa ima CMSR povsem drugačen način razvrščanja končnih ocen državnega tveganja. Velike tri agencije imajo 21 različnih razredov tveganja, CMSR pa končno oceno državnega tveganja razvrsti v enega od petih razredov, katerih poimenovanje se prav tako razlikuje od poimenovanja kategorij pri ostalih treh bonitetnih agencijah. Ocene so bile prevedene na enotno numerično lestvico, pri čemer je pomanjkljivost te metode v tem, da je numerična lestvica linearna, ocene pa ne.

Zadnji dve omejitvi sta povezani z informacijsko in kadrovsko omejenostjo. CMSR se ne more primerjati z velikimi tremi agencijami, ne na informacijskem, ne na kadrovskem področju. Razpoložljivost in izbira virov informacij za kvantitativne in kvalitativne indikatorje predstavlja omejitev pri ocenjevanju državnega tveganja za vse bonitetne agencije. Medtem ko imajo Standard & Poor's, Moody's in Fitch dostop do številnih, tudi plačljivih virov informacij, poleg tega pa neposreden dostop do zaupnih informacij od vlad in državnih institucij samih, kar izhaja iz modela »izdajatelj plača«, pa je CMSR na tem področju bistveno bolj omejen.

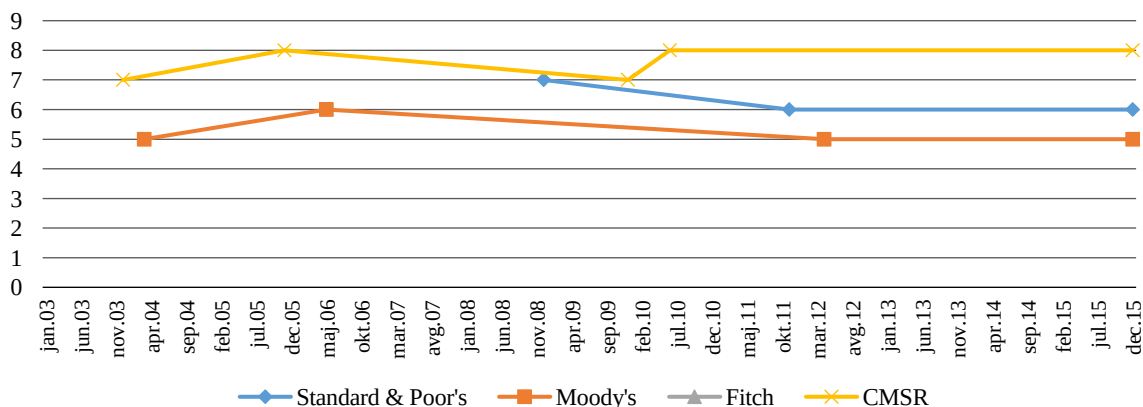
4.6 Primerjava ocen državnega tveganja in ugotovitve analize

Da je primerjava ocen državnega tveganja CMSR in bonitetnih agencij Standard & Poor's, Moody's in Fitch sploh možna, so bile ocene držav v poglavju 4.2 prevedene na skupno numerično lestvico, upoštevajoč linearno transformacijo. Primerjava gibanja sprememb ocen je najbolj ilustrativna s pomočjo linijskih grafikonov, ki so prikazani v Sliki 1 do Sliki 7 in za vsako državo posebej prikazujejo spreminjanje ocen državnega tveganja CMSR in ostalih treh bonitetnih agencij.

Slika 1 prikazuje, kdaj in kako so se spreminjale ocene državnega tveganja BiH v obdobju 2003–2015. Do decembra 2008 se lahko primerja le oceni CMSR in Moody's. CMSR je BiH vseskozi ocenjeval bolje kot Moody's, razlika pa je bila najprej dva razreda numerične lestvice, od junija 2010 pa tri. Tako CMSR kot Moody's sta bonitetno oceno najprej zvišala, in sicer CMSR novembra 2005, Moody's pa maja 2006, kasneje pa ponovno znižala, CMSR decembra 2009, Moody's šele aprila 2012. Medtem ko je Moody's do konca obravnavanega obdobja svojo oceno ohranil, pa jo je CMSR junija 2010 povišal za en razred numerične lestvice. Standard & Poor's je BiH prvič ocenil decembra 2008 in ji dodelil za en razred boljšo oceno kot Moody's in za en razred slabšo kot CMSR. Agencija

je nato svojo oceno novembra 2011 znižala za en razred numerične lestvice, tako da je končna razlika med oceno CMSR in Standard & Poor's dva razreda numerične lestvice. Fitch BiH ne ocenjuje.

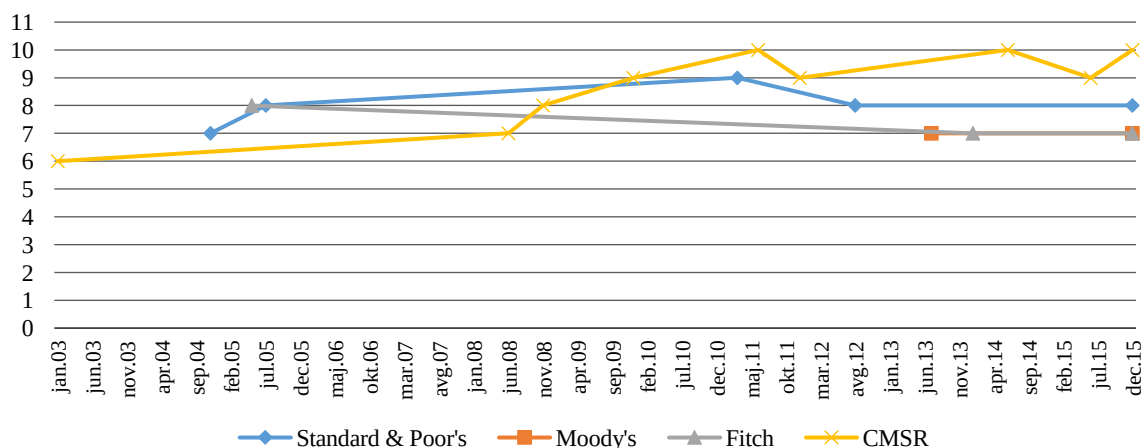
Slika 1: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za BiH v obdobju 2003–2015



Vir: CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina (interno gradivo), 2003–2015; Bankscope, 2016.

V Sliki 2 so prikazane spremembe ocen državnega tveganja Srbije v obdobju 2003–2015.

Slika 2: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za Srbijo v obdobju 2003–2015



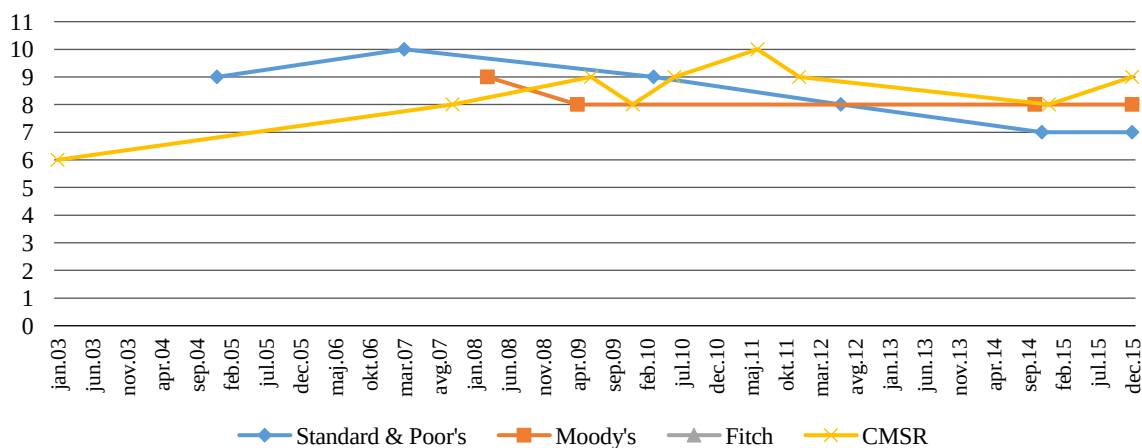
Vir: CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija in Črna gora (interno gradivo), 2003–2006; CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija (interno gradivo), 2006–2015; Bankscope, 2016.

CMSR je Srbijo do decembra 2009 ocenjeval slabše kot agenciji Standard & Poor's in Fitch, razlika pa je bila v enem razredu numerične lestvice. Od decembra 2009 je ocena

CMSR vseskozi višja od ocen ostalih treh agencij, največja razlika pa so bili trije razredi numerične lestvice. Junija 2011 je CMSR oceno zvišal še za en razred, in sicer na 10, kar je tudi najvišja ocena, ki jo je CMSR Srbiji v obdobju 2003–2015 dodelil trikrat, drugič junija 2014 in tretjič decembra 2015. Moody's je Srbijo prvič ocenil šele julija 2013 in ji dodelil oceno 7. Od ostalih treh agencij je Srbijo v tem obdobju najbolje ocenjeval Standard & Poor's (najvišja ocena je bila 9, in sicer marca 2011), ocene ostalih dveh agencij pa so bile nižje samo za en razred numerične lestvice.

Slika 3 prikazuje, kdaj in kako so se spreminjale ocene državnega tveganja, ki so jih Črni gori v obdobju 2003–2015 dodeljevali CMSR, Standard & Poor's in Moody's. Ocene vseh treh agencij so se gibale dokaj podobno. Na začetku je Standard & Poor's Črno goro ocenjeval bolje kot CMSR, vendar pa je treba pri oceni CMSR upoštevati, da ocena velja za takrat še skupno državo Srbijo in Črno goro, ki je imela zaradi višjih političnih tveganj nižjo oceno. Po osamosvojitvi Črne gore se je ocena CMSR zvišala za dva razreda numerične lestvice, od junija 2010 pa CMSR Črno goro ocenjuje bolje ali enako kot ostali dve agenciji. Ocena Standard & Poor's se je v tem obdobju znižala, in sicer z najvišje ocene 10 iz marca 2007 na oceno 7 na koncu obravnavanega obdobja. Moody's je zadnji začel spremljati Črno goro. Marca 2008 ji je dodelil oceno 9, upoštevajoč numerično lestvico, aprila 2009 pa jo je znižal na 8, kjer je ocena ostala do konca obravnavanega obdobja.

Slika 3: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za Črno goro v obdobju 2003–2015

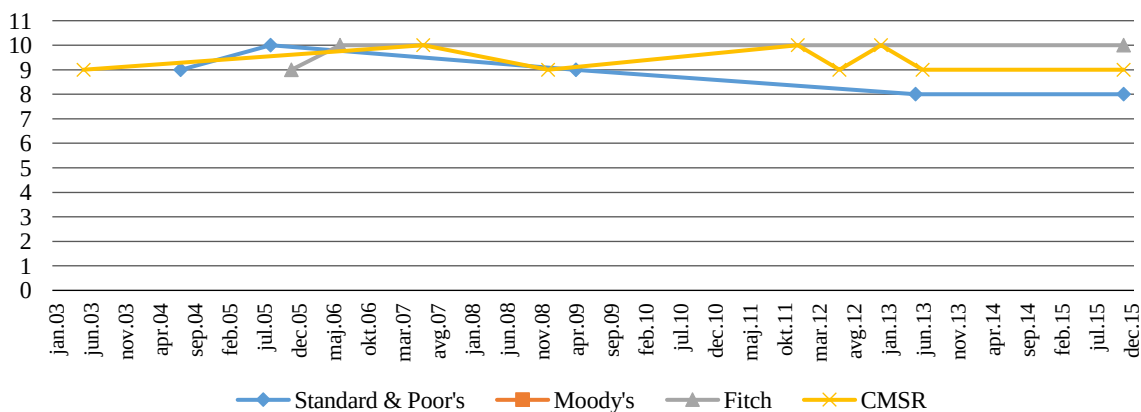


Vir: CMSR, *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija in Črna gora (interno gradivo)*, 2003–2006; CMSR, *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora (interno gradivo)*, 2007–2015; Bankscope, 2016.

V Sliki 4 so prikazane ocene CMSR, Standard & Poor's in Fitch za Makedonijo v obdobju 2003–2015. Ocene vseh treh agencij se za Makedonijo med vsemi obravnavanimi državami med sabo še najmanj razlikujejo. Makedonija je do maja 2013, ko je Standard &

Poor's svojo oceno znižal na 8, s strani vseh treh agencij ocenjevana z 9 ali 10. CMSR in Fitch sta tudi v preostanku obravnavanega obdobja nihala med tema dvema ocenama, Standard & Poor's pa je oceno 8 ohranil do konca leta 2015.

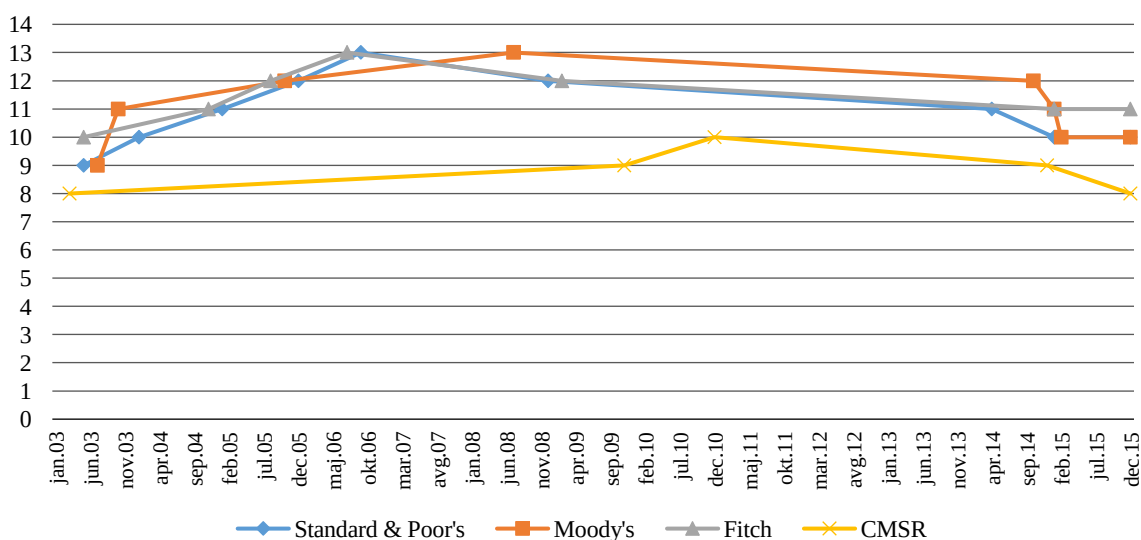
Slika 4: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za Makedonijo v obdobju 2003–2015



Vir: CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija (interno gradivo), 2003–2015; Bankscope, 2016.

Slika 5 prikazuje spremembe ocen CMSR, Standard & Poor's, Moody's in Fitch za Rusijo v obdobju 2003–2015.

Slika 5: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za Rusijo v obdobju 2003–2015

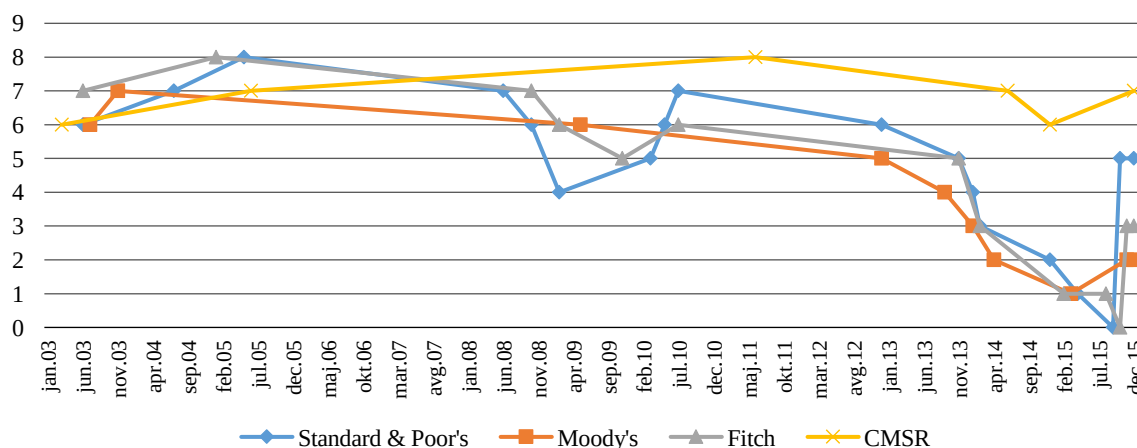


Vir: CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija (interno gradivo), 2003–2015; Bankscope, 2016.

Iz grafikona je jasno razvidno, da je bila ocena CMSR za Rusijo v celotnem obdobju vseskozi nižja od ocen ostalih treh agencij, in sicer za največ pet razredov numerične lestvice. Ocene CMSR so bile od decembra 2010 naprej bližje ocenam ostalih treh agencij, razlika med ocenami CMSR in ocenami ostalih treh agencij pa se je znižala in je do konca obravnavanega obdobja znašala največ dva razreda numerične lestvice. Iz Slike 5 je jasno razvidna tudi velika podobnost med ocenami Standard & Poor's, Moody's in Fitch. Spreminjanje njihovih ocen je zelo podobno, ocene pa se med sabo bodisi prekrivajo, so torej enake, ali pa se razlikujejo za največ en razred numerične lestvice.

