

UNIVERZA V LJUBLJANI
PRAVNA FAKULTETA

Neža Berlan

**BONITETNE AGENCIJE IN
KRIZA EVRA**

Diplomska naloga

mentor: **prof. dr. Marko Simoneti**

Ljubljana, maj 2013

'Dobiček je bil pomembnejši od analiz.'

- Frank Raiter, nekdanji direktor S&P's (vir: Mladina, 16.12.2010)

'Po mojem mnenju danes na svetu obstajata dve supersili. To so Združene države Amerike in bonitetna agencija Moody's. ZDA te lahko uničijo z bombardiranjem, Moody's pa z znižanjem tvoje bonitetne ocene. In verjemite mi ko rečem, da včasih ni jasno, kdo ima več moči.'

- Thomas L. Friedman, kolumnist New York Times-a (vir: Lawrence J. White: Markets, The credit Rating Agencies, 2010)

'Kadarkoli v finančnem svetu kaj eksplodira, je mogoče najti sledi rating agencij. So sive eminence Wall Streeta, fantomi in gospodarji lutk. Imajo enormno moč nad usodo posojil, podjetij in držav, kljub temu pa le redko kdo postavi pod vprašaj njihova dejanja, kaj šele, da bi morale zanje odgovarjati.'

- Spiegel (vir: Mladina, 13.5.2010)

'Najvišja bonitetna ocena Francije je glavna prioriteta njene vlade.'

- Nicolas Sarkozy, francoski predsednik (vir: Dnevnik, 17.1.2012)

'Rating agencije sicer res živijo od lastne kredibilnosti, zato ni vseeno, kaj počno, toda kot komercialna podjetja so hkrati podvržene logiki profita, ta pa je že marsikoga zapeljala v greh. Njihova prednost je v tem, da ne obstaja neka druga agencija, na katero bi se investitorji lahko obrnili.'

'Šlo je za konflikt interesov, ki se je toleriral zato, ker je bil ta segment dejavnosti za rating agencije daleč najbolj atraktiven.'

'Rating agencije se branijo, da so zgolj specializiran vir informacij, kot na primer časopis. Če vzameš informacijo, prav, ne moreš pa me zaradi tega tožiti.'

- Mojmir Mrak, slovenski ekonomist (vir: Mladina, 13.5.2010)

'Evropa mora pokazati, da se je sposobna zoperstaviti bonitetnim agencijam. Trgi komaj zadihajo, ko jih njihove ocene spet potisnejo v negotovost.'

- Guido Westerwelle, nemški zunanji minister (vir: Dnevnik, 17.1.2012)

'Ocene so bile v primeru podjetij in držav bolj točne kot v primeru kompleksnih finančnih instrumentov. Se pa strinjam, da zadnja znižanja Grčiji in Španiji niso pripomogla k umirjanju razmer na trgih.'

- Wolf Klinz, član Evropskega parlamenta (vir: spletna stran EP, 26.5.2011)

POVZETEK

Namen diplomske naloge je ovrednotiti vlogo bonitetnih agencij v dolžniški krizi evra. Evropski voditelji in predstavniki evropskih institucij so bili namreč ob vse pogostejših znižanjih bonitetnih ocen držav članic evroobmočja mnenja, da so bonitetne agencije, predvsem s pristranskostjo, neupoštevanjem sprejetih ukrepov in reform ter prehitrim in neupravičenim znižanjem bonitetnih ocen držav članic evroobmočja, prispevale k poglobljanju dolžniške krize evra.

Preko zastavljenih tez sem ugotovila, da so bonitetne agencije sicer delovale pristransko, saj so v ameriški krizi javnega dolga leta 2011 zgolj enkrat in to le s strani S&P znižale bonitetno oceno ZDA, medtem ko so bonitetne ocene držav članic evroobmočja, predvsem periferije, zniževale vse od začetka dolžniške krize leta 2009, da so nadalje podeljevale napačne bonitetne ocene oziroma so bonitetne ocene perifernih držav članic evroobmočja neupravičeno zniževale, saj so kreditno sposobnost omenjenih držav vrednotile na podlagi kriterijev, katerih pred dolžniško krizo evra oziroma za druge države niso uporabljale.