V Sliki 6 prikazujem, kdaj in kako so se spreminjale ocene državnega tveganja Ukrajine v obdobju 2003–2015. Ocenjevale so jo vse štiri agencije. Ocena CMSR se od ocene ostalih treh agencij najbolj razlikuje in odstopa za največ šest razredov numerične lestvice, hkrati pa najmanj niha. V celotnem obdobju se je spremenila za največ 2 razreda numerične lestvice. Junija 2011 je dosegla najvišjo oceno 8, ki se je nato junija 2014 znižala na 7, decembra 2014 pa na 6. Decembra 2015 je CMSR oceno Ukrajine izboljšal na 7. Ocena Moody's je od novembra 2003, ko je bila določena pri vrednosti 7, padala ter najnižjo vrednost dosegla marca 2015 pri oceni 1, upoštevajoč numerično lestvico. Moody's je na koncu obravnavanega obdobja oceno zvišal na 2. Izrazita podobnost obstaja med ocenami Standard & Poor's in Fitch. Ocene teh dveh agencij so se gibale zelo podobno, agenciji pa sta svoje ocene zviševali oziroma zniževali v razmiku nekaj mesecev in za enak razpon. Ti dve agenciji sta bili tudi edini, ki sta Ukrajini podelili najslabšo oceno 0, in sicer Standard & Poor's septembra 2015, Fitch pa oktobra 2015. Na koncu obravnavanega obdobja med ocenama obeh agencij pride do večje razlike, saj je Standard & Poor's za Ukrajino od oktobra 2015 obdržal oceno 5, Fitch pa od novembra 2015 oceno 3.

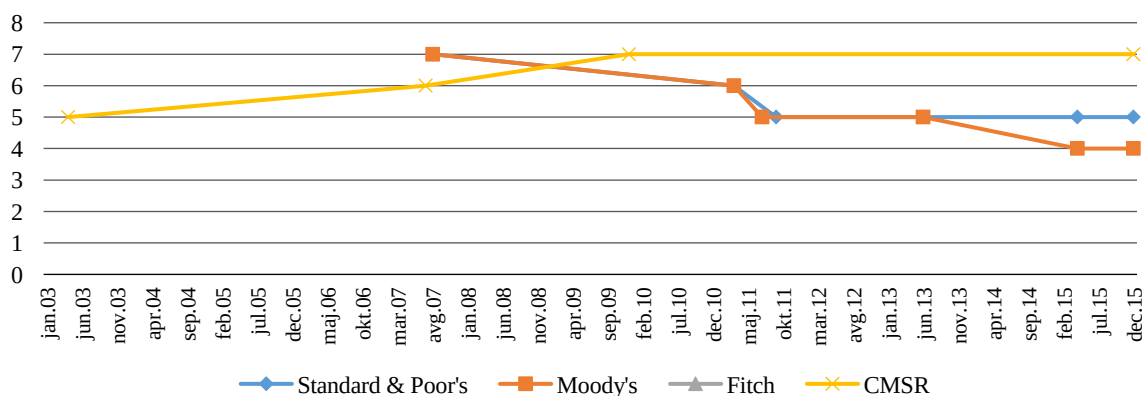
Slika 6: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za Ukrajino v obdobju 2003–2015



Vir: CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina (interno gradivo), 2003–2015; Bankscope, 2016.

Slika 7 prikazuje, kdaj in kako so se spreminjale ocene državnega tveganja Belorusije v obravnavanem obdobju. CMSR je oceno srednjeročnega državnega tveganja Belorusije zvišal dvakrat, in sicer julija 2007 za eno stopnjo numerične lestvice (na 6) in decembra 2009 še za eno stopnjo (na 7). Standard & Poor's in Moody's sta Belorusijo začela ocenjevati avgusta 2007, njune ocene pa se povsem pokrivajo do aprila 2015, ko je Moody's oceno Belorusije zniža za eno stopnjo numerične lestvice, Standard & Poor's pa je svojo oceno obdržal nespremenjeno. Na koncu obravnavanega obdobja je razlika med oceno CMSR in oceno Standard & Poor's dva razreda numerične lestvice, med oceno CMSR in Moody's pa tri.

Slika 7: Prikaz gibanja sprememb ocen državnega tveganja za Belorusijo v obdobju 2003–2015



Vir: CMSR, Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija (interno gradivo), 2003–2015; Bankscope, 2016.

Upoštevajoč natančno poznavanje metodologije CMSR in zaradi zaupnosti samo delno poznavanje metodologij ostalih treh agencij, predpostavljam, da je razlika v ocenah med CMSR ter Standard & Poor's, Moody's in Fitch za sedem obravnavanih držav posledica predvsem dveh dejavnikov. Prvi je politično tveganje, ki je v metodologiji CMSR pri srednjeročnem ocenjevanju državnega tveganja dokaj močno zastopano, saj predstavlja 30 odstotkov končne ocene. Poleg tega se tudi pri ocenjevanju ekonomskega tveganja pri nekaterih indikatorjih upošteva kvalitativen pristop in delno tudi vpliv političnega tveganja (npr. pri formuliranju in izvajanju gospodarske politike). Drugi dejavnik, ki je bolj specifičen in mogoče zato še pomembnejši, pa je upoštevanje bilateralne komponente v metodologiji CMSR. Ta namreč v vseh treh kategorijah državnega tveganja, političnem, ekonomskem in finančnem, upošteva bilateralno sodelovanje Slovenije z izbrano državo. Vsi trije indikatorji so kvalitativni. Pri srednjeročnem političnem tveganju se ocenjuje nivo političnih in gospodarskih odnosov med Slovenijo in ocenjevano državo, pregleda podpisane bilateralne sporazume, analizira morebitna nerešena meddržavna vprašanja ipd., skuša pa se ugotoviti, ali ti indikatorji bilateralno sodelovanje pospešujejo ali zavirajo. V okviru srednjeročnega ekonomskega tveganja se upošteva indikator, ki prikazuje raven in

kvaliteto bilateralnih odnosov s Slovenijo ter prisotnost oziroma odsotnost vzpostavitve institucionalnega sodelovanja med državama. Pri srednjeročnem finančnem tveganju pa ima dokaj značilno težo indikator plačil slovenskim partnerjem, ki prikazuje s kakšno zamudo ali zamikom prihajajo plačila za izvršeni izvoz blaga in storitev.

Analiza ocen CMSR in bonitetnih agencij Standard & Poor's, Moody's in Fitch, prikazanih v linijskih grafikonih, pokaže, da so ocene državnega tveganja CMSR v primeru držav Zahodnega Balkana od ocen ostalih treh bonitetnih agencij odstopale za največ tri razrede numerične lestvice. Trend gibanja ocen je bil podoben, države Zahodnega Balkana pa je CMSR ocenjeval bodisi bolje od ostalih treh agencij (BiH, Srbija) bodisi zelo podobno (Črna gora, Makedonija). Predpostavljam, da ima CMSR pri ocenjevanju teh štirih držav zaradi skupne zgodovine Slovenije z njimi, zelo dobro poznavanje razmer in dostop do zanesljivih virov informacij, bilateralna komponenta v metodologiji CMSR pa pripomore k bolj realni končni oceni državnega tveganja z vidika slovenskega uporabnika. Pri ocenjevanju Rusije, Belorusije in Ukrajine so razlike v ocenah večje. Največja razlika je bila zabeležena pri Ukrajini, in sicer šest razredov numerične lestvice. Pri Rusiji in Belorusiji je bila največja razlika pet razredov numerične lestvice. Rusija je bila v celotnem obravnavanem obdobju vseskozi ocenjena slabše, Ukrajina in Belorusija pa večinoma bolje. Razlog za to je delno v upoštevanju bilateralne komponente v metodologiji, delno pa teže političnega tveganja v končni oceni. Ocene CMSR so pri teh treh državah v nasprotju s prvimi štirimi tudi bistveno manj nihale v celotnem obravnavanem obdobju. Ne nazadnje do razlik med ocenami prihaja tudi zaradi dejstva, da se pri ocenjevanju državnega tveganja, zlasti pri kvalitativnih indikatorjih, ni mogoče izogniti subjektivni presoji analitika, ki oceno pripravlja, in odbora strokovnjakov za ocenjevanje državnega tveganja, ki jo potrdi. Če bi imeli možnost analize po posameznih kategorijah tveganja, to je političnem, ekonomskem in finančnem, predpostavljam, da bi bile razlike med ocenami CMSR in ostalih treh agencij pri ocenjevanju ekonomskega in finančnega tveganja manjše. Pri merjenju teh dveh kategorij se namreč upošteva predvsem kvantitativen pristop, vse štiri agencije pa imajo na razpolago iste uradne podatke za ekonomske in finančne indikatorje. Glede na pregled vseh štirih metodologij se za merjenje teh dveh kategorij uporabljajo podobni indikatorji, neznana pa je njihova ponderacija.

Pokaže se, da je tudi CMSR, podobno kot Standard & Poor's, Moody's in Fitch, nagnjen k temu, da počasi in ne izrazito spreminja ocene državnega tveganja, bodisi navzgor bodisi navzdol. Analiza linijskih grafikonov pokaže tudi to, da so si ocene ostalih treh agencij, še posebej izrazito Standard & Poor's in Fitch, med sabo zelo podobne, razlika med njihovimi ocenami je večinoma samo en razred numerične lestvice, izjemoma dva (tak primer je le pri Ukrajini in Makedoniji). To potrjuje enega od očitkov, ki letijo na velike tri bonitetne agencije, namreč to, da agencije pri dodeljevanju bonitetnih ocen čakajo, kaj bo storila ena od njih, drugi dve pa nato bolj ali manj sledita oceni prve. Bonitetnim agencijam se očita tudi to, da s prilagoditvijo bonitetne ocene odlašajo predolgo in raje čakajo, kaj se bo

zgodilo, ter se tako izogibajo nevhvaležnim napovedim. Slednje bi delno lahko veljalo tudi za CMSR.

4.7 Odgovor na raziskovalno vprašanje in diskusija

V magistrskem delu sem skušala odgovoriti na sledeče **raziskovalno vprašanje**:

RV 1: Ali je ocenjevanje državnega tveganja po metodologiji CMSR primerljivo z metodologijami izbranih bonitetnih agencij?

Ob upoštevanju predpostavk in omejitev analize ter ob ugotovitvah primerjalne empirične analize, lahko trdim, da je odgovor na raziskovalno vprašanje, ki sem ga obravnavala v magistrskem delu, pritrdilen. Med ocenami CMSR in ocenami bonitetnih agencij Standard & Poor's, Moody's in Fitch ne prihaja do izrazitih razlik (razlike med ocenami so nekoliko višje le pri treh državah), trend spreminjanja ocen, razviden iz linijskih grafikonov, pa je za vse štiri agencije pri vseh sedmih državah podoben. Ocenjevanje državnega tveganja po metodologiji CMSR je torej primerljivo z metodologijami velikih treh agencij, Standard & Poor's, Moody's in Fitch.

Ob samem raziskovalnem vprašanju se poraja vprašanje, kaj sploh je ustrezna metodologija in kako tveganja, zlasti politična, sploh kvantificirati. Političnega tveganja se pri metodologijah ocenjevanja državnega tveganja ne sme zanemariti, saj posredno ali neposredno vpliva tudi na ekonomsko in finančno tveganje, vendar pa je njegovo ocenjevanje dokaj subjektivno, napovedovanje perspektiv političnega razvoja pa težka naloga. Kljub številnim definicijam in opredelitvam koncept političnega tveganja še vedno ni povsem določen, enako velja za njegovo merjenje. Pri političnem tveganju, bodisi da gre za oceno makro političnega tveganja bodisi za oceno mikro političnega tveganja (to je političnega tveganja, ki vpliva na podjetje ali projekt in je sektorsko specifično tveganje), se kljub številnim poskusom merjenja le-tega z različnimi metodami in indikatorji nikakor ni možno izogniti, še več, zanesti se je treba predvsem na človeško presojo ocenjevalca oziroma analitika ter odbora strokovnjakov za ocenjevanje državnega tveganja.

Politično tveganje tudi danes ostaja zelo pomemben dejavnik za mednarodnega vlagatelja. Če se je v preteklosti politično tveganje povezovalo predvsem z nerazvitimi državami, državami v razvoju in hitro rastočimi državami, pa to danes, po razvoju dogodkov od zadnje svetovne finančne krize, ne velja več. Tudi v najbolj razvitih državah so se v zadnjih letih politična tveganja okrepila, tako v Evropi, kot v ZDA (terorizem, vzpon desnice, razdružitvene težnje), k temu pa je poleg krize doprinesla tudi hitra globalizacija, čedalje večja povezanost finančnih trgov in večja verjetnost prelitja lokalnih kriz na globalne trge. Dominantno vlogo t.i. Zahoda že ogrožajo hitro rastoče države, kot sta Kitajska in Indija, katerih politična vloga se kot posledica hitrega gospodarskega razvoja krepi. To se kaže tudi na finančnih trgih. Države, kot sta Kitajska in Rusija, se ne želijo več

podrežati pravilom starega brettonwoodskega sistema, v katerem je očitna prevlada ZDA, in si v zadnjih letih bolj aktivno prizadevajo za spremembo sistema. Poleg tega ustanavljajo tudi svoje bonitetne agencije, ki se med sabo povezujejo ter skušajo zmanjšati moč velikih treh bonitetnih agencij. Njihove ocene državnega tveganja, predvsem razvitih držav, velikokrat izrazito odstopajo od ocen uveljavljenih treh velikih agencij, vprašanje pa je, katere ocene so bolj realne.

Subjektivna presoja je prisotna tudi pri samem razvijanju metodologij ocenjevanja državnega tveganja in merjenju posameznih kategorij tveganja, pri čemer je eden glavnih izzivov izbor indikatorjev in njihova ponderacija. Da bi dobili čim bolj realno oceno državnega tveganja je treba pri izboru indikatorjev upoštevati ravnovesje med indikatorji za merjenje političnega tveganja in indikatorji za merjenje ekonomskega in finančnega tveganja. Uporaba prevelikega števila indikatorjev ni priporočljiva, poleg tega je treba izbrati tiste indikatorje, ki jih je možno meriti in za katere obstajajo razpoložljivi podatki. Pri izboru vira podatkov je potrebna previdnost. Za določene indikatorje se lahko iz različnih virov dobi različne podatke, zato je treba preceniti, kateri so bolj zanesljivi, pri čemer se mora upoštevati tudi to, na kakšen način so ti podatki zbrani. Pojavijo se lahko zelo močna odstopanja, včasih so nacionalni podatki lahko pretirani ali prirejeni (to ne velja samo za manj razvite države, tak je bil tudi primer Grčije, ki je več let prirejela podatke o svojem javnem dolgu). Doslednost pri uporabi istih virov podatkov za izračun indikatorjev je pomembna tudi z vidika primerjave med državami in razvrščanja držav, kar je končni cilj ocenjevanja državnega tveganja. Nedostopnost podatkov za določene indikatorje in slabo razvita statistika ocenjevanje države že sami po sebi zvišujeta tudi državno tveganje. Izbrati je treba torej take indikatorje, ki so dostopni za večino držav, tako da se lahko metodologijo uporabi za izračun državnega tveganja za vsako državo, naj bo to država v razvoju ali razvita država.

Za modele ocenjevanja državnega tveganja, kot tudi drugih vrst tveganja, velja, da so dobri toliko, kolikor so dobre informacije, ki so vnesene v model. Pri izdelavi ocen državnega tveganja je pomembno tudi to, komu so namenjene in kdo je njihov končni uporabnik, saj je ta tisti, ki presodi njihovo uporabno vrednost. Vsaka metodologija ocenjevanja državnega tveganja ima svoje prednosti in pomanjkljivosti, na kar v opisih svojih metodologij opozarjajo tudi Standard & Poor's, Moody's in Fitch. Eden od osnovnih problemov je tudi ta, da so kvantitativne ocene osnovane na podatkih za pretekla obdobja, cilj ocen državnega tveganja pa je napovedovanje gibanj in tveganj za prihodnost. Dobra metodologija je zato tista, ki tveganja dobro razloži in predstavi, pravilno napove perspektive razvoja, je zanesljiva, transparentna in fleksibilna. Dobra metodologija ocenjevanja državnega tveganja mora zato upoštevati tako kvantitativni kot kvalitativni pristop.