Ne glede na njihovo pristransko in neupravičeno delovanje, pa je glavno vprašanje te diplomske naloge ali so se finančni trgi glede na pretekle napake bonitetnih agencij sploh odzivali na informacije bonitetnih agencij? Glede na prebrano literaturo sem ugotovila, da so se finančni trgi v manj kot v polovici primerov odzvali tako, kot je bilo glede na podeljene bonitetne ocene pričakovano. Slednje pomeni, da je v primeru znižanja bonitetne ocene določene države enako verjetno, da se stroški njenega zadolževanja bodisi povišajo, bodisi znižajo oziroma da spremembe bonitetnih ocen držav na obnašanje finančnih trgov ne vplivajo v enaki meri kot je bilo sprva predvideno.

Ključne besede: bonitetne agencije, dolžniška kriza evra, pristranskost, poglobljanje dolžniške krize evra.

ABSTRACT

The purpose of this thesis was to determine the role of the credit rating agencies in the current European debt crisis. Since the credit rating agencies have frequently been downgrading the credit ratings of the Eurozone countries, European leaders and the representatives of many European institutions were of the opinion, that the aforementioned downgrades were bias, that they disregarded the measures and reforms which were undertaken and that they were are to same time too fast and unjust, consequently deepening the crisis once again.

Through set hypothesis I have concluded that the credit rating agencies were indeed bias, especially since only S&P and only once downgraded the credit rating of US when the country was in the middle of its sovereign debt crisis in 2011, whereas the credit ratings of the Eurozone countries, especially the periphery, were downgraded many times since the sovereign debt crisis begun in 2009. I also found credit ratings of the periphery countries of the Eurozone to be false and the downgrades unjust, since the credit ability of the aforementioned countries was tested on different criterias as they were used before the start of the European debt crisis or even as they were used for other countries.

Regardless of the bias and unjust behaviour of the credit rating agencies the main question of this thesis remains whether or not the financial markets even responded to the information of credit rating agencies, since the mistakes of the later were well known? According to the conducted studies, I determined that the financial markets in fact responded as expected in less than half of the matters. The latter means that in case of a sovereign credit rating downgrade, it is equally likely for the costs of the sovereigns' debt to either increase or decrease, meaning that the change in a sovereign credit rating does not affect the behaviour of the financial markets in a way as it was initially assumed.

Key words: Credit rating agencies, European sovereign debt crisis, bias, deepening of the crisis.

KAZALO

POVZETEK/ABSTRACT	4
KAZALO SLIK IN TABEL	8
SLOVAR KRATIC IN TUJIH IZRAZOV	9
1. UVOD	10
2. BONITETNE AGENCIJE	12
2.1. Nastanek in razvoj bonitetnih agencij	12
2.2. Razlogi za centralizacijo in dominantnost bonitetnih agencij ..	13
2.3. Trg bonitetnih agencij	14
2.4. Naloge bonitetnih agencij	15
2.5. Bonitetne ocene	17
2.5.1. Kaj so bonitetne ocene?	17
2.5.2. Predstavitev bonitetnih ocen na primeru bonitetne agencije Moody's.....	18
2.5.2.1. Ocenjevalna lestvica dolgoročnih in kratkoročnih bonitetnih ocen	18
2.5.2.2. Vrste bonitetnih ocen	20
2.5.2.3. Omejitev odgovornosti pri uporabi bonitetnih ocen (eng. Disclaimer)	21
2.5.3. Bonitetne ocene držav (eng. Sovereign Credit Ratings)	23
2.5.3.1. Zakaj je zaželen čim višja bonitetna ocena države?	24
2.5.3.1.1. Country risk	24
2.5.3.1.2. Vpliv znižanja bonitetne ocene države na njeno gospodarstvo	24
2.5.3.2. Način podeljevanja bonitetnih ocen državam	26
2.5.3.2.1. Metodologija bonitetnih agencij Moody's in S&P, ki vpliva na podelitev določene bonitetne ocene državi	27
2.5.3.2.2. Metodologija, ki po mnenju avtorjev raziskav vplivajo na podelitev določene bonitetne ocene državi	30
3. BONITETNE AGENCIJE IN DOLŽNIŠKA KRIZA EVRA	32
3.1. Kaj je dolžniška kriza (evra)?	32
3.1.1. Javni dolg	33
3.1.2. Dolžniška kriza evra	35
3.1.3. Kdaj javni dolg postane problem?	36
3.2. Pregled dogajanja v državah članicah evroobmočja	38
3.2.1. Javni dolg v evroobmočju	38

3.2.2. Zapadlost javnega dolga v evroobmočju.....	39
3.2.3. Proračunski primanjkljaj v evroobmočju.....	39
3.2.4. Ključni dogodki in ukrepi držav članic evroobmočja in evropskih institucij ter odzivi bonitetnih agencij in finančnih trgov (tekem dolžniške krize evra).....	40
3.2.4.1. Ključni dogodki in ukrepi znotraj evroobmočja tekom dolžniške krize evra....	42
3.2.4.2. Nižanje bonitetnih ocen državam članicam evroobmočja tekom dolžniške krize evra	44
3.3. Začetek in izvor dolžniške krize evra ter njenega poglobljanja	50
3.3.1. Slabosti EMU	50
3.3.1.1. Ustanovitev evropske monetarne unije	51
3.3.1.2. Kritike glede zasnove, dokončnega oblikovanja in reševanja težav EMU	57
3.3.1.2.1. Splošne kritike glede zasnove EMU.....	58
3.3.1.2.2. Strukturne napake evra	58
3.3.1.3. Slabosti skladov reševanja EFSF in ESM	60
3.3.1.4. Razlike med stroški zadolževanja držav članic in nečlanic evroobmočja	63
3.4. Prispevek bonitetnih agencij h krizi evra	64
3.4.1. Kritike bonitetnim agencijam	64
3.4.2. Teze	66
3.4.2.1. Teza 1: Pristranskost bonitetnih agencij	66
3.4.2.1.1. Podrobnejši ogled znižanja bonitetne ocene ZDA	68
3.4.2.1.2. Napovedi glede posledic znižanja bonitetne ocene ZDA	71
3.4.2.1.3. Dejanske posledice znižanja bonitetne ocene ZDA	72
3.4.2.2. Teza 2: Zapoznelost oziroma premajhna odzivnost bonitetnih agencij	75
3.4.2.3. Teza 3: Vpliv spremenjene bonitetne ocene države na stroške njenega zadolževanja	78
3.5. Možni scenariji konca evropske dolžniške krize	82
3.5.1. Reševanje evropske dolžniške krize z varčevalnimi ukrepi in strukturnimi reformam.....	82
3.5.2. Oblikovanje bančne, fiskalne, politične unije	83
3.5.3. Izstop Grčije iz evroobmočja	83
3.5.4. Izključitev Grčije ali katerekoli druge države članice evroobmočja	85
3.5.5. Nadzorovana ločitev držav članic evroobmočja	85
3.5.6. Širitev mandata ECB	86
4. ZAKLJUČEK	87
5. VIRI IN LITERATURA	89
Izjava o samostojnem delu	107

KAZALO SLIK IN TABEL

Tabela 1: Ocenjevalna lestvica dolgoročnih bonitetnih ocen bonitetne agencije Moody's.....	19
Tabela 2: Ocenjevalna lestvica kratkoročnih bonitetnih ocen bonitetne agencije Moody's	19
Tabela 3: Gospodarska rast v primerjavi z rastjo zadolženosti določenih držav članic evroobmočja	37
Tabela 4: Zapadlost javnega dolga v primerjavi z BDP določenih držav članic evroobmočja.....	38
Tabela 5: Proračunski primanjkljaj določenih držav članic evroobmočja, izražen v odstotku BDP	38
Tabela 6: Garancije EFSF sklada in rast javnega dolga Nemčije	39
Tabela 7: Ključni dogodki in ukrepi ter odzivi bonitetnih agencij (tekem dolžniške krize evra)...	40

SLOVAR KRATIC IN TUJIH IZRAZOV

BDP- bruto domači proizvod

BMP- Banka za mednarodne poravnave (eng. Bank for International Settlement)

DRŽAVE PIIGS-gre za naslednje države članice evroobmočja: Portugalska, Irska, Italija, Grčija in Španija