Da bi dobili še boljšo sliko glede ustreznosti metodologije CMSR, bi bilo smiselno metodologijo testirati še v primerjavi s kakšno od drugih agencij ali institucij za

ocenjevanje državnega tveganja, vendar pa bi se tudi v teh primerih pojavili isti metodološki problemi, kot so javnost in dostopnost metodologij, različne vrste metodologij ter različne lestvice ocen. Za nadaljnje primerjave bi bil primeren OECD, ki ima s svojimi ocenami dobro pokritost, tako po državah kot po letih, ali pa Euromoney, ki ima svojo metodologijo javno dostopno. Priporoča se, da CMSR še naprej spremlja dogajanja na trgu bonitetnih agencij in njihove metodologije, se prilagaja spreminjanju razmer v svetu in temu primerno redno revidira in po potrebi prilagaja svojo metodologijo. Kar zadeva izboljšanje virov informacij bo CMSR v primerjavi z velikimi tremi agencijami še naprej ostal finančno in kadrovsko omejen. Posebnost CMSR-jeve metodologije, ki jo lahko označim tudi za prednost, zlasti z vidika končnega uporabnika ocene, je v ocenjevanju bilateralnega tveganja. Zaradi upoštevanja bilateralne komponente, tako pri srednjeročnem kot kratkoročnem ocenjevanju državnega tveganja, lahko zaključim, da je metodologija CMSR za potrebe končnega uporabnika ocen državnega tveganja, ki jih pripravlja CMSR, to je predvsem za SID banko, kvalitetna dopolnitev ocenam največjih treh bonitetnih agencij ter koristen pripomoček pri ocenjevanju tveganj z vidika slovenskega izvoznika ali vlagatelja.

SKLEP

Tveganje vključuje dve osnovni komponenti, to sta negotovost in izpostavljenost. Dogodek sam po sebi ni tvegan, tveganje nastane zaradi človekove percepcije tveganja in pričakovanj oziroma pripisovanja pomembnosti določenemu dogodku. Nobena država tujemu vlagatelju ne ponuja popolnega poslovnega okolja, gre za to, da so v nekaterih državah pogoji za poslovanje in vlaganja boljši, v drugih slabši. Vse poslovne transakcije vsebujejo določeno stopnjo tveganja. Ko poslovne transakcije potekajo izven meja domače države, nosijo še dodatno tveganje, ki ni prisotno v transakcijah znotraj države. Ta dodatna tveganja se imenujejo državno tveganje. Državno tveganje se nanaša na težave, ki jih imajo finančne institucije ali podjetja pri vlaganju v druge države. Gre za kompleksno in specifično tveganje države kot celote. Državno tveganje je verjetnost, da vlada ne bo hotela ali pa ne bo sposobna poravnati svojih obveznosti do tujih kreditorjev. Ta definicija vključuje tako politično tveganje (pripravljenost poplačati obveznosti do tujih kreditorjev) kot ekonomsko-finančno tveganje (sposobnost poravnati obveznosti). Ocenjevanje državnega tveganja je tudi danes še kako aktualno. Razlogi za to so v svetovni geopolitični nestabilnosti, velikem številu vojnih območij, migrantski krizi, medsebojni odvisnosti gospodarstev oziroma držav ter finančnih sistemov. Kljub temu da je državno tveganje aktualen koncept, pa tudi danes zanj ni enotne definicije in še vedno predstavlja težave pri razumevanju, kaj zares vsebuje in kako se ga ocenjuje.

Državno tveganje ocenjujejo bonitetne agencije in nekatere druge institucije za ocenjevanje državnega tveganja, med slednjimi so npr. tudi banke in izvozno kreditne agencije. V magistrskem delu sem podrobneje predstavila tri bonitetne agencije in njihove metodologije ocenjevanja državnega tveganja, namreč Standard & Poor's, Moody's in

Fitch, ki so najstarejše, največje in najvplivnejše v svetu, zaradi česar sem predpostavljala, da so tudi njihove metodologije ocenjevanja državnega tveganja merilo za kakovost. V Sloveniji ocene državnega tveganja za SID banko, ki kot pooblaščen institucija v imenu in za račun države zavaruje tista komercialna in nekomercialna tveganja, ki jih zasebni sektor ni pripravljen prevzeti, pripravlja CMSR. CMSR ima na področju ocenjevanja državnega tveganja 30-letno tradicijo, ocene pa pripravlja na podlagi lastne metodologije. Predmet proučevanja magistrskega dela je bila primerjava ocen državnega tveganja CMSR z ocenami omenjenih treh bonitetnih agencij ter na podlagi tega preverjanje ustreznosti metodologije CMSR.

V magistrskem delu sem zato podrobneje proučila različne metode ocenjevanja državnega tveganja in uporabo indikatorjev za ocenjevanje treh kategorij državnega tveganja, to je političnega, ekonomskega in finančnega tveganja. Na podlagi analize različnih metod ugotavljam, da niti ena od njih ni idealna. Pri izboru metodologije ocenjevanja državnega tveganja je med drugim treba upoštevati cilje analize, razpoložljivost statističnih in drugih podatkov, razpoložljivost finančnih sredstev, izkušnost analitikov in uporabnost ocene državnega tveganja za končnega uporabnika. Ocenjevanje državnega tveganja je na koncu kljub različnim metodam še vedno v veliki meri subjektivna človeška presoja analitika, ki izdeluje oceno, kar zlasti velja za oceno političnega tveganja. Vendar pa to ni slabost. Nekateri kvantitativni modeli so npr. z opozorilnimi indikatorji skušali predvideti sprožilce kriz in napovedati krize same, vendar večinoma neuspešno. Pri tem jih ovira tudi sama kvaliteta in pravočasnost podatkov, ki se vnašajo v model, saj se podatki nanašajo na pretekla obdobja in ne pomenijo nujno nadaljevanje preteklih trendov v prihodnosti. Zaključim lahko, da nobena od metodologij ocenjevanja državnega tveganja ne more biti dobra, če ne vključuje še kvalitativnega pristopa. Politično tveganje se je namreč izkazalo za zelo težko merljivo kategorijo, kjer je subjektivna presoja ocenjevalca nujna in ključna, hkrati pa za zelo pomembno kategorijo končne ocene državnega tveganja.

Primerjava med različnimi metodologijami in različnimi vrstami bonitetnih ocen je zahtevna, zato sem pri empirični primerjalni analizi postavila določene predpostavke, da bi bila analiza možna, ter predstavila omejitve analize. V analizo sem vključila sedem držav, to je BiH, Srbijo, Črno goro, Makedonijo, Rusijo, Ukrajino in Belorusijo, ki jih je CMSR v obravnavanem obdobju 2003–2015 stalno spremljal. Primerjava ocen je pokazala, da so ocene CMSR dokaj primerljive z ocenami Standard & Poor's, Moody's in Fitch in da je bil trend spreminjanja ocen, povišanja oziroma znižanja, časovno podoben. Do nekoliko večjih odstopanj pri višini ocen, ne pa tudi pri trendu spreminjanja, je prišlo pri treh državah, Ukrajini, Rusiji in Belorusiji, medtem ko so se ocene CMSR za BiH, Srbijo, Črno goro in Makedonijo od ocen ostalih treh agencij razlikovale za največ tri razrede numerične lestvice, ki je bila uporabljena za primerjavo različnih vrst ocen. Analiza je hkrati pokazala tudi na veliko podobnost med ocenami velikih treh bonitetnih agencij in tako delno potrjuje to, kar jim nekateri kritiki očitajo, namreč da agencije spremljajo ocene druga druge in da med njimi ne prihaja do večjih razlik. Ocenjujem, da je do razlik med

ocenami CMSR in ocenami ostalih treh agencij prišlo predvsem zaradi dveh metodoloških razlik med CMSR-jevo in ostalimi tremi metodologijami. Prva je v tem, da je pri metodologiji CMSR večji poudarek na političnem tveganju in s tem na kvalitativnem pristopu, druga pa v tem, da metodologija CMSR med svojimi indikatorji vključuje tudi indikatorje bilateralnih odnosov med Slovenijo in ocenjevano državo (tako pri političnem, kot tudi pri ekonomskem in finančnem tveganju). Na koncu lahko k naštetemu dodam še vpliv subjektivne presoje analitika, ki državo ocenjuje. Primerjalna analiza je pokazala, da je metodologija CMSR dobra in ustrezna ter se lahko primerja z metodologijami velikih treh agencij, zaradi bilateralne komponente pa ima še dodatno uporabno vrednost za končnega uporabnika.

LITERATURA IN VIRI

1. *About the Berne Union*. Najdeno 13. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.berneunion.org/about-the-berne-union/>
2. *About*. Najdeno 23. marca 2016 na spletnem naslovu <https://www.fitchratings.com/site/about>
3. Altman, E., & Roggi, O. (2013). *Managing and Measuring of Risk: Emerging Global Standards and Regulations after the Financial Crisis*. Singapore: World Scientific Publishing Company Pte. Ltd.
4. Baldacci, E., Gupta, S., & Mati, A. (2008). *Is it still mostly fiscal? Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets*. IMF Working Paper WP/08/259. Washington: International Monetary Fund.
5. *Bankscope*. Najdeno 30. maja 2016 na spletnem naslovu <https://bankscope.bvdinfo.com>
6. Berne Union. (2015). *Berne Union Yearbook 2015*. London: TFX Trade & Export Finance.
7. Bhatia, A. V. (2002). *Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation*. IMF Working Paper WP/02/70. Washington: International Monetary Fund.
8. Bouchet, M. H., Clark, E., & Gros Lambert, B. (2003). *Country Risk Assessment. A Guide to Global Investment Strategy*. Chichester: John Wiley & Sons, Inc.
9. *Business models of rating agencies*. Najdeno 23. marca 2016 na spletnem naslovu http://www.ratingplatform.com/index.php?page=content/show_content.php&content_id=2
10. Cantor, R., & Packer, F. (1996). Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*, 2(2), 37–52.
11. Canuto, O., dos Santos, P. F. P., & de Sá Porto, P. C. (2004). *Macroeconomics and Sovereign Risk Ratings*. Washington: World Bank.
12. Canuto, O., Ratha, D., & Mohapatra, S. (2011). Shadow Sovereign Ratings for Unrated Developing Countries. *Economic Premise*, No. 63. Washington: World Bank.
13. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2003). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
14. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2004). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
15. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2005). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
16. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2006). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.

17. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2007). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
18. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
19. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
20. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
21. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
22. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
23. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
24. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
25. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
26. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
27. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
28. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
29. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
30. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.

31. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
32. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
33. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Belorusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
34. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2003). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
35. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2004). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
36. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2005). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
37. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2006). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
38. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2007). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
39. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
40. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
41. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
42. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
43. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
44. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.

45. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
46. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
47. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
48. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
49. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
50. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
51. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
52. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
53. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
54. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Bosna in Hercegovina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
55. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2007). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
56. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
57. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
58. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.

59. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
60. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
61. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
62. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
63. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
64. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
65. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
66. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
67. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
68. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
69. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
70. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
71. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2003). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
72. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2004). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.

73. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2005). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
74. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2006). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
75. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2007). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
76. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
77. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
78. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
79. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
80. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
81. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
82. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
83. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
84. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
85. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
86. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.

87. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
88. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
89. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
90. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Makedonija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
91. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009). *Metodologija ocenjevanja državnega tveganja* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
92. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015). *Metodologija ocenjevanja državnega tveganja* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
93. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2003). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
94. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2004). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
95. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2005). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
96. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2006). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
97. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2007). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
98. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
99. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
100. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.

101. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
102. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
103. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
104. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
105. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
106. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
107. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
108. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
109. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
110. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
111. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
112. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
113. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Rusija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
114. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2006). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.

115. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2007). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
116. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
117. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
118. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
119. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
120. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
121. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
122. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
123. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
124. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
125. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
126. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
127. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
128. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.

129. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
130. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
131. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
132. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2003). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija in Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
133. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2004a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija in Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
134. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2004b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija in Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
135. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2005). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija in Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
136. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2006). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija in Črna gora* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
137. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2003). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
138. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2004). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
139. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2005). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
140. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2006). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
141. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2007). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
142. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.

143. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2008b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
144. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
145. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2009b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
146. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
147. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2010b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
148. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
149. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2011b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
150. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
151. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2012b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
152. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
153. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2013b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
154. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
155. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2014b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
156. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015a). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.

157. Center za mednarodno sodelovanje in razvoj. (2015b). *Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Ukrajina* (interno gradivo). Ljubljana: Center za mednarodno sodelovanje in razvoj.
158. Claessens, S., & Embrechts, G. (2002). Basel II, Sovereign Ratings and Transfer Risk. External versus Internal Ratings. *Presentation at the conference Basel II: An Economic Assessment, Bank for International Settlements, Basel*. Najdeno 13. februarja na spletnem naslovu <https://www.bis.org/bcbs/events/b2eacla.pdf>
159. Clarke, C. J., & Varma, S. (1999). Strategic Risk Management: The New Competitive Edge. *Long Range Planning*. 32(4), 414–424.
160. *Company Information*. Najdeno 30. marca 2016 na spletnem naslovu http://www.spratings.com/en_US/what-we-do
161. *Company Overview*. Najdeno 30. marca 2016 na spletnem naslovu <https://www.moody.com/Pages/atc.aspx>
162. *Dejavnosti*. Najdeno 13. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.cmsr.si/Dejavnosti/>
163. Dittrich, F. (2007). *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*. Köln: University of Cologne.
164. Estrella, A. (2000). *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*. Basel: Bank for International Settlements.
165. European Securities and Markets Authority. (2015). *Competition and choice in the credit rating industry*. Pariz: European Securities and Markets Authority.
166. European Securities and Markets Authority. (2016). *ESMA Annual Report 2015*. Pariz: European Securities and Markets Authority.
167. *Export Credits work at the OECD*. Najdeno 29. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.oecd.org/tad/xcred/about.htm>
168. Fight, A. (2001). *The Ratings Game*. Chichester: John Wiley & Sons, Inc.
169. Fimalac. (2016). *Fimalac 2015 Annual Report*. Pariz: Fimalac.
170. Fitch Ratings. (2014). *Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion*. New York: Fitch Ratings.
171. Fitch Ratings. (2015a). *Rating Non-Financial Corporates Above the Country Ceiling*. New York: Fitch Ratings.
172. Fitch Ratings. (2015b). *Country Ceilings*. New York: Fitch Ratings.
173. Fitch Ratings. (2016a). *International Local and Regional Governments Rating Criteria - Outside the United States*. New York: Fitch Ratings.
174. Fitch Ratings. (2016b). *Sovereign Rating Criteria*. New York: Fitch Ratings.
175. Flandreau, M., Gaillard, N., & Packer, F. (2009). *Ratings Performance, Regulation and the Great Depression: Lessons from Foreign Government Securities*. Ženeva: Department of International History and Politics, Graduate Institute of International And Development Studies.
176. Flandreau, M., Gaillard, N., & Packer, F. (2010). To err is human: rating agencies and the interwar foreign government debt crisis. *BIS Working Papers No. 335*. Najdeno 3. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/work335.pdf>

177. Frankel, J., Saravelos, G. (2010). *Are Leading Indicators of Financial Crises Useful for Assessing Country Vulnerability? Evidence from the 2008-09 Global Crisis*. Cambridge: Harvard Kennedy School.
178. Friedman, S. I. (1983). *The World Debt Dilemma: Managing Country Risk*. Washington: Council for International Banking Studies.
179. Frunza, M. C. (2016). Rating Agencies and Crisis. V *Solving Modern Crime in Financial Markets* (str. 403–412). Waltham: Elsevier.
180. Gaillard, N. (2009). *A Century of Sovereign Ratings*. New York: Springer.
181. Gannon, J. T. Jr. (2011–2012). Let's help the credit rating agencies get it right: A simple way to alleviate a flawed industry model. *Annual Review of Banking and Financial Law*, 31(1), 1015–1051.
182. Gärtner, M. (2014). Standards are Poor: On Competence and Professional Integrity at the Leading Rating Agency. *Discussion Paper No. 2014–18*. Najdeno 3. marca 2016 na spletnem naslovu http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:http://www1.vwa.unisg.ch/RePEc/uscg/econwp/EWP-1418.pdf&gws_rd=cr&ei=Fin1Vs-CCafMygPy85e4CQ
183. Gmeiner, P. (1996). *Analiza in perspektive deželne rizika Slovenije do leta 2000*. Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
184. Haslett, W. V. (2010). *Risk Management: Foundations for a Changing Financial World*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
185. Heinrichs, M., Stanoeva, I. (2013). *Country Risk and Sovereign Risk*. McGraw-Hill Financial: S&P Capital IQ.
186. Hemraj, M. (2015). *Self-regulation, Statutory Regulation and Case Law Regulation in the United States and European Union*. New York: Springer.
187. Hoti, S., & McAleer, M. (2005). *Modelling the Riskiness in Country Risk Ratings*. Amsterdam: Elsevier.
188. Iranzo, S. (2008). *Delving into Country Risk*. Madrid: Banco de España.
189. Kotar, A. (2013, 11. februar). Standard & Poor's. *Delo*, str. 26.
190. Kraemer, M., Mrsnik, M., & Petrov, A. (2015). *Storm Alert: Natural Disasters Can Damage Sovereign Creditworthiness*. New York: McGraw-Hill Financial.
191. Kräussl R. (2000). Sovereign Credit Ratings and Their Impact on Recent Financial Crises. *CFS Working Paper No. 2000/04*. Najdeno 7. marca 2016 na spletnem naslovu https://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/wp/00_04_new.pdf
192. Marchetti, R., & Vitale, M. (2013). *The Transnational Dimension in Political Risk Analysis*. Firenze: SISP conference.
193. Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), str. 77–91.
194. Marshall, I. (2003, 12. marec). Country Risk: The good, the bad and the ugly. *Speech to the Prospectors & Developers Association of Canada*. Najdeno 3. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.pdac.ca/pdf-viewer?doc=/docs/default-source/publications---papers-presentations---conventions/marshall-paper.pdf>