ECB- Evropska centralna banka

ECJ- European Court of Justice (Sodišče evropskih skupnosti)

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

EK-Evropska Komisija

EMU-Evropska monetarna unija

eng- angleško

ESM-European Stability Mechanism (Evropski mehanizem za stabilnost)

EU- Evropska unija

GS- Investicijska banka Goldman Sachs

LOLR- Lender of Last Resort

MDS-Mednarodni denarni sklad

npr.- na primer

OECD-Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj)

PDEU- Pogodba o delovanju Evropske unije

SB-Svetovna banka

S&P-bonitetna agencija Standard & Poor's

SEC- Securities and Exchange Commission (Komisija za vrednostne papirje in borzo ZDA)

slo.- slovensko

t.i.- tako imenovano/tako imenovani

ZDA-Združene države Amerike

1. UVOD

Sploh še lahko zaupamo bonitetnim agencijam?

Pred razvojem in razširitvijo kompleksnih finančnih instrumentov, so bonitetne agencije zaradi specifičnih znanj in redkih napak¹ pri podeljevanju bonitetnih ocen, beležile uspešnost ter med vlagatelji uživale ugled. Delovanje bonitetnih agencij v preteklih finančnih krizah², še posebej v svetovni finančni krizi v letih 2008-2009, pa je nakazalo, da bonitetnim agencijam ni uspelo pravilno napovedati prihajajočih dogodkov in finančnim trgom zagotavljati dodatnih informacij, temveč so z zapoznelim odzivanjem na dogodke, podeljevanjem pretirano optimističnih začetnih bonitetnih ocen in pretirano pesimističnih bonitetnih ocen ob koncu omenjenih kriz, oligopolističnim oziroma nekonkurenčnim delovanjem ter z oblikovanjem konfliktov interesov, prispevale tako k nastanku preteklih finančnih kriz, kakor tudi k poglobljanju le teh.

Omenjeno je tako spodbudilo številna namigovanja in očitke glede zanesljivosti delovanja bonitetnih agencij in točnosti podeljenih bonitetnih ocen, ki jih je možno precej dobro opisati s citatom Friedricha Nietzsche-ja: "I'm not upset that you lied to me, I'm upset that from now on I can't believe you."³

Tekom let smo bili tako priča vse več očitkom, naslovljenih na bonitetne agencije glede njihovega negativnega ravnanja in vloge, ki so jo igrale v vseh večjih krizah od poznih 80. let prejšnjega stoletja pa vse do danes. Kakšna pa je bila vloga bonitetnih agencij v evropski dolžniški krizi z začetkom v letu 2009, pa bom poskušala ugotoviti v tej diplomski nalogi.

Tako bom v drugem poglavju opisala nastanek, razvoj, trg in naloge bonitetnih agencij. V tretjem poglavju pa bom predstavila vrste bonitetnih ocen, ki jih omenjene agencije podeljujejo, pri čemer se bom osredotočila predvsem na bonitetne ocene podeljene državam, metodologijo podeljevanje le teh, razloge zaželenosti višjih bonitetnih ocen ter vpliv znižanja omenjenih bonitetnih ocen. Nadalje bom v tretjem poglavju na kratko predstavila tudi pojem in pomen dolžniških kriz ter opisala pregled dogajanja v državah članicah evroobmočja tekom dolžniške krize evra (tako gospodarskega in fiskalnega stanja, pomembnejših dogodkov in ukrepov ter odziva bonitetnih agencij in finančnih

¹ Omenjene napake so se dogodile predvsem zaradi zavajanja bonitetnih agencij in vlagateljev s strani izdajateljev in ne zaradi prepoznega odzivanja oziroma prezrtja dogajanj na finančnih trgih s strani bonitetnih agencij. Poleg tega so bile omenjene napake v primerjavi s številom podeljenih ocen, maloštevilne.

² Mehiška kriza v letih 1994-1995, Azijska kriza v letih 1997-1998, svetovna finančna kriza 2008-2009.