195. Meldrum, D. (1999). Country Risk and Foreign Direct Investment. *NABE – National Association for Business Economics*. Najdeno 3. marca 2016 na spletnem naslovu <http://nabe-web.com/am99/meldrum.pdf>
196. Moody's Investors Service. (2015a). *Moody's Global Short-Term Ratings*. New York: Moody's Investors Service.
197. Moody's Investors Service. (2015b). *Sovereign Bond Ratings*. New York: Moody's Investors Service.
198. Moody's Investors Service. (2016a). *Moody's Annual Report 2015*. New York: Moody's Investors Service.
199. Moody's Investors Service. (2016b). *Rating Symbols and Definitions*. New York: Moody's Investors Service.
200. Moosa, I. A. (2002). Country Risk and Political Risk. V *Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice* (str. 131–160). New York: Palgrave Macmillan.
201. Mrak, M. (1986). *Metodologija ocenjevanja i praćenja rizika zemalja (»Country risk-a«)*. Ljubljana: Center za proučevanje sodelovanja z deželami v razvoju.
202. Mrak, M. (1998). *Rizičnost tuje države: koncept in splošne značilnosti*. Maribor: Ekonomsko poslovna fakulteta.
203. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: Založba GV.
204. Mrak, M. (2016, 16. januar). Morebiten razpad EU bi Evropo lahko potisnil tudi v vojno. *Delo, Sobotna Priloga*, str. 8–11.
205. Mrsnik, M. (2015). *The Heat Is On: How Climate Change Can Impact Sovereign Ratings*. New York: McGraw-Hill Financial.
206. Multilateral Investment Guarantee Agency. (2013). *World Investment and Political Risk 2013*. Washington: The World Bank
207. Nagy, P. J. (1979). *Country risk: How to assess, quantify and monitor it*. London: Euromoney.
208. Nath, H. K. (2008). Country Risk Analysis: A Survey of the Quantitative Methods. *SHSU Economics & Intl. Business Working Paper No. SHSU_ECO_WP08-04*. Najdeno 9. marca 2016 na spletnem naslovu http://www.shsu.edu/academics/economics-and-international-business/documents/wp_series/wp08-04_paper.pdf
209. Naylor, J. (1996). *Operations Management*. London: Pitman Publishing.
210. Nye, R. P. (2014). *Understanding and Managing the Credit Rating Agencies*. London: Euromoney Books.
211. Oetzel, J., Bettis, R. A., & Zenner, M. (2001). Country risk measures: how risky are they? *Journal of World Business*, 36(2), 128–145.
212. Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj. (2016). *Arrangement on Officially Supported Export Credits*. Paris: Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj.
213. Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj, Trade and Agricultural Directorate, Participants to the Arrangement on Officially Supported Export Credits. (2012). *Public Finance Module Manual* (interno gradivo). Pariz: Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj.

214. Partnoy, F. (2001). *The Paradox of Credit Ratings*. Law and Economics Research Paper No. 20. San Diego: University of San Diego.
215. Partnoy, F. (2006). *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, Legal Studies Research Paper, Research Paper No. 7–46. San Diego: University of San Diego.
216. Paudyn, B. (2013). Credit rating agencies and the sovereign debt crisis: performing the politics of creditworthiness through risk and uncertainty. *Review of International Political Economy*, 20(4), 788-818.
217. Porretta, P., Santoboni, F., & Vento, G. A. (2013). Country Risk: Measurement Approaches and ECAs Rating. V J. Falzon (ur.), *Bank Performance, Risk and Securitisation* (str. 147–186). New York: Palgrave Macmillan.
218. Ramady, M. A. (2014). *Political, Economic and Financial Country Risk*. New York: Springer.
219. Roosevelt Malloch, T., & Mamorsky, J. (2013). The Continued Rating Agencies Game: Will Rating Agencies Be Reined in for the Sake of Global Market Stability? V *The End of Ethics and A Way Back: How To Fix A Fundamentally Broken Global Financial System* (str. 37–54). Singapur: John Wiley & Sons, Inc.
220. Ryan, J. (2012). *The negative impact of Credit Rating Agencies and proposals for better regulation*. Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik.
221. S & P Global. (2016). *McGraw-Hill Financial 2015 Annual Report*. New York: McGraw-Hill.
222. S & P Global Ratings. (2013a). Country Risk Assessment Methodology And Assumptions. *S & P Global Ratings*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/8313032#ID732
223. S & P Global Ratings. (2013b). Ratings Above The Sovereign. Corporate And Government Ratings: Methodology And Assumptions. *S & P Global Ratings*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/8343660
224. S & P Global Ratings. (2014). Sovereigns: Sovereign Rating Methodology. *S & P Global Ratings*. Najdeno 16. marca 2016 na spletnem naslovu http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/8950072
225. S & P Global Ratings. (2016). S&P Global Ratings Definitions. *S & P Global Ratings*. Najdeno 14. marca 2016 na spletnem naslovu http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352
226. Schroeter, U. G. (2012). Credit Ratings and Credit Rating Agencies. V G. Caprio (ur.), *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure* (str. 379–390). Waltham: Elsevier.
227. Shapiro, A. C. (2010). Analyzing Country Risk. V *Multinational Financial Management* (str. 226–262). Danvers: John Wiley & Sons, Inc.
228. SID banka. (2006, 21. december). Splošni pogoji za zavarovanje pred nekomercialnimi riziki (Zp-1/07). *SID banka*. Najdeno 3. marca 2016 na spletnem

naslovu

http://www.sid.si/Portals/0/Dokumenti/Mediji/PoslovniDokumenti/pogoji_nekom_ri_ziki.pdf?ver=2015-05-24-110134-433

229. SID banka. (2015). *Letno poročilo SID banke in Skupine SID banka 2015*. Ljubljana: SID banka.
230. Sottilotta, C. E. (2013). *Political Risk: Concepts, Definitions, Challenges*. Rim: LUISS School of Government.
231. Standard & Poor's Ratings Services. (2009). *Understanding Standard & Poor's Rating Definitions*. New York: McGraw-Hill Financial.
232. Standard & Poor's Ratings Services. (2015). *How We Rate Sovereigns*. New York: McGraw-Hill Financial.
233. *Statistični urad Republike Slovenije (SURS)*. Podatkovni portal SI-STAT. Najdeno 20. marca 2016 na spletnem naslovu http://pxweb.stat.si/sistat/24?expandall=24_px/
234. The Council on Foreign Relations (2015). The Credit Rating Controversy. *The Council on Foreign Relations*. Najdeno 3. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328>
235. The Economist. (2014, 19. april). Credit where credit's due. *The Economist*. Najdeno 3. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21601020-ratings-industry-has-bounced-back-financial-crisis-credit-where>
236. The Economist Intelligence Unit. (2014a). *Country Risk Service Handbook*. London: The Economist Intelligence Unit.
237. The Economist Intelligence Unit. (2014b). *Serbia – Country Report*. London: The Economist Intelligence Unit.
238. The Economist Intelligence Unit. (2014c). *Serbia – Country Risk Service*. London: The Economist Intelligence Unit.
239. Tichy, G. (2011). Credit Rating Agencies: Part of the Solution or Part of the Problem? *Intereconomics*, 46(5), 232–262.
240. Timurlenk, O., & Kaptan, K. (2012). Country Risk. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 62(2012), 1089–1094.
241. U.S. Securities and Exchange Commission. (2015). *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. Washington: U.S. Securities and Exchange Commission.
242. Uredba št. 1060/2009 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. septembra 2009 o bonitetnih agencijah. *Uradni list EU*, št. 302/2009.
243. Utzig, S. (2010). *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*. Tokio: Asian Development Bank Institute.
244. Verheyen, G., & Quintrell, E. (2013). *Old Risks, New Solutions, or Is It the Other Way Around?* Washington: The World Bank.
245. Viršek, D. (2013, 12. avgust). EU je zaostрила pravila za delo bonitetnih agencij. *Delo*, str. 18.
246. Viršek, D. (2015, 10. avgust). »Velikih treh« kriza ni prizadela. *Delo*, str. 21.

247. Wafo, G. L. K. (1998). *Political Risk and Foreign Direct Investment*. Konstanz: Faculty of Economics and Statistics, University of Konstanz.
248. White, L. J. (2013). *An Assessment of the Credit Rating Agencies: Background, Analysis, and Policy*. Working Paper No. 13-16. Arlington: Mercatus Center. George Mason University.
249. World Economic Forum. (2016). *The Global Risks Report 2016* (11th ed.). Ženeva: World Economic Forum.
250. Zakon o zavarovanju in financiranju mednarodnih gospodarskih poslov. *Uradni list RS*, št. 2/2004, 56/2008-ZSIRB, 82/2015.
251. Zupančič, J. (2012, 19. avgust). Bonitetna ocena je lahko tudi napačna. *Nedelo*, str. 5.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija, december 2014 (primer CMSR-jeve ocene državnega tveganja)	1
Priloga 2: Seznam v magistrskem delu uporabljenih kratic in okrajšav	24

Priloga 1: Ocena srednjeročnega državnega tveganja – Srbija, december 2014 (primer CMSR-jeve ocene državnega tveganja)

POVZETEK

Politično tveganje

Vlada je stabilna, vendar se je njena priljubljenost s sprejetjem določenih gospodarskih reform znižala ter odrazila na več stavkah. Na notranje- in zunanjepolitično dogajanje je vplivala tudi začasna izpustitev haaškega obtoženca Šešlja in njegova vrnitev v Srbijo. Zaradi njegovih spornih izjav, do katerih se uradni Beograd ni opredelil, so se zaostрили odnosi s Hrvaško. Prišlo je tudi do incidenta in zaostritve odnosov z Albanijo, vendar je obema stranema vseeno uspelo izpeljati obisk albanskega premiera v Beogradu (prvič po 68 letih), čeravno ne brez incidentov. Napeti ostajajo tudi odnosi s Kosovom, vendar bo Beograd nadaljeval pogajanja glede normalizacije odnosov, saj to zahteva EU v okviru približevanja. Po drugi strani Beograd pogloblja odnose s tradicionalno zaveznico Rusijo, pa tudi s Kitajsko.

Ekonomsko tveganje

Vladi se je z MDS uspelo dogovoriti glede novega »stand by« sporazuma v vrednosti ene milijarde evrov za obdobje 36 mesecev. Pogoj za to je bilo sprejetje nekaterih ključnih gospodarskih reform, pospešitev privatizacije ter revizija letošnjega proračuna. Ta bo po ocenah beležil primanjkljaj v višini od 7 do 8 odstotkov BDP. V letošnjem letu bo zabeležen kar 1,8-odstotni padec BDP in 8-odstotni padec industrijske proizvodnje, kar je v največji meri posledica majskih poplav. Inflacija se bo letos močno znižala in po ocenah znašala 2,2 odstotka. Nezaposlenost je visoka (letos bo znašala 26,1 odstotka). Obseg zunanjetrgovinske menjave tudi letos narašča, vendar se je rast izvoza v primerjavi za lanskim letom močno znižala, rast uvoza pa povišala. Trgovinski primanjkljaj bo zato letos narasel na 12,7 odstotka BDP, tekoči primanjkljaj pa bo ostal na ravni 6,6 odstotka BDP.

Finančno tveganje

Letošnje tuje neposredne naložbe bodo po ocenah znašale 1,2 milijarde dolarjev in bodo zadostne za pokrivanje polovice tekočega primanjkljaja; druga polovica bo pokrita z novim zadolževanjem. Zunanji dolg se bo do konca leta 2014 povišal na 35,6 milijarde dolarjev ter predstavljal 80,7 odstotka BDP. Letošnje servisiranje zunanjega dolga bo znašalo 5,2 milijarde dolarjev (21,8 odstotka deviznih prilivov). Devizne rezerve bodo konec leta po ocenah znašale 13,7 milijarde dolarjev in bodo zadostne za solidno 6,6-mesečno pokrivanje uvoza.

Dvostranski odnosi

Politični in gospodarski odnosi med državama so dobri. Srbija je ena od najpomembnejših zunanjetrgovinskih partneric Slovenije, saj je bila v prvih sedmih mesecih letošnjega leta v celotnem izvozu na 9. mestu, v uvozu pa na 14. mestu. Obseg blagovne menjave se je v tem obdobju povišal, vendar predvsem zaradi večjega uvoza iz Srbije. Srbija je s 23,3-odstotnim deležem za Hrvaško na drugem mestu glede na kumulativne neposredne naložbe slovenskih podjetij v tujini, vendar se te v zadnjih dveh letih znižujejo.

Končna ocena srednjeročnega državnega tveganja

junij 2014:	država z visokim srednjeročnim državnim tveganjem	46 točk
december 2014:	država z visokim srednjeročnim državnim tveganjem	45 točk

Tabela 1: Makroekonomske ocene in napovedi

	2014	2015	2016
Realna rast BDP (v %)	-1,8	-0,4	3,6
Povprečna inflacija (v %)	2,2	2,8	3,5
Povprečni menjalni tečaj RSD:USD	88,13	96,19	98,21
Izvoz blaga, F.O.B. (mlrd USD)	15,0	15,2	15,7
Uvoz blaga, F.O.B. (mlrd USD)	20,6	20,4	21,0
Saldo tekoče bilance (v % BDP)	-6,6	-6,3	-5,4
Zunanji dolg (mlrd USD, konec leta)	35,6	36,4	37,8
Odplačila dolga/izvozni priliv (v %)	21,8	22,4	20,6
Devizne rezerve brez zlata (v mlrd USD)	13,7	17,3	19,3

Legenda: RSD – srbski dinar, USD – ameriški dolar, F.O.B. – franko ladja (angl. *free on board*), mlrd – milijard.

Vir: EIU, Serbia – Country Report, 2014b, str. 8–9; EIU, Serbia – Country Risk Service, 2014c, str. 12–17.

Tabela 2: Izračun srednjeročnega državnega tveganja

Vrsta tveganja	Število točk		Skupina
	Junij 2014	December 2014	
Kvantitativna ocena političnega tveganja (skupno 30 točk)	13	13	Država z visokim srednjeročnim političnim tveganjem
Kvantitativna ocena ekonomskega tveganja (skupno 50 točk)	25	24	Država z visokim srednjeročnim ekonomskim tveganjem
Kvantitativna ocena finančnega tveganja (skupno 20 točk)	8	8	Država z visokim srednjeročnim finančnim tveganjem
Kvantitativna ocena srednjeročnega državnega tveganja (skupno 100 točk)	46	45	Država z visokim srednjeročnim državnim tveganjem
Bonitetni razred	D	D	

Legenda: Ocene srednjeročnega državnega tveganja so razvrščene v naslednje razrede: država z zelo visokim srednjeročnim državnim tveganjem (0–35 točk); država z visokim srednjeročnim državnim tveganjem (36–54 točk); država z omejenim srednjeročnim državnim tveganjem (55–69 točk); država z zelo omejenim srednjeročnim državnim tveganjem (70–84 točk); država z minimalnim srednjeročnim državnim tveganjem (85–100 točk).

Vir: CMSR, Metodologija ocenjevanja državnega tveganja (interno gradivo), 2015.

1. POLITIČNA RIZIČNOST

1.1 Notranja politika

Nova vlada pod vodstvom premiera Aleksandra Vučića, ki je bila oblikovana konec aprila 2014, ostaja stabilna, Srbska napredna stranka pa ohranja absolutno večino v parlamentu. Opozicija ni dovolj močna, da bi lahko ogrozila vlado. Srbska napredna stranka je oblikovala koalicijsko vlado skupaj s Socialistično stranko Srbije Ivice Dačića, ki je postal zunanji minister in namestnik premiera, in manjšinsko stranko Zveza vojvodinskih Madžarov, ki pa nima ministrov. Sredi julija je prišlo do sprememb v ministrski sestavi vlade, saj je odstopil finančni minister Lazar Krstić, ker vlada ni izvedla vseh varčevalnih ukrepov, ki jih je predlagal. Zavzemal se je za znižanje pokojnin za 20 odstotkov, plač javnih uslužbencev za 15 odstotkov in za zmanjševanje števila zaposlenih v javnem sektorju v prihodnjih dveh letih za 160 tisoč, pri čemer pa ni imel podpore premiera. Lazarja Krstića je nadomestil Dušan Vujović.

V zadnje pol leta se je priljubljenost vlade zaradi sprejetja določenih gospodarskih reform, ki so bile potrebne za to, da je MDS Srbiji odobril nov triletni »stand by« sporazum, znižala. To se odraža predvsem na pogostejših stavkah. Zaradi sprememb zakona o delu ter zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju se je sredi julija na protestnem shodu v središču Beograda zbralo več tisoč članov vodilnih srbskih sindikatov. Čeprav sta največja srbska sindikata Zveza samostojnih sindikatov in sindikat Neodvisnost pozvala tudi k splošni stavki, pa delavci poziva niso upoštevali. Zakona sta bila kljub temu sprejeta. Septembra se je v Srbiji začel protest odvetnikov, ki še vedno traja, kar pomeni, da je pravosodje skoraj popolnoma blokirano. Proti vladi stavka večina od okoli 8.500 odvetnikov. Glavni povod za stavko ni le povečanje davkov, temveč gre za odvzem dela, ki so ga tradicionalno opravljali odvetniki, kot je sestavljanje pogodb o prometu z nepremičninami. Po novem zakonu naj bi to prešlo v izključno pristojnost notarjev (v Evropi imata podobno ureditev le Črna gora in BiH). Zakon je predmet ustavne presoje, odvetniki pa zahtevajo odstop pravosodnega ministra Nikole Selakovića in opozarjajo na to, da so pod nadzorom izvršne oblasti tudi mediji. Temu mnenju se pridružuje tudi evropska komisija, ki je ocenila, da so srbski mediji pod popolnim nadzorom in blokirani.

Srbsko notranjepolitično prizorišče, še posebej pa odnose s Hrvaško, je razburkala začasna izpustitev haaškega obtoženca Šešlja in njegova vrnitev v Srbijo. Mednarodno sodišče za vojne zločine na območju nekdanje Jugoslavije je Šešlja, ki je obtožen vojnih zločinov in zločinov proti človečnosti nad nesrbskim prebivalstvom na Hrvaškem, v BiH in Vojvodini med letoma 1991 in 1993, sredi novembra začasno izpustilo na prostost zaradi poslabšanja njegovega zdravstvenega stanja. Sodišče sedaj ugotavlja, da je Šešelj kršil minimalne pogoje sodišča, med drugim tudi prepoved vplivanja na priče, zato je v začetku decembra vložilo predlog, da se prekliče njegovo začasno izpustitev in zahteva njegovo vrnitev v pripor. Poleg tega je še Evropski parlament sprejel resolucijo o Srbiji, ker se vlada ni

opredelila do Šešljeve nacionalistične retorike. Ker Šešelj izjavlja, da se ne namerava prostovoljno vrniti v Haag, bodo za njegovo izročitev odgovorni srbski državni organi. Šešljeva Srbska radikalna stranka je v začetku decembra začela zbirati podpise za razrešitev srbskega predsednika Tomislava Nikolića. Radikalci menijo, da mora Nikolić zapustiti položaj, ker je nezakonito pridobil diplomo fakultete. Šešelj je po nedavni vrnitvi v Beograd že večkrat pozval k strmoglavljenju Nikolića, pa tudi premierja Aleksandra Vučića, ki sta bila nekoč člana njegove stranke in bližnja sodelavca.

1.2 Mednarodni odnosi

Glavni zunanjepolitični cilj Srbije ostaja članstvo v EU, vključitev Srbije (in ostalih držav Balkana) pa je pomembna tudi za EU, kar je bilo potrjeno ob konferenci Zahodnega Balkana, ki je konec avgusta potekala v Berlinu. Gostiteljica konference, prve od štirih, nemška kanclerka Angela Merkel je poudarila, da imajo prav vse države regije evropsko prihodnost. Dejstvo, da so se v Berlinu srečali voditelji vseh držav pa po njenem mnenju dokazuje, da je bilo v zadnjih letih veliko narejenega. Konec januarja letos so se med Beogradom in Brusljem uradno pričela pogajanja o članstvu, Evropska komisija je v oktobrskem poročilu o napredku podala relativno dobro oceno, tako da bo v začetku leta 2015 odprtih več poglavij v okviru pregleda in usklajevanja srbske zakonodaje z evropsko. Srbija želi čim prej odpreti poglavja 32 (finančni nadzor), 23 in 24 (pravosodje in vladavina prava). Vlada ocenjuje, da lahko izpolni vse obveznosti do konca leta 2018, v letu 2019 razpiše referendum o vstopu v EU in leta 2020 postane polnopravna članica EU. To je dokaj optimistična ocena, saj bodo pogajanja glede na nedavne hrvaške izkušnje (osem let) po napovedih trajala dlje. Pogajanja z EU se bodo zavlekla tudi zaradi težavnega poglavja 35, ki ureja odnose med Srbijo in Kosovom. V naslednji fazi pogovorov med državama naj bi bil dosežen mednarodni mirovni sporazum, ki pa ga Beograd že vnaprej zavrača, saj bi to posredno pomenilo priznanje kosovske neodvisnosti, vendar pa po zadnjih izjavah zunanjega ministra Dačića v Beogradu obstaja pripravljenost, da bi vlada pred vstopom v EU lahko spremenila sedanjo ustavo. Gre za sporno preambulo, v kateri je Kosovo opredeljeno kot del Srbije. Pogajanja glede normalizacije odnosov med Beogradom in Prištino se bodo pod nadzorom EU nadaljevali, ne pričakujemo pa dogovora, ki bi posredno namigoval na srbsko priznanje neodvisnosti Kosova, saj tega sedanja vlada odločno zavrača.

Srbija zaveznike išče tudi zunaj EU, pri čemer se tradicionalno povezuje z Rusijo, v zadnjem času pa intenzivneje še s Kitajsko. Obe državi sta namreč edini stalni predstavnici Varnostnega sveta Združenih narodov, ki nista in ne bosta priznali Kosova. Srbija tako ni uvedla sankcij, ki jih je do Rusije sprejela EU, nad čemer slednja ni navdušena, saj pričakuje, da bo Srbija svojo zunanjo politiko uskladila z evropsko. Rusija je svoje prijateljstvo s Srbijo potrdila tudi z obiskom predsednika Putina v Beogradu, kjer je bil ta deležen velikih časti in celo vojaške parade. Po drugi strani Srbija zagotavlja, da bo ustavila priprave na gradnjo in spoštovala pogoje, ki jih EU postavlja Rusiji glede

izgradnje plinovoda Južni tok, namreč da plinovod ne sme zaobiti Ukrajine, saj bi bilo to kršenje zakonov o konkurenčnosti. Če ima Rusija v Srbiji večinoma politične interese, so kitajski bolj gospodarski, obe državi pa po mnenju analitikov Srbijo izkoriščata kot odskočno desko za prodor v EU. Sredi decembra je v Beogradu potekala konferenca Kitajske z državami iz srednje in jugovzhodne Evrope, Li Keqiang pa je po 28 letih prvi kitajski premier, ki je obiskal Srbijo. Konferenca se je udeležilo 16 predsednikov vlad. Prisoten bi moral biti tudi hrvaški premier, vendar je udeležbo odpovedal.

Dvostranski odnosi med Srbijo in Hrvaško so se poslabšali ob Šešljevi začasni vrnitvi v Srbijo zaradi njegovih nacionalističnih izjav, ki jih uradni Beograd ni obsodil. Ker je Hrvaška tik pred predsedniškimi volitvami, so Šešljeve izjave naletele na plodna tla. Nadaljnji odnosi med državama bodo veliko bolj odvisni od odločitve Meddržavnega sodišča v Haagu o obojestranskih tožbah za genocid, ki se jo pričakuje spomladi leta 2015. Če bi sodišče zavrnilo obe tožbi, bi lahko njegova odločitev pomenila začetek normalizacije odnosov med Srbijo in Hrvaško. Če bo ena država zmagovalec, druga pa poraženec, izboljšanje odnosov med državama ni realno. Odprto ostaja tudi vprašanje določitve meje med državama. Državama je do zdaj uspelo vzpostaviti le maloobmejni režim, ki je lastnikom omogočil dostop do njihovega premoženja na spornem območju. Zagreb bi rad videl mejno črto na podlagi katastrskih občin, ki jih ima Hrvaška občutno več na srbski strani reke, kot jih ima srbska na hrvaški strani. Prostora za dogovarjanje je vse manj, vedno večja pa je možnost, da bo tudi to odločitev moralo sprejeti arbitražno sodišče. Hrvaška bi pri reševanju dvostranskih vprašanj Srbijo lahko ovirala v procesu približevanja EU, za kar se po decembrskih javnomnenjskih raziskavah zavzema kar 61 odstotkov Hrvatov.

Do incidentov je prišlo tudi v odnosih z Albanijo, vendar se je novembra vseeno zgodil zgodovinski obisk albanskega premiera v Beogradu, ki je bil prvi po 68 letih. Obisk je bil napovedan že za oktober, vendar je bil zaradi incidenta preložen. Na nogometni tekmi med Srbijo in Albanijo je namreč prišlo do preleta daljinsko vodenega kvadrokopterja s pritrjeno zastavo velike Albanije, kar je sprožilo izgrede in prekinitev tekme, kasneje pa še napade na slaščičarne in pekarnice Albancev v Vojvodini. Do incidentov je zaradi tega prišlo v Albaniji, Makedoniji, Kosovu, Srbi in Albanci pa so se spopadli celo na Dunaju. Potem ko je kazalo, da bo obisk albanskega premiera Edija Rama dokončno odpovedan, je bil po pritisku iz Berlina in Washingtona prestavljen na november. Tudi ob tej priložnosti je prišlo do incidenta, saj je albanski premier odpovedal predvideno srečanje s srbskim predsednikom Nikolićem, poleg tega pa je odprl temo neodvisnosti Kosova. Kljub vsemu je ob srečanju obeh premierov prišlo do podpisa sporazuma o carinskem sodelovanju, albanski premier pa je srbskega kolega povabil na obisk v Tirano.

2. GOSPODARSKA GIBANJA

2.1 Gospodarska rast

Srbsko gospodarstvo bo letos v recesiji, padec gospodarske aktivnosti pa bo še višji kot se je napovedovalo sredi leta. BDP se bo letos po ocenah (MDS in EIU) znižal za 1,8 odstotka, rast pa bo glede na najnovejše napovedi negativna tudi v prihodnjem letu, in sicer v višini 0,4 odstotka. Po podatkih Srbskega statističnega urada se je BDP v prvem četrtletju letošnjega leta realno znižal za 0,2 odstotka na letni ravni, v drugem za 1,3, v tretjem pa kar za 3,6 odstotka. Letošnja negativna rast BDP je posledica več dejavnikov, predvsem majskih poplav, nizkega povpraševanja v EU in deloma tudi učinkov krize v Ukrajini. Negativna je tudi rast domačega povpraševanja (letos se bo zmanjšalo za 1,4 odstotka), saj ga zavirajo visoka nezaposlenost, negativna rast plač, nizka rast kreditov in nizko zaupanje, tako potrošnikov kot vlagateljev. Zasebna poraba se bo tako letos po ocenah znižala za 1,3 odstotka, javna poraba za 0,9 odstotka, domače naložbe pa za 3,4 odstotka. Pozitivno rast bo beležil le zunanjetrgovinski sektor – izvoz blaga in storitev se bo zvišal za 4 odstotke, uvoz pa za 3,3 odstotka.

Kratkoročno bodo rast BDP zavirali restriktivna fiskalna politika vlade v okviru novega »stand by« sporazuma z MDS, šibko domače povpraševanje in počasna rast povpraševanja v evro območju, kamor je namenjenega večina srbskega izvoza, srednjeročno pa se bo rast BDP ponovno začela krepiti. Spodbujali jo bosta predvsem višji rasti domačih naložb in izvoza, okrepila pa se bo tudi rast zasebne porabe. Že v letu 2016 bo rast BDP po napovedih EIU narasla na solidnih 3,6 odstotka ter se v kasnejših dveh letih povišala na 4 oziroma 4,2 odstotka.

Industrijska proizvodnja bo letos zabeležila kar 8-odstotni padec, v prihodnjih dveh letih pa naj bi se po napovedih povprečno povišala za 4 odstotke letno. V tretjem četrtletju letošnjega leta se je industrijska proizvodnja znižala za kar 11,9 odstotka na letni ravni, gradbeništvo za 6,4 odstotka, finančne storitve pa za 3 odstotke. Rast je bila pozitivna le v sektorju informacijsko komunikacijske tehnologije, ki je v tem obdobju zabeležil 3,2-odstotno rast. Oktobra se je upadanje industrijske proizvodnje nadaljevalo, saj je bila na letni ravni nižja za 11,2 odstotka, največji vpliv na tako visok padec industrijske proizvodnje pa so imele negativne stopnje rasti v proizvodnji električne energije, kovinskih proizvodov, kemijskih proizvodov, motornih vozil in v rudarstvu (še posebej proizvodnja premoga, saj so bili vsi štirje rudniki v največjem državnem rudniškem kompleksu Kolubara, ki zagotavlja 75 odstotkov vsega premoga in dobavlja trem največjim termoelektrarnam, ki pokrijejo dobro polovico celotne proizvodnje elektrike, maja poplavljeni). Po podatkih za obdobje januar-oktober se je industrijska proizvodnja na letni ravni znižala za 6,3 odstotka.

2.2 Gospodarska politika vlade

Potem ko je vlada sprejela revidirani proračun za letošnje leto in potrdila nekatere pomembne reforme, je bil z MDS konec novembra sklenjen dogovor o novem »stand by« posojilu v vrednosti ene milijarde evrov za obdobje 36 mesecev (sporazum bo upravni odbor MDS potrdil februarja 2015). Osrednji cilj novega sporazuma je znižanje proračunskega primanjkljaja in javnega dolga. Pogovori med obema stranema so se začeli septembra, oktobra je bil sprejet revidirani proračun za leto 2014, decembra pa potrjen še proračun za leto 2015. MDS podpira oba proračuna. Pred sprejetjem proračunov je morala vlada sprejeti še nekatere pomembne gospodarske reforme, ki bodo tudi izboljšale konkurenčnost poslovnega okolja. Med drugim so bile tako potrjene dopolnitve delovne zakonodaje, ki izboljšujejo fleksibilnost na trgu dela; sprejete spremembe pokojninskega in invalidskega zavarovanja; zvišana delovna doba za ženske s 60 na 65 let; sprejeta je bila nova stečajna zakonodaja in dopolnitve privatizacijske zakonodaje, ki bodo izboljšale upravljanje državnih podjetij, znižale proračunske izdatke za subvencije tem podjetjem ter pritegnile nove tuje vlagatelje; sprejete so bile davčne spodbude za podjetja, ki bodo na novo zaposlovala; vlada pa je skupaj s poslovnimi bankami tudi oblikovala ugodne kreditne linije v vrednosti okoli 1,2 milijarde evrov za podporo podjetjem.

Srbija nujno potrebuje nove vlagatelje, še posebej glede na to, da je projekt Južni tok zaustavljen. Vlada si zato prizadeva za izboljšanje regulativnega in poslovnega okolja. Decembra 2014 bo tako parlament odločal o sprejetju novega zakona o prostorskih in gradbenih zadevah, ki bi ob potrditvi v parlamentu lahko v veljavo stopil do sredine februarja 2015. Glede na raziskavo Svetovne banke »Doing Business 2015« je Srbija po enostavnosti poslovanja na 91. mestu med 189 državami (poslabšanje za 14 mest glede na lansko leto), kar zadeva pridobivanje gradbenih dovoljenj pa je šele na 186. mestu. Po podatkih Svetovne banke je potrebnih 90 dni za pridobitev gradbenega dovoljenja, po podatkih ministrstva za gradbeništvo, transport in infrastrukturo pa kar 216 dni (včasih se čakalna doba zavleče tudi preko enega ali več let). Novi zakon bi ta rok skrajšal na 28 dni. Poleg tega bi imelo vsako mesto svojega načelnika za planiranje, ki bi nadziral in koordiniral gradbene projekte, kar bi vlagateljem po oceni znižalo stroške za 20 do 40 odstotkov. Z novim zakonom bi uredili in preprečili tudi nadaljnje črne gradnje, ki so še zelo razširjene.

2.3 Fiskalna politika in proračun

Po ocenah EIU bo letošnji proračunski primanjkljaj predstavljal 7 odstotkov BDP, po ocenah Narodne banke Srbije bo nekoliko višji in bo predstavljal 7,5 odstotka BDP, po ocenah MDS pa 8 odstotkov BDP. V letu 2015 se bo primanjkljaj z nadaljnjo restriktivno fiskalno politiko po ocenah EIU znižal na 5,6 odstotka BDP. Vlada je oktobra sprejela revidirani proračun za letošnje leto, ki vključuje progresivno zniževanje plač v javnem sektorju in pokojnin (vse pokojnine in plače, ki presegajo 208 evrov, so bile znižane za 22

do 25 odstotkov, plače v javnem sektorju, višje od 208 evrov, pa bodo linearno znižane za 10 odstotkov), predloge za znižanje števila zaposlenih v javnem sektorju in druge ukrepe za znižanje javnih izdatkov, med drugim tudi znižanje subvencij za velika državna podjetja. Večina teh ukrepov bo imela večjo težo pri znižanju javnih izdatkov v prihodnjem letu, zniževanje javnih izdatkov, načrtano letos, pa se bo ob zadostni stopnji rasti BDP nadaljevalo tudi v letu 2016. Sredi decembra je vlada sprejela proračun za prihodnje leto, v katerem načrtuje prihodke v višini okoli 7,5 milijarde evrov in odhodke v višini 8,8 milijarde evrov, tako da bo primanjkljaj po ocenah znašal 1,3 milijarde evrov. Vlada v okviru fiskalne politike za prihodnje leto napoveduje reforme na področju upravljanja javnih podjetij (javni izdatki se bodo znižali predvsem na račun subvencij državnim podjetjem; v proračunu npr. prvič ni nobenih jamstev za posojila državni plinski družbi Srbijagas) in reševanje statusa podjetij, ki so v procesu prestrukturiranja in privatizacije, reformo javne uprave, zagotavljanje večje energetske neodvisnosti države in znižanje primanjkljaja na področju energetike. V prihodnjem letu se ne predvideva znižanja socialnih izdatkov in povišanja davkov (povišanje prihodkov od davkov bo vlada dosegla preko bolj učinkovitega pobiranja davkov). Proračun za leto 2015 podpira tudi MDS in hkrati opozarja, da bo morala vlada zagotoviti popolno transparentnost vseh proračunskih transakcij, saj pretekle izkušnje kažejo, da so bili proračunski primanjkljaji pogosto višji od uradnih ocen. Primanjkljaj se bo tako kot doslej pokrival predvsem z novim zadolževanjem, doma in v tujini.