³ Kar bi v prevodu pomenilo: "Nisem razburjen, ker ste mi lagali, razburjen sem, ker vam od sedaj naprej ne morem zaupati." Nenadoma so se namreč začela postavljati vprašanja ali so bonitetne agencije sploh zaupanja vredne, ali so potrebne, in če so, kako bi bilo možno njihovo delovanje spremeniti oziroma regulirati, da se njihove napake ne bi ponavljale?

trgov nanje, kakor tudi začetek in izvor evropske dolžniške krize oziroma slabosti zasnove in delovanja EMU). Za konec pa bom preko zastavljenih tez pristranskosti, zapoznelosti in vpliva spremembe bonitetnih ocen na stroške zadolževanja določene države, poskušala ugotoviti predvsem, ali so najpomembnejše bonitetne agencije⁴, s stalnim zniževanjem bonitetnih ocen držav članic evroobmočja, narekemale in celo pospeševale nepričakovano gibanje finančnih trgov ter s tem še zaostrele dolžniške težave omenjenega območja in dodatno povečale negotovost in nestabilnost finančnih trgov?

Bonitetne agencije so namreč državam članicam evroobmočja v zadnjih štirih letih od začetka dolžniške krize evra leta 2009 močno znižale bonitetne ocene. Z nižanjem bonitetnih ocen pa naj bi se po mnenju evropskih voditeljev in politikov višale obrestne mere izdanih državnih obveznic omenjenih držav, saj naj bi države, katerim so bonitetne agencije podelile nizke bonitetne ocene, za izdane državne obveznice plačevale višje obresti. Omenjeno naj bi povišalo stroške zadolževanja držav in vodilo v prezadolženost držav, s tem pa povzročilo še nadaljnja znižanja bonitetnih ocen ter obenem povečevalo potrebo po finančni pomoči, s tem pa še nadalje poglobljalo dolžniško krizo evrskega območja. Podeljene bonitetne ocene po mnenju EU naj namreč ne bi upoštevale vseh relevantnih dejavnikov, saj naj bi povsem prezrle napore držav pri sprejemu varčevalnih ukrepov in strukturnih reform, ki so predstavljale pogoj za pridobitev finančne pomoči. Prav tako, naj bi bonitetne agencije ne le navajale ugotovitev, temveč podajale svoje sodbe⁵, s tem pa še pospeševale negativne finančne trende, s katerimi se sooča območje evra. Nadaljnje kritike bonitetnim agencijam očitajo, da naj bi bile pred začetkom krize prepozne pri prepoznavanju sprememb kreditne sposobnosti določenih držav članic evroobmočja, medtem ko naj bi tekom krize gospodarski položaj določenih držav članic evroobmočja ocenile prestrogo. Poleg tega naj bi bilo delovanje 3 največjih bonitetnih agencij s sedežem v ZDA in s kar 95% deležem na trgu, pristransko. Omenjene bonitetne agencije naj bi namreč v dolžniški krizi, s katero se soočajo praktično vsa razvita gospodarstva, večinoma in ob kočljivih trenutkih zniževale bonitetne ocene predvsem državam članicam evroobmočja. Ob tem pa bonitetne agencije zgoraj navedene očitke zavračajo in trdijo, da so strukturne in ekonomske težave tiste, ki so povzročile krizo.

Na tem mestu se je torej treba vprašati, kolikšno vlogo so pri poglobljanju dolžniške krize evra igrale bonitetne agencije in ali jim je oziroma v kolikšni meri je bonitetnim agencijam mogoče

⁴ Govorimo o t.i. velikih treh (eng. Big Three), to je o bonitetnih agencijah Moody's, Standard&Poor (v nadaljevanju: S&P) in Fitch Ratings (v nadaljevanju: Fitch).

⁵ Bonitetnim agencijam so očitali, da podobno kot v svetovni finančni krizi, bonitetne ocene niso izražale prave vrednosti finančnih instrumentov oziroma njihovih izdajateljev, temveč so s podeljeno oceno same ustvarjale njihovo vrednost.

očitatih, da je negativna sprememba bonitetne ocene, to je znižanje ali podelitev negativnega obeta določeni državi, na finančnih trgih vzbudila dvom glede kreditne sposobnosti te države, kar je nato povisalo stroške njenega zadolževanja oziroma dvignilo obrestne mere njenih državnih obveznic. Oziroma ali bi do omenjenega, zaradi drugih dejavnikov, katerim finančni trgi pripisujejo večjo vlogo kot podeljenim bonitetnim ocenam, prišlo tudi ob odsotnosti (neupravičenega) delovanja bonitetnih agencij?