Vlada ocenjuje, da bodo potrebna približno tri leta, da bi lahko proračunski primanjkljaj znižali na vzdržnih 2,5 odstotka BDP, zato je srednjeročni cilj znižanje proračunskega primanjkljaja na okoli milijardo evrov do leta 2017. Tudi EIU in MDS napovedujeta postopno zniževanje proračunskega primanjkljaja v prihodnjih letih, vendar sta pri svojih ocenah manj optimistična. EIU ocenjuje, da se bo proračunski primanjkljaj šele v letu 2019 znižal pod 3 odstotke BDP (na napovedanih 2,7 odstotka BDP). V kasnejših letih naj bi se znižal tudi javni dolg, ki bo letos in v prihodnjih dveh letih še ostal visok in bo po ocenah predstavljal skoraj 70 odstotkov BDP.

2.4 Monetarna politika, inflacija in tečaj

Osrednji cilj monetarne politike centralne banke ostaja nadaljnje zniževanje inflacije preko uravnavanja dvotedenske referenčne obrestne mere. Centralna banka je letos zaradi nižjih inflatornih pritiskov trikrat (maja, junija in novembra) znižala referenčno obrestno mero (skupno za 1,5 odstotne točke), tako da sedaj znaša 8 odstotkov. Za zadnje znižanje obrestne mere se je centralna banka lahko odločila tudi zato, ker je vlada oktobra sprejela ukrepe za fiskalno konsolidacijo in nekatere strukturne reforme, zaupanje investitorjev pa zvišuje tudi zagotovilo MDS glede sklenitve novega »stand by« sporazuma s Srbijo. Inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin, se je v letošnjem letu gibala okoli spodnje meje ciljne inflacije centralne banke. Ciljna inflacija centralne banke za letošnje leto (pa tudi za prihodnji dve leti) je od 2,5 do 5,5 odstotka (4 odstotke, dovoljeno

odstopanje $\pm 1,5$ odstotne točke). V prvem četrtletju je inflacija znašala 1,2, v drugem 0,8, v tretjem četrtletju pa 0,3 odstotka na letni ravni. Oktobra je inflacija znašala 1,8, novembra pa 2,4 odstotka. Kljub temu da je dinar v zadnjih mesecih izgubljal na vrednosti, so inflacijo nizko ohranjale nižje svetovne cene nafte in nizko domače povpraševanje. Ob predpostavki, da bo fiskalna politika ostala restriktivna, kar bo od vlade zahteval tudi MDS v okviru novega sporazuma, bo inflacija ostala relativno nizka tudi v prihodnjih dveh letih. Po ocenah EIU bo povprečna stopnja inflacije letos znašala 2,2 odstotka, v letu 2015 pa 2,8 odstotka. V letu 2016 naj bi po njihovih ocenah narasla na 3,5 odstotka ter se v naslednjih treh letih ustalila na dobrih 3 odstotkih. Glede na to, da se je Srbija več let soočala z visoko inflacijo (lani je znašala 7,6 odstotka), so te napovedi ugodne in v skladu s cilji centralne banke.

Povprečni tečaj dinarja do evra bo letos po ocenah znašal 117,1 dinarja za en evro ter na približno enakem nivoju ostal tudi v letu 2015. Centralna banka ne dovoljuje prevelikega nihanja deviznega tečaja dinarja do evra, zato bo tudi v prihodnje intervenirala s prodajo deviz. Vrednost dinarja je v drugi polovici leta močno padala, tako da je dinar po podatkih z dne 1. decembra 2014 na letni ravni do evra nominalno depreciriral za 5,1 odstotka, do dolarja pa za 14 odstotkov. Povprečni tečaj dinarja do dolarja bo letos po ocenah znašal 88,13, v letu 2015 pa 96,19 dinarja za en dolar.

2.5 Bančni sektor

MDS ugotavlja, da je srbski bančni sektor stabilen, dobro kapitaliziran in likviden, vendar pa se je v letošnjem letu povečal delež slabih posojil. Medtem ko so slaba posojila konec decembra 2013 po podatkih MDS predstavljala 21,4 odstotka celotnih posojil, so do konca junija 2014 narasla na 23 odstotkov in se po zadnjih podatkih centralne banke do novembra niso znižala. To je eden od najvišjih deležev slabih posojil v regiji, saj imata samo Grčija in Ciper višji nivo slabih posojil (25 odstotkov). Slaba posojila so letos narasla zaradi povečanja zadolženosti podjetij v zasebnem sektorju, nizke rasti prihodkov podjetij, deprecije dinarja in slabega upravljanja v nekaterih poslovnih bankah in podjetjih (Privredna banka je že lani izgubila dovoljenje za poslovanje, saj naj bi posojala denar na podlagi nezadostnega zavarovanja s premoženjem; v začetku letošnjega leta je bilo zaradi podobnih obtožb dovoljenje za poslovanje odvzeto Univerzal banki; s podobnimi obtožbami pa se trenutno sooča tudi Srpska banka). Tveganja, ki izhajajo iz slabih posojil, zmanjšuje dejstvo, da imajo srbske banke dovolj visoke rezervacije, poleg tega centralna banka izvaja strog nadzor nad komercialnimi bankami, vlada pa pripravlja celovito strategijo, s pomočjo katere bodo znižali obseg slabih posojil in zadolženost podjetniškega sektorja ter povečali kreditno sposobnost zasebnega sektorja.

Medtem ko se je turška državna banka Halkbank nazadnje odločila, da na srbski trg ne bo vstopila in ni kupila 76,76-odstotnega deleža v Čačanski banki, pa na srbski bančni trg vstopa mednarodni konglomerat Royal Group, s sedežem v Združenih arabskih emiratih, ki

je v Srbiji letos poleti odprl banko z imenom Mirabank. To je prva nova neposredna tuja naložba (angl. *greenfield*) v srbskem bančnem sektorju od leta 2008. Septembra je norveški mobilni operater Telenor v Srbiji ustanovil banko, v katero so vložili 40 milijonov evrov in je v stoddstotni lasti družbe (v letu 2013 so v ta namen kupili KBC Banko Beograd). Banka je bila ustanovljena za potrebne mobilnega bančništva in je prva taka banka v regiji. Mobilno bančništvo bo zagotavljal tudi Telekom Srbije, ki v ta namen prevzema Dunav Banko. Mednarodna finančna korporacija (v okviru Skupine Svetovna banka) je oktobra letos Komercialni banki Beograd odobrila posojilo v vrednosti 15 milijonov dolarjev, ki bo namenjeno povečanju obsega hipotekarnih kreditov gospodinjstvom. Komercialna banka Beograd je največja banka v domači zasebni lasti in druga največja v Srbiji, njen tržni delež pa narašča.

2.6 Nezaposlenost in plače

Povprečna stopnja nezaposlenosti bo letos po ocenah EIU znašala 26,1 odstotka, v prihodnjih dveh letih pa se bo po napovedih znižala na 25,5 oziroma 24,8 odstotka. K znižanju brezposelnosti bodo pripomogli višja rast BDP, krepitev industrijske proizvodnje in izvoza, še najbolj pa napovedano povečanje tujih neposrednih naložb, saj so predvsem tuji vlagatelji tisti, ki v Srbiji ustvarjajo nova delovna mesta. Nezaposlenost se je letos po podatkih Srbskega statističnega urada nekoliko znižala, zaposlenost pa povišala. Povprečna stopnja nezaposlenosti, merjena kot delež nezaposlenih v celotnem aktivnem prebivalstvu, je v tretjem četrtletju letošnjega leta znašala 17,6 odstotka (17,1 odstotka za moške in 18,4 odstotka za ženske), kar je za 3,2 odstotne točke manj kot v prvem četrtletju letošnjega leta in najnižja stopnja nezaposlenosti od leta 2010. Nezaposlenost je bila najvišja v južni in vzhodni Srbiji, kjer je znašala 20,3 odstotka, v Vojvodini je bila 18,1-odstotna, v Beogradu 17,3-odstotna, v Šumadiji in zahodni Srbiji pa je znašala 15,6 odstotka. Od vseh nezaposlenih je prvih iskalcev zaposlitve dobra tretjina. Problematična ostaja tudi dolgoročna brezposelnost, saj več kot polovica vseh brezposelnih delo išče delo več kot eno leto. Glede na izobrazbeno strukturo je največ nezaposlenih med nekvalificiranimi delavci (okoli 30 odstotkov). Srbija se sooča tudi z begom možganov, saj veliko mladih takoj po zaključku študija zapusti državo, kar bi srednjeročno lahko vodilo v pomanjkanje visoko kvalificirane delovne sile. Stopnja zaposlenosti (delež zaposlenih v celotnem prebivalstvu, starejšem od 15 let) je v tretjem četrtletju znašala 40,6 odstotka (47,8 odstotka za moške in 34 odstotkov za ženske), kar pomeni izboljšanje za 2,2 odstotne točke. Delo na črno je precej razširjeno, saj je stopnja neformalne zaposlenosti v tem obdobju znašala 23,4 odstotka in se je glede na prvo četrtletje povišala za 2,9 odstotne točke. Nova delovna zakonodaja bo po ocenah olajšala zaposlovanje ter znižala neformalno zaposlenost.

Plače so nizke in se v zadnjih dveh letih zaradi restriktivnih fiskalnih ukrepov, ki jih zahteva MDS, realno znižujejo. V obdobju januar–oktober 2014 je bila povprečna bruto plača na letni ravni nominalno višja za 1,6 odstotka, realno pa nižja za 0,5 odstotka.

Povprečna neto plača je bila v tem obdobju na letni ravni nominalno višja za 1,8 odstotka, realno pa nižja za 0,3 odstotka. Po zadnjih podatkih je povprečna bruto plača oktobra letos znašala 61.963 dinarjev (okoli 515 evrov), nominalna pa 44.938 dinarjev (okoli 370 evrov). Plače so bile glede na september 2014 in glede na oktober 2013 višje, tako nominalno kot realno.

Zaradi visoke nezaposlenosti in nizkih plač je stopnja revščine visoka. Po zadnjih podatkih iz začetka septembra letos kar 1,8 milijona ljudi ali skoraj četrtina prebivalstva živi pod pragom revščine, kar je ena najvišjih stopenj revščine v Evropi. Okoli 600.000 oseb ne zmore odplačevati svojih bančnih posojil in poravnati tekočih stroškov. Problem je najbolj pereč na jugu in jugovzhodu Srbije, kjer je tudi največji delež ljudi, ki živijo v absolutni revščini.

2.7 Zunanja trgovina in tekoči račun plačilne bilance

Podobno kot lani, se bo izvoz blaga tudi letos zvišal, vendar po bistveno nižji stopnji rasti. Hitreje kot lani narašča uvoz, pozitivno pa je, da narašča počasneje od izvoza. Zunanjetrgovinski primanjkljaj bo letos predstavljal 12,7 odstotka BDP, v prihodnjih dveh letih pa se bo ob predpostavki, da se bo ohranila višja rast izvoza od uvoza, po napovedih znižal na 12,5 oziroma 12,3 odstotka BDP. Blagovni izvoz bo letos znašal 15, uvoz pa 20,6 milijarde dolarjev. Rast izvoza tudi letos spodbujajo posamezna podjetja s tujim kapitalom, ki so na novo zagnala proizvodnjo (lani je k povišanju izvoza največ prispeval Fiat). Tako v izvozu kot uvozu sta največji postavki industrijski proizvodi ter stroji, naprave in transportna oprema. Srbija največ izvažata v Italijo, Nemčijo, BiH in Rusijo, uvažata pa prav tako največ iz Italije in Nemčije ter Rusije in Kitajske.

Glede na to, da ima Srbija z Rusijo sklenjen prostotrgovinski sporazum in da so ruske sankcije do EU držav še vedno v veljavi, bi srbska podjetja lahko svoj položaj še bolje izkoristila. Srbi in Rusi so lani imeli rekordno blagovno menjavo, dobre tri milijarde dolarjev, kar je 11,6 odstotka več kot leto prej, vendar Srbija v trgovinski bilanci z Rusijo beleži visok primanjkljaj. Uvoz iz Rusije je zrasel za skoraj sedem odstotkov, na slabi dve milijardi dolarjev, srbski izvoz na ruski trg pa je bil večji kar za dobrih 22 odstotkov in znašal dobro milijardo dolarjev (7,3 odstotka celotnega izvoza). Iz Srbije je v Rusijo lani izvažalo 768 podjetij, ki so prodajala 1.372 različnih izdelkov. Največ so izvozili ženskih nogavic, preprog in tapet, jabolk, večslojnih talnih površin, zdravil za prodajo na drobno, obtočnih črpalk za ogrevalne sisteme ter cevi iz rafiniranega bakra in gumijastih zaščit za osebna vozila. Srbi pa so iz Rusije uvozili največ plina, aluminija in žic iz rafiniranega bakra. V letošnjem letu naj bi Srbiji po ocenah uspelo vsaj nekoliko izkoristiti rusko blokado uvoza nekaterih prehrabnih in kmetijskih izdelkov iz EU. Povišanje izvoza kmetijskih izdelkov, ki bo po ocenah 50-odstotno (okoli 200 milijonov evrov več), bi bilo lahko večje, vendar so srbski proizvajalci teh proizvodov zaradi letošnjih poplav utrpeli velike škode. Rusija je na seznam privilegiranih izdelkov za uvoz iz Srbije letos dodala še

nekatero vrsto sirov in drugih mlečnih izdelkov, kar bo še okoli 30 srbskim proizvajalcem omogočilo izvoz v Rusijo (prej zaradi omejitev na tem področju niso mogli izvažati). Srbija se predvsem zavzema, da bi na seznam privilegiranih izdelkov dodali Fiata 500, ki ga proizvajajo v Kragujevcu, kar bi tudi dejansko močno vplivalo na povišanje srbskega izvoza. Srbski premier je po obisku Rusije dejal, da se bodo za tak dogovor morali še potruditi in da ne bo lahko.

Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance, ki se je lani zaradi nižjega zunanjetrgovinskega primanjkljaja prepolovil, se bo letos ohranil na enaki ravni ter predstavljal 6,6 odstotka BDP. V prihodnjem letu se bo zaradi nižjega zunanjetrgovinskega primanjkljaja po napovedih znižal na 6,3 odstotka BDP, v letih 2016–2019 pa stabiliziral na okoli 5,3 odstotka BDP. V bilanci tekočih transferov bo presežek, ki je predvsem posledica nakazil delavcev iz tujine, v letih 2014–2016 znašal približno 4 milijarde dolarjev. Primanjkljaj dohodkovne bilance bo v tem obdobju povprečno znašal slabe 1,9 milijarde dolarjev letno. Storitvena bilanca bo izkazovala presežek v višini okoli 600 milijonov dolarjev letno. Tekoči primanjkljaj se bo letos pokrival z novim zadolževanjem, saj bodo prilivi od tujih naložb zadostni le za pokrivanje polovice primanjkljaja. V letu 2015 bodo tuje neposredne naložbe zadostne za 84,4-odstotno pokrivanje tekočega primanjkljaja, že v letu 2016 pa bo tekoči primanjkljaj lahko v celoti pokrit s prilivi od tujih naložb.

2.8 Privatizacija in tuje naložbe

Vlada je avgusta napovedala pospešitev privatizacije. V začetku avgusta so bila sprejeta dopolnila k zakonu o privatizaciji, ki predvidevajo, da bodo privatizacijo preostalih 584 državnih in družbenih podjetij z okoli 100.000 zaposlenimi končali do 31. decembra 2015 (od teh podjetij jih je 161 z okoli 55.000 zaposlenimi v procesu prestrukturiranja). Dopolnitve zakona o privatizaciji ponujajo večjo fleksibilnost glede izbire modela ali metode privatizacije. Ta podjetja predstavljajo veliko breme za proračun, saj se za njih neposredno iz proračuna letno namenja okoli 800 milijonov dolarjev. Med drugim se privatizira tudi Železarna Smederevo, ki je eden največjih srbskih izvoznikov. Za nakup 80,01-odstotnega deleža se je v začetku decembra prijavilo deset mednarodnih vlagateljev (ameriška družba Esmark naj bi bila najverjetnejši kupec). Telekom Srbije bo privatiziran, če bo vladi uspelo doseči določeno ceno in pogoje, sicer ne bo prišlo do sprememb v sedanji lastniški strukturi. Država ima v družbi 58,1-odstotni delež, javni razpis pa bo predvidoma objavljen v začetku leta 2015. Elektroprivreda Srbije bo najprej dokapitalizirana, nato privatizirana.

Letošnje tuje neposredne naložbe bodo po ocenah CMSR znašale okoli 1,5 milijarde dolarjev (po ocenah EIU 1,2 milijarde dolarjev), v prihodnjih dveh letih pa po napovedih EIU narasle na 2,2 oziroma 2,4 milijarde dolarjev. Glede na to, da bodo v prihodnjem letu privatizirana tudi nekatera večja podjetja in da vlada aktivno spreminja zakonodajo, da bi

pritegnila več tujih vlagateljev, bi bile lahko neposredne naložbe v prihodnjih dveh letih po ocenah CMSR tudi višje. Po podatkih za obdobje januar–oktober 2014 je Srbija pritegnila za 1,15 milijarde evrov tujih neposrednih naložb. Trenutno so v teku pogovori glede novih naložb s strani 46 podjetij iz Francije, Nemčije, Turčije, Japonske, Italije in Finske. Nove naložbe naj bi ustvarile okoli 21 tisoč novih delovnih mest. Ena od naložb je že bila realizirana – nemško podjetje Fresenius Medical Care, ki je eden največjih svetovnih proizvajalcev dializnih storitev in proizvodov, je v mestu Vršac odprlo novo tovarno v vrednosti 16 milijonov evrov. Srbija se gospodarsko povezuje tudi s Kitajsko. Sredi decembra je v Beogradu potekal vrh Kitajske in 16 držav srednje in vzhodne Evrope, kjer se je Srbija s kitajskimi partnerji pogajala o nekaj velikih projektih. Gre za modernizacijo in gradnjo hitre železnice Beograd–Budimpešta, ki naj bi bila končana v dveh letih, Kitajska pa naj bi jo podprla s posojilom dobrih osmih milijard evrov (projekt vključuje Srbijo, Madžarsko, Makedonijo in Grčijo). Kitajski partnerji naj bi se strinjali tudi z nadaljevanjem sodelovanja pri modernizaciji termoelektrarne Kostolac. Med bivanjem v Srbiji je kitajski premier tudi uradno odprl most čez Donavo v Beogradu, ki ga je zgradila kitajska družba. Predstavniki kitajske razvojne banke so napovedali dodatne naložbe v Srbijo, predvsem v infrastrukturo.

Srbija je kot prva država v regiji ustanovila t.i. Nacionalni odbor za investicije, ki bo osredotočen na večje infrastrukturne projekte. Odbor za investicije bo zadolžen za pripravo, koordinacijo in nadzor nad večjimi infrastrukturnimi projekti. Člani odbora za investicije bodo ministri za rudarstvo in energetiko, gradbeništvo, transport in infrastrukturo, kmetijstvo, gospodarstvo ter javno upravo, predsedujoča pa bosta minister za finance in nacionalni koordinator za predpristopno pomoč EU. Vlada med prednostmi vlaganj v državo izpostavlja enostaven postopek ustanovitve podjetja (traja pet dni), poceni in izobraženo delovno silo, 15-odstotni davek na dobiček, subvencijo za nova delovna mesta (julija 2014 je začel veljati zakon, po katerem bodo zaposlovalci, ki zaposlijo vsaj devet ljudi, del plačila davkov in prispevkov na plače dobili povrnjen), nove zakone za privlačnejše poslovno okolje in sporazume o prosti trgovini, predvsem z Rusijo (Srbija je edina evropska država, ki ima prostotrgovinski sporazum z Rusijo), Belorusijo, Kazahstanom, Turčijo ter državami članicami Evropskega združenja za prosto trgovino in Srednjeevropskega sporazuma o prosti trgovini in še stabilizacijsko pridružitveni sporazum z EU. Med zainteresiranimi za ruski trg niso zgolj podjetja z zahodnega Balkana, temveč tudi podjetja iz EU (letos je v Srbiji odprlo tovarno italijansko podjetje za proizvodnjo hladilnikov za trgovine De Rigo, njihov cilj pa je prav vstop na ruski trg brez carinskih dajatev). V splošnem velja, da se za vzpostavitev proizvodnje v Srbiji z namenom izvažanja v Rusijo odločajo tista podjetja, ki jim pri vzpostavitvi proizvodnje ni treba vložiti velikih sredstev. Izdelki, ki so pri izvozu v Rusijo oproščeni carinskih dajatev, morajo imeti vsaj 50,1 odstotka dodane vrednosti ustvarjene v Srbiji. Sporazum o prosti trgovini zajema 99 odstotkov srbskih proizvodov. Pri izvozu v Rusijo iz držav, kjer ne veljajo prostotrgovinski privilegiji, se sicer carinske dajatve na uvoz izdelkov in storitev v

Rusijo, kot tudi druge oblike posredne in neposredne zaščite, gibljejo med petimi in 25 odstotki deklarirane vrednosti, povprečje pa je okoli 20 odstotkov.

2.9 Zunanji dolg in devizne rezerve

Celotni zunanji dolg bo konec leta 2014 po ocenah znašal 35,6 milijarde dolarjev in bo v BDP predstavljal 80,7 odstotka. Glede na konec leta 2013 bo skupni zunanji dolg višji za 2,5 odstotka, njegov delež v BDP pa bo višji za 4,6 odstotne točke. V prihodnjih dveh letih bo zunanji dolg še naraščal – do konca leta 2015 se bo po napovedih zvišal na 36,4, do konca leta 2016 pa na 37,8 milijarde dolarjev. Njegov delež v BDP bo v letu 2015 narasel na 88 odstotkov, v letu 2016 pa naj bi znašal 86,8 odstotka. Srbija bo tako tudi srednjeročno ostala visoko zadolžena država, vendar finančno tveganje znižuje ugodna struktura zunanjega dolga. Kratkoročni zunanji dolg je namreč nizek in se tudi v prihodnjih dveh letih ne bo bistveno zvišal (znašal bo dobro milijardo dolarjev), njegov delež v celotnem zunanjem dolgu pa bo ostal na okoli 3 odstotkih. Zunanji dolg narašča zaradi visokega proračunskega primanjkljaja in primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance, ki se pokrivata predvsem z novim zadolževanjem v tujini. Povečuje se zlasti srednje- in dolgoročni dolg do zasebnih kreditorjev, ki ima tudi največji delež v celotnem dolgu. Konec letošnjega leta bo znašal 23,1 milijarde dolarjev, do konca leta 2016 pa bo po napovedih narasel na 24,7 milijarde dolarjev. Na drugem mestu je dolg do javnih multilateralnih kreditorjev, ki bo konec leta 2014 znašal 6,8 milijarde dolarjev, konec leta 2016 pa 7,7 milijarde dolarjev. Dolg do javnih bilateralnih kreditorjev je približno polovico nižji od dolga do multilateralnih kreditorjev. Dolg do MDS letos znaša 1,4 milijarde dolarjev, v prihodnjih dveh letih pa se bo po napovedih znižal na 1,1 oziroma 0,9 milijarde dolarjev.

Celotno servisiranje zunanjega dolga se bo v letošnjem letu znižalo za skoraj eno milijardo in znašalo 5,2 milijarde dolarjev ter predstavljal 21,8 odstotka izvoznih prilivov. V letu 2015 se bo servisiranje povečalo in po napovedih znašalo 5,4 milijarde dolarjev (22,4 odstotka izvoznih prilivov), v letu 2016 pa znižalo nazaj na 5,2 milijarde dolarjev (20,6 odstotka izvoznih prilivov). Večino servisiranja zunanjega dolga predstavljajo odplačila glavnice, ki bodo letos znašala 4,1 milijarde dolarjev, v letu 2015 4,2, v letu 2016 pa 3,9 milijarde dolarjev. Pri tem bodo od 83 do 86 odstotkov predstavljala odplačila zasebnim kreditorjem. Odplačila obresti na zunanji dolg se bodo po ocenah povečala z letošnje 1,1 na 1,2 oziroma 1,3 milijarde dolarjev v prihodnjih dveh letih. Tudi pri obrestih večino, okoli 73 odstotkov, predstavljajo odplačila obresti na dolg do zasebnih kreditorjev. Vlada po ocenah CMSR ne bo imela težav s servisiranjem zunanjega dolga, saj tveganje neplačila znižujejo visoke devizne rezerve. Te bodo konec letošnjega leta znašale 13,7 milijarde dolarjev, do konca leta 2015 se bodo po napovedih povečale na 17,3, do konca leta 2016 pa na 19,3 milijarde dolarjev. Letos zadostujejo za 6,6-mesečno pokrivanje uvoza, v letu 2015 bodo zadostne za še višje 8,4-mesečno, v letu 2016 pa kar za 9,1-mesečno pokrivanje uvoza.

3. DVOSTRANSKI ODNOSI

3.1 Sporazumi

Med Slovenijo in Srbijo so podpisani in ratificirani naslednji za gospodarstvo najpomembnejši sporazumi:

- Stabilizacijsko-asociacijski sporazum med EU in Srbijo (podpisan je bil 29. aprila 2008),
- Sporazum o spodbujanju in zaščiti naložb,
- Sporazum o izogibanju dvojnega obdavčevanja,
- Sporazum o trgovinskem in gospodarskem sodelovanju,
- Sporazum o znanstvenem in tehnološkem sodelovanju,
- Sporazum o mednarodnem prevozu potnikov in blaga,
- Sporazum o zračnem in kombiniranem prometu,
- Socialni sporazum,
- Sporazum o sodelovanju na področju turizma, in
- Sporazum o razvojnem sodelovanju.

Oktobra 2013 je bil med obema stranema podpisan Memorandum o gospodarskem sodelovanju na tretjih trgih. Predstavniki obeh vlad so istega meseca podpisali še sporazum o izmenjavi tajnih podatkov, memorandum o sodelovanju v energetiki in protokol o sodelovanju v izobraževanju. Na področju davka na dodano vrednost sta Srbija in Slovenija 1. oktobra 2013 uveljavili načelo polne vzajemnosti pri vračilu dajatve po iznosu blaga iz države (popolno vzajemnost je mogoče uveljaviti za račune, izdane od vključno 1. oktobra 2013). Med državama bo potrebno skleniti še Sporazum o premoženjsko-pravnih razmerjih, ki je posredno vezan na določbe aneksa G Sporazuma o sukcesiji.

3.2 Blagovna menjava

Po podatkih Statističnega urada RS je slovenski izvoz v Srbijo v letu 2013 znašal 664,8 milijona evrov, uvoz iz Srbije pa 411,9 milijona evrov. Izvoz se je povečal za 1,6 odstotka in v celotnem slovenskem izvozu predstavljal 3,1 odstotka, uvoz pa za 13,2 odstotka (1,9-odstotni delež v celotnem slovenskem uvozu). Glede na države, v katere Slovenija največ izvaža, je bila Srbija lani na 7. mestu, v uvozu pa na 13. mestu. V blagovni menjavi s Srbijo je tradicionalno zabeležen presežek, ki pa se postopno znižuje (v lanskem letu se je znižal za 13 odstotkov in znašal 252,9 milijona evrov). Strukturi blagovnega izvoza in uvoza se v lanskem letu nista bistveno spreminjali, pa tudi v letošnjem letu ostajata zelo podobni. V prvih sedmih mesecih leta 2014 je slovenski izvoz v Srbijo znašal 375,6 milijona evrov, uvoz iz Srbije pa 252,4 milijona evrov. Izvoz se je znižal za en odstotek na letni ravni, uvoz pa povečal za 10,6 odstotka. Srbija je bila na 9. mestu v celotnem izvozu

(2,8 odstotka celotnega slovenskega izvoza), v uvozu pa na 14. mestu (1,9 odstotka celotnega slovenskega uvoza).

V prvih sedmih mesecih leta 2014 so bile največje slovenske izvozne postavke v Srbijo sledeče: zdravila za prodajo na drobno (9 odstotkov celotnega izvoza), avtomobili in druga motorna vozila za prevoz ljudi (7 odstotkov), hladilniki, zamrzovalniki in naprave za hlajenje ter toplotne črpalke (3,1 odstotka), deli in pribor za motorna vozila (2,9 odstotka), pralni stroji za gospodinjstva in pralnice (2,7 odstotka), nove zunanje pnevmatične gume (2,6 odstotka) ter elektrotermični aparati in naprave za gospodinjstvo (2,3 odstotka). V tem obdobju se je najbolj povečal izvoz hladilnikov in zamrzovalnikov (za 27 odstotkov), avtomobilov in drugih motornih vozil (za 19,7 odstotka) ter pralnih strojev (za 13,5 odstotka). Največje slovenske uvozne postavke v obdobju januar-julij letošnjega leta so bile: plošče, pločevine in trakovi iz aluminija, debeline nad 0,2 mm (13 odstotkov celotnega uvoza), hladilniki, zamrzovalniki in naprave za hlajenje ter toplotne črpalke (7,3 odstotka), deli obutve (4,1 odstotka), sedeži (4 odstotke), zračne ali vakuumske črpalke (3,7 odstotka), električna energija (3,4 odstotka) ter izolirana žica, kabli in drugi izolirani električni vodniki (3,3 odstotka). V tem obdobju se je najbolj povečal uvoz izolirane žice, kablov in drugih izoliranih električnih vodnikov (za 64 odstotkov), hladilnikov in zamrzovalnikov (za 53,5 odstotka), delov obutve (za 47,8 odstotka) ter zračnih ali vakuumskih črpal (za 41,1 odstotka).

3.3 Slovenske naložbe

Srbija je z izjemo leta 2008, ko je bila na prvem mestu, vseskozi na drugem mestu (za Hrvaško) po vrednosti slovenskih naložb v tujini. Konec leta 2012 so kumulativne slovenske naložbe v Srbijo po podatkih Banke Slovenije znašale 1.382,7 milijona evrov (od tega lastniški kapital 892,6 milijona evrov, terjatve 557,2 milijona evrov ter obveznosti 67,1 milijona evrov), bile na letni ravni nižje za 6,2 odstotka ter v celotnih slovenskih naložbah predstavljale 24,7 odstotka. V letu 2013 so se neposredne naložbe v Srbijo znižale, in sicer kar za 13,6 odstotka, ter konec leta znašale 1.194 milijonov evrov. V celotnih slovenskih naložbah v tujini so predstavljale 23,3 odstotka. V Srbiji je registriranih več kot 1.300 slovenskih podjetij, kar je daleč največ med vsemi tujimi investitorji v Srbiji, skupaj pa slovenska podjetja zaposlujejo približno 35.000 delavcev. Prisotna so skoraj vsa večja slovenska podjetja. V Srbiji delujeta tudi dva poslovna kluba, v Beogradu in Novem Sadu, ki pomagata pri navezovanju stikov med podjetniki iz obeh držav. K spodbujanju gospodarskega sodelovanja in reševanju težav slovenskih podjetij v Srbiji, ki so največkrat posledica neusklajenih predpisov in nedosledne zakonodaje, korupcije, počasne administracije, neučinkovitega pravnega sistema in včasih tudi težav z lokalnimi lobiji, pripomorejo tudi vsakoletna zasedanja Mešane komisije za gospodarsko sodelovanje. Srbija bo kot pomembna destinacija za slovenske neposredne naložbe v tujini ostala zanimiva tudi v prihodnje, saj želijo slovenska podjetja izkoristiti ugodnosti, ki

izhajajo iz prostotrgovinskih sporazumov z Rusijo, Turčijo, Kazahstanom, Belorusijo, Cefto in Efto. V pripravi sta še prostotrgovinska sporazuma z Ukrajino in Azerbajdžanom.

V letošnjem letu se vlaganja v Srbijo nadaljujejo. Letos je svoj položaj v Srbiji utrdila Perutnina Ptuj, ki je odkupila preostalih 2,35 odstotka družbe Topiko in tako postala njena 100-odstotna lastnica. Perutnina Ptuj želi namreč združiti povezana podjetja v enotno delniško družbo Perutnina Ptuj Topiko. Na srbski trg se širi tudi družba Tajfun, ki bo jeseni leta 2015 odprla tovarno v Srbiji. Da je zanimanje slovenskih podjetij za nadaljnja vlaganja v Srbijo še veliko, je potrdila visoka udeležba slovenskih podjetij (okoli 120 predstavnikov skoraj sto slovenskih podjetij) ob letošnjem obisku predsednika Pahorja v Srbiji. Na bilateralnem forumu, ki se ga je udeležilo še okoli 160 predstavnikov 110 srbskih podjetij, sta obe strani izrazili tudi interes za skupne nastope na tretjih trgih. Slovenska podjetja bi lahko bolj izkoristila možnosti nastopa prek srbskih podjetij na ruskem in drugih trgih nekdanje Sovjetske zveze, kot je to denimo storilo Gorenje, ki je investiralo v proizvodnjo v Srbiji, od tam pa velik del izdelkov izvaža v Rusijo. Prostotrgovinska unija, ki so jo oblikovale Rusija, Kazahstan in Belorusija, predstavlja velik trg, kjer živi prek 170 milijonov prebivalcev. Po besedah direktorja ruskega poslovnega kluba v Srbiji so slovenska podjetja zelo zainteresirana za vstop na ruski trg ter s tem namenom odpirajo predstavništva in tovarne v Srbiji. Trenutno poslovni klub pomaga trem slovenskim podjetjem, in sicer podjetju Gallus, ki se ukvarja z avdio tehnologijo, podjetju Žakelj, ki proizvaja pohištvo, in inženiring podjetju Robotina.