2. BONITETNE AGENCIJE

2.1. Nastanek in razvoj bonitetnih agencij

Prva bonitetna agencija je bila ustanovljena leta 1841, ko je Louis Tappan ustanovil trgovsko bonitetno agencijo, namenjeno ocenjevanju sposobnosti kupcev poplačati svoje finančne obveznosti⁶. Izkazalo se je namreč, da so prodajalci lažje zaupali kupcem in jim pošiljali svoje blago v oddaljene kraje, če so imeli bonitetne ocene o njihovi kreditni sposobnosti. Omenjena trgovska bonitetna agencija in njej podobna agencija, ustanovljena 8 let pozneje sta bili predhodnici današnjih bonitetnih agencij. Začetkom le teh pa lahko sledimo vse do leta 1860, ko je Henry Poor izdal publikacijo o železničarski industriji, ki je vsebovala podatke o uspešnosti poslovanja določenih podjetij v omenjeni industriji, in danes velja za predhodnico modernega poročanja o izvedenih analizah obveznic⁷. Razvoj se je nadaljeval leta 1909, ko je John Moody z objavo priročnika, ki je vseboval informacije in statistiko delnic in obveznic določenih finančnih institucij, vladnih agencij ter podjetij, napovedal ustanovitev bonitetne agencije Moody's. Kasneje so sledile še ustanovitve družb Poor's Publishing Company leta 1916, Standard Statistics Company leta 1922 in Fitch Publishing Company leta 1924⁸.

V začetnem obdobju delovanja bonitetnih agencij so bile bonitetne ocene, podeljene določenim vrednostnim papirjem, zbrane v priročnikih, ki so se nato prodajali kupcem teh vrednostnih papirjev. Zasluzki bonitetnih agencij so tako temeljili na naročilih vlagateljev, ki so želeli preveriti kreditno sposobnost izdajateljev, katerih vrednostne papirje so nameravali kupiti. Bonitetne agencije so v zameno za plačilo tako izdale priročnik, v katerem so podale oceno o zmožnosti poplačila in vrstah tveganja, ki so po njihovem mnenju obstajala v povezavi s točno določenimi izdajatelji vrednostnih papirjev.

⁶ Sattar Ammara: Role of credit rating agencies in financial crisis.

⁷ Prav tam.

⁸ Prav tam.

2.2. Razlogi za centralizacijo in dominantnost določenih bonitetnih agencij

Dandanes je precej očitno, da so določene bonitetne agencije, predvsem Moody's, S&P ter Fitch, vodilne bonitetne agencije na trgu, manj znano pa je kako so si priborile omenjeni položaj. Ugodne ocene, podeljene s strani bonitetnih agencij so kaj kmalu postale nujno potrebne za uspešno prodajo vrednostnih papirjev, saj so predstavljale eno izmed informacij, ki so jo vlagatelji potrebovali, to je kreditno sposobnost izdajalcev vrednostnih papirjev. Bonitetne agencije so namreč ob velikem številu informacij, ki so bile glede določenih vrednostnih papirjev in njihovih izdajateljev na voljo na trgu, oblikovale lastna mnenja o kvaliteti določenih vrednostnih papirjev⁹, s tem pa precej olajšale delo vlagateljev. Vendar so se bonitetne agencije, predvsem po finančnem zlomu leta 1929, zaradi slabega predvidevanja padca vrednosti obveznic in nastanka finančne krize, znašle v nezavidljivem položaju, ko so ob izgubi zaupanja v njihovo delo, vlagatelji preprosto prenehali kupovati bonitetne ocene.

Njihova vloga se je ponovno okrepila šele leta 1936, ko so bančni regulatorji v ZDA sprejeli odlok¹⁰, ki je bankam prepovedal nakupe tveganih vrednostnih papirjev oziroma vrednostnih papirjev, ki ne upravičujejo investiranja ter obenem določil, da zgolj priznani priročniki bonitetnih agencij Moody's, Poor's, Standard in Fitch, lahko določijo kateri vrednostni papirji spadajo v kategorijo netveganih vrednostnih papirjev¹¹. V prihajajočih desetletjih so podobne odloke v ZDA sprejeli tudi regulatorji zavarovalniškega sektorja, regulatorji pokojninskih skladov in Komisija za vrednostne papirje in borzo ZDA (eng. US Securities and Exchange Commission, v nadaljevanju: SEC) ter drugi finančni regulatorji po svetu¹², med njimi tudi EU, ki je s pravili Basel II določila, da je eden izmed treh kriterijev, ki določajo kapitalsko ustreznost določene banke, bonitetna ocena dolga banke.