Možnosti za nadaljnja vlaganja slovenskih podjetij v Srbiji so še velike. Kažejo se pri izgradnji in posodabljanju transportne (predvsem cestne in železniške, ki je bila še dodatno poškodovana med letošnjimi poplavami, pa tudi letalske – gradnja treh mednarodnih terminalov v Beogradu, Novem Sadu in Nišu) in energetske infrastrukture (obnovljivi viri energije, energetska učinkovitost in energetska infrastruktura), v rudarstvu, zaščiti okolja (v naslednjih desetih letih bo Srbija namenila 10 milijard evrov za sanacijo odpadnih voda, sortiranje in upravljanje z odpadki, zmanjševanje industrijskega onesnaževanja in drugo), informacijski tehnologiji, turizmu, finančnem sektorju ter v pridelavi in proizvodnji hrane.

3.4 Plačila

Plačilna disciplina ostaja slaba, zamude v plačilih pa visoke. Zamude so zaradi nelikvidnosti višje v zasebnem sektorju (samo okoli 40 odstotkov podjetij redno poravnava svoje obveznosti), medtem ko v javnem sektorju od aprila 2013 velja, da morajo država, občine in javna podjetja svoje obveznosti poravnati v 45 dneh. Rok plačila za zasebna podjetja je omejen na 60 dni. Za vse plačilne roke, daljše od predpisanih, se je mogoče dogovoriti le z bančno garancijo ali menico z navedenimi roki plačila. Slovenski izvozniki, ki v Srbiji nimajo svojega podjetja, se odločajo za plačila na avans ali za akreditive. Priporoča se, da slovenska podjetja redno spremljajo svoje kupce in njihov finančni položaj ter takoj ukrepajo ob podaljšanih zamudah plačil. Podjetja si lahko pomagajo z

bonitetnimi informacijami o srbskih podjetjih, ki jih ponuja Narodna banka Srbije. Tuji upniki v Srbiji težje začnejo sodne postopke, ker je potrebno za to v Srbiji odpreti nerezidenčni bančni račun, na katerega bodo prejeli sredstva iz izvršilnega postopka. Izvršilni postopki so dolgotrajni in pogosto neuspešni, skrajšanega postopka pa nimajo. Pravnomočne izvršbe zastarajo v desetih letih. Stečajni zakon, na podlagi katerega Narodna banka Srbije pregleduje izpolnjevanje pogojev za uvedbo stečaja pri vsakem podjetju, ki ima račun blokiran več kot 30 dni, je pripomogel k boljšemu nadzoru nad likvidnostjo podjetij. Od leta 2012 se avtomatsko začne postopek stečaja za podjetja, ki imajo račun blokiran leto dni. Velja tudi predpis, po katerem se dolжник težje izogiba upniku, saj mu centralna banka hkrati blokira vse račune. Narodna banka Srbije zelo pozorno spremlja plačila v tujino, tako da se transakcija včasih lahko zavleče.

4. SREDNJEROČNE PERSPEKTIVE

Srednjeročno politično tveganje Srbije ostaja visoko. Ker ima vladajoča stranka Srbska napredna stranka absolutno večino v parlamentu, njen vodja in premier pa je najvplivnejši politik v državi, ocenjujemo, da se bo vlada na oblasti obdržala celoten mandat. Njeno stabilnost lahko deloma ogrozijo stavke, ki se bodo zaradi nepriljubljenih gospodarskih reform po ocenah nadaljevale, ter očitki glede nadzora nad mediji. V prihodnje bo morala vlada več napora vložiti predvsem v izboljšanje odnosov z državami v regiji, ki so se v zadnje pol leta poslabšali. To od nje v okviru približevanja zahteva tudi EU. Odnosi z EU so se nekoliko ohladili zaradi srbskega nasprotovanja sankcijam EU do Rusije, ki jih Srbija ne namerava uvesti. Pričakujemo, da bo vlada še naprej poskušala ustreči tako EU kot Rusiji in Kitajski, saj potrebuje predvsem ugodne kredite in neposredne tuje naložbe.

Ekonomsko in finančno tveganje bo letos in prihodnje leto še ostalo visoki, kasneje pa se bo ob ugodnejših makroekonomskih gibanjih lahko znižalo. Vladi je uspelo zagotoviti nov »stand by« sporazum z MDS, kar je pozitiven signal za tuje vlagatelje, saj bo gospodarska politika pod nadzorom MDS bolj dosledna. Še posebej to velja za fiskalno politiko, v okviru katere je srednjeročni cilj znižati proračunski primanjkljaj pod 3 odstotke BDP. Vlada ocenjuje, da bo to dosegla že v letu 2017, EIU pa meni, da se bo to zgodilo šele v letu 2019. Ukrepe fiskalne politike bodo morale namreč spremljati tudi strukturne reforme (trg dela, socialno varstvo) in dokončanje privatizacije. Napovedi so negotove tudi zaradi povečanja zunanjih tveganj, ki bi lahko odgnala tuje vlagatelje (eskalacija rusko-ukrajinskega konflikta). Centralna banka bo ob upoštevanju programa fiskalne konsolidacije kratkoročno previdna pri nadaljnjem zniževanju svoje referenčne obrestne mere, srednjeročno, ko se bo izboljšalo stanje v javnih financah, pa lahko pričakujemo nadaljnje znižanje obrestnih mer. Inflacija bo v obdobju 2016–2019 po napovedih v povprečju znašala okoli 3,3 odstotka letno. Dinar bo v tem obdobju tako do evra kot do dolarja nekoliko depreciral. Rast BDP bo v prihodnjem letu še negativna, kasneje pa se bo okrepila ter v obdobju 2016–2019 po napovedih znašala 3,9 odstotka letno. Spodbujala jo bo tako rast vseh treh sestavin domačega povpraševanja, še posebej domačih naložb, kot

tudi izvoza blaga in storitev. Ob predpostavki da bo izvoz naraščal hitreje od uvoza, se bosta zunanjetrgovinski in posledično tudi tekoči primanjkljaj lahko nekoliko znižala. Slednji bo v obdobju 2016–2019 po napovedih predstavljal dobrih 5 odstotkov BDP in se bo v celoti pokrival iz naslova napovedanih prilivov od tujih neposrednih naložb. Zunanji dolg se bo v prihodnjih letih povečeval, vendar bo njegova struktura ostala ugodna, hkrati pa bodo naraščale tudi devizne rezerve, kar zmanjšuje tveganje neplačila obveznosti.

Ocenjujemo, da bodo srednjeročni politični odnosi med državama ostali dobri, gospodarsko sodelovanje pa se bo krepilo. Obseg blagovne menjave bo v prihodnjih letih še naraščal, vendar počasi. Hitreje se bodo krepile višje oblike sodelovanja, predvsem slovenske naložbe v Srbijo in skupni nastopi na tretjih trgih (tudi preko povezovanja s podjetji iz celotne regije bivše Jugoslavije). Naložbe se bodo okrepile zaradi napovedanih velikih investicijskih projektov v Srbiji in sodelovanja slovenskih podjetij v njih ter zaradi koriščenja prednosti srbskih prostotrgovinskih sporazumov. Glede na to, da je polnopravno članstvo v EU za Srbijo še zelo oddaljeno, ocenjujemo, da se slovenskim podjetjem še vedno splača investirati v proizvodnjo v Srbijo in pri izvozu izkoristiti prostotrgovinske sporazume.

5. STATISTIČNI INDIKATORJI

Tabela 1: Osnovni indikatorji

	2013	2014	2015	2016
Število prebivalcev, sredina leta, v mio	7,2	7,2	7,1	7,1
BDP po tekočih cenah, v mlrd USD	45,649	44,141	41,388	43,471
Realna stopnja rasti BDP, v %	2,6	-1,8	-0,4	3,6
BDP per capita po kupni moči, v USD	13.178	13.191	13.441	14.246
Struktura BDP, v %				
-kmetijstvo	11,2	12,1	12,3	12,1
-industrija	27,5	26,2	26,7	26,1
-storitve	61,3	61,6	61,0	61,8
Stopnja inflacije, v %				
-povprečna	7,6	2,2	2,8	3,5
-konec leta	2,2	2,6	3,7	3,4
Saldo državnega proračuna, v % BDP	-4,6	-7,0	-5,6	-4,2
Proračunski prihodki, v % BDP	37,9	39,0	39,4	39,5
Proračunski izdatki, v % BDP	42,5	46,0	45,0	43,7
Javni dolg, v % BDP	63,8	68,0	70,0	69,0

Legenda: USD – ameriški dolar, mlrd – milijard, mio – milijonov.

Vir: EIU, Serbia – Country Report, 2014b, str. 8–9; EIU, Serbia – Country Risk Service, 2014c, str. 12–17.

Tabela 2: Zunanja trgovina

	2013	2014	2015	2016
Izvoz blaga, F.O.B., v mlrd USD	14,010	14,991	15,216	15,672
Uvoz blaga, F.O.B., v mlrd USD	19,528	20,602	22,396	21,008
Trgovinska bilanca/BDP, v %	-12,1	-12,7	-12,5	-12,3
Struktura izvoza, v % celotnega izvoza				
- stroji in transportna oprema	31,0	-	-	-
- industrijski izdelki	19,9	-	-	-
- hrana	14,4	-	-	-
- kemični proizvodi	8,6	-	-	-
Struktura uvoza, v % celotnega uvoza				
- stroji in transportna oprema	27,9	-	-	-
- industrijski izdelki	17,3	-	-	-
- kemični proizvodi	15,4	-	-	-
- mineralna goriva in maziva	15,1	-	-	-
Izvoz po državah, v % celotnega izvoza				
- Italija	16,3	-	-	-
- Nemčija	11,9	-	-	-
- BiH	8,1	-	-	-
- Rusija	7,3	-	-	-
Uvoz po državah, v % celotnega uvoza				
- Italija	11,5	-	-	-
- Nemčija	11,0	-	-	-
- Rusija	9,4	-	-	-
- Kitajska	7,3	-	-	-

Legenda: USD – ameriški dolar, F.O.B. – franko ladja (angl. *free on board*), mlrd – milijard.

Vir: EIU, Serbia – Country Report, 2014b, str. 8–9; EIU, Serbia – Country Risk Service, 2014c, str. 12–17.

Tabela 3: Plačilna bilanca in devizne rezerve

	2013	2014	2015	2016
Blagovna bilanca, v mlrd USD	-5,518	-5,611	-5,180	-5,336
Neto transferji, v mlrd USD	3,941	4,000	3,980	4,150
Neto storitve, v mlrd USD	0,426	0,517	0,634	0,653
Neto dohodki, v mlrd USD	-1,883	-1,800	-2,040	-1,822
Saldo tekočega računa plačilne bilance, v mlrd USD	-3,033	-2,894	-2,607	-2,355
Saldo tekočega računa/BDP, v %	-6,6	-6,6	-6,3	-5,4
Devizne rezerve (brez zlata), konec leta, v mlrd USD	15,431	13,700	17,300	19,280
Devizne rezerve/uvoz blaga in storitev, v mesecih	7,8	6,6	8,4	9,1

Legenda: USD – ameriški dolar, mlrd – milijard, mio – milijonov.

Vir: EIU, Serbia – Country Report, 2014b, str. 8–9; EIU, Serbia – Country Risk Service, 2014c, str. 12–17.

Tabela 4: Zunanja zadolženost

	2013	2014	2015	2016
Skupni zunanji dolg, v mlrd USD	34,749	35,606	36,426	37,754
Skupni srednjeročni in dolgoročni zunanji dolg, v mlrd USD				
-javnim kreditorjem	14,227	14,715	15,158	15,822
-zasebnim kreditorjem	17,876	18,489	19,046	19,881
Kratkoročni zunanji dolg, v mlrd USD	1,000	1,040	1,100	1,150
Kredit MDS, v mlrd USD	1,645	1,362	1,123	0,901
Odplačevanje glavnice, v mlrd USD				
- javnim kreditorjem	0,400	0,450	0,370	0,350
- zasebnim kreditorjem	3,600	3,450	3,630	3,350
- MDS	0,861	0,211	0,216	0,213
Odplačevanje obresti, v mlrd USD				
- javnim kreditorjem	0,193	0,200	0,240	0,260
- zasebnim kreditorjem	1,080	0,800	0,900	0,900
- MDS	0,054	0,035	0,030	0,032
- obresti na kratkoročen dolg	0,068	0,065	0,060	0,060
Odplačevanje skupnega zunanjskega dolga/izvozni prilivi, v %	27,7	21,8	22,4	20,6

Legenda: USD – ameriški dolar, mlrd – milijard, mio – milijonov.

Vir: EIU, Serbia – Country Report, 2014b, str. 8–9; EIU, Serbia – Country Risk Service, 2014c, str. 12–17.

Tabela 5: Specifični indikatorji

	2013	2014	2015	2016
Neposredne vhodne tuje naložbe, v mlrd USD	0,980	1,500	2,200	2,400
Povprečna stopnja nezaposlenosti, v %	27,2	26,1	25,5	24,8
Rast industrijske proizvodnje, v %	2,0	-8,0	4,0	4,0
Menjalni tečaj RSD:USD, povprečje	84,92	88,13	96,19	98,21

Legenda: RSD – srbski dinar, USD – ameriški dolar, mlrd – milijard.

Vir: EIU, Serbia – Country Report, 2014b, str. 8–9; EIU, Serbia – Country Risk Service, 2014c, str. 12–17.

Tabela 6: Blagovna menjava s Slovenijo

	2013	2014*	2015	2016
Slovenski izvoz, v 000 EUR	664.842	375.649	-	-
-zdravila	63.023	33.730	-	-
-avtomobili in druga motorna vozila	38.336	26.146	-	-
-hladilniki, zamrzovalniki in toplotne črpalke	16.841	11.581	-	-
-deli in pribor za motorna vozila	18.647	10.928	-	-
-pralni stroji za gospodinjstva in pralnice	15.440	10.057	-	-
-nove zunanje pnevmatične gume	21.141	9.678	-	-
-elektrotermični aparati in naprave za gospodinjstvo	16.276	8.613	-	-
-traktorji in druga vlečna vozila	7.252	5.562	-	-
-časopisni papir	10.914	5.273	-	-
-kri, človeška, živalska, za uporabo v terapevtske namene	12.708	5.175	-	-
Slovenski uvoz, v 000 EUR	411.929	252.350	-	-
-plošče, trakovi iz aluminija	51.404	32.845	-	-
-hladilniki, zamrzovalniki in toplotne črpalke	26.214	18.415	-	-
-deli obutve	12.080	10.270	-	-
-sedeži in njihovi deli	15.385	9.986	-	-
-zračne ali vakuumske črpalke	11.651	9.280	-	-
-električna energija	16.236	8.624	-	-
-izolirana žica, kabli in drugi izolirani električni vodniki	12.853	8.324	-	-
-odpadki in ostanki železa ali jekla	11.880	7.813	-	-
-deli železniških ali tramvajskih lokomotiv ali tirnih vozil	7.364	5.471	-	-
-polimeri etilena v primarnih oblikah	10.579	5.407	-	-
-elektromehanski gospodinjski aparati z vdanim elektromotorjem	8.114	5.231	-	-

Opomba: *Za leto 2014 so podatki za obdobje januar-julij.

Legenda: Panoge so podane na podlagi 4-mestnih šifer Kombinirane nomenklature.

Vir: SURS, Podatkovni portal SI-STAT, Ekonomsko področje, Zunanja trgovina, Podrobni podatki o izvozu in uvozu blaga in indeksih povprečne vrednosti zunanje trgovine, 2014.

Priloga 2: Seznam v magistrskem delu uporabljenih kratic in okrajšav

BDP	Bruto domači proizvod
BERI	Indeks tveganosti političnega in ekonomsko-pravnega okolja
BiH	Bosna in Hercegovina
CMSR	Center za mednarodno sodelovanje in razvoj
EIU	The Economist Intelligence Unit
ESMA	Evropski organ za vrednostne papirje in trge
EU	Evropska unija
Fitch	Fitch Ratings, Inc.
MDS	Mednarodni denarni sklad
MIGA	Mednarodna agencija za zavarovanje investicij
Moody's	Moody's Investors Service, Inc.
NATO	Severnoatlantsko zavezništvo
OECD	Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj
SEC	Ameriška Komisija za vrednostne papirje
SID banka	SID – Slovenska izvozna in razvojna banka
Standard & Poor's	S&P Global Ratings
ZDA	Združene države Amerike