Največjo moč pa je bonitetnim agencijam podelila SEC, s tem, ko je leta 1975 ustanovila Nacionalno priznane statistične ocenjevalne agencije (eng. Nationally recognized statistical rating organization, v nadaljevanju: NRSRO), kot edine institucije, katerim je bilo dovoljeno izdajati ocene kapitalske ustreznosti. Omenjeni status je bil sprva podeljen zgolj štirim, že zgoraj omenjenim bonitetnim agencijam, ki so ga le te pridobile brez formalnega postopka prijave in postopka preverjanja izpolnjevanja pogojev, oziroma sploh brez postavitve kakršnihkoli pogojev, ki bi jih bonitetne agencije morale izpolnjevati za pridobitev omenjenega statusa ter celo brez razlage o odločitvi glede izbire. S podelitvijo tega, posebnega statusa točno določenim bonitetnim

⁹ Prav tam.

¹⁰ White Lawrence J.: Markets: The Credit Rating Agencies, stran 213.

¹¹ Prav tam, stran 213.

¹² Prav tam, stran 213.

agencijam, se je na trgu bonitetnih agencij omejilo konkurenčno delovanje, bonitetnim agencijam pa je bila podeljena precejšnja moč, predvsem pa možnost kovanja dobičkov¹³.

2.3. Trg bonitetnih agencij

Kot je že bilo omenjeno zgoraj, imajo na trgu podeljevanja bonitetnih ocen, tri bonitetne agencije centralno oziroma vodilno vlogo, ki so si jo pridobile delno zaradi ugleda, nastalega kot posledica pravilno podeljenih bonitetnih ocen, delno zaradi zakonske ureditve, na podlagi katere so določeni udeleženci na finančnih trgih morali upoštevati podeljene bonitetne ocene kot podlage za svoje odločitve glede investiranja ter delno zaradi težkega vstopa in obstanka novih bonitetnih agencij na omenjenem trgu. Skupni tržni delež treh največjih bonitetnih agencij znaša namreč 95%, od tega pripada bonitetnima agencija Moody's in S&P 80% tržni delež oziroma vsaki po 40%, bonitetni agenciji Fitch pa 15% tržni delež¹⁴.

Vse od 90. let prejšnjega stoletja pa se je predvsem zaradi hitre razširitve velikega števila novih finančnih instrumentov in oligopolistične vloge, ki jo na trgu podeljevanja bonitetnih agencij uživajo omenjene tri bonitetne agencije, močno povečalo tudi število finančnih instrumentov, ocenjenih s strani teh tri bonitetnih agencij¹⁵, s tem pa tudi njihovi dobički. Tako naj bi tržna kapitalizacija bonitetne agencije Moody's leta 2010 presegla 5 milijard ameriških dolarjev, s čimer se je ob precej nižjemu številu zaposlenih, nižjih prihodkih in preprostem modelu poslovanja, kjer večino prihodkov predstavljajo plačila podeljenih bonitetnih ocen, lahko začela primerjati s tržno kapitalizacijo večjih investicijskih bank¹⁶. Podobno, se ob odsotnosti javnih podatkov zaradi netrgovanja z delnicami bonitetnih agencij S&P ter Fitch, ob precej podobnem tržnem deležu, lahko predvideva tudi za S&P, medtem ko so predvidevanja za Fitch, ob nižjem tržnem deležu, malenkost nižja. Preostali 5% tržni delež pa naj bi si po podatkih delilo še preostalih 7 bonitetnih agencij,

¹³ Tekom let se je število bonitetnih agencij, katerim je bil podeljen naziv NRSRO, z dodajanjem novih in združitvami obstoječih spreminjalo, končno število pa se je ustavilo pri številki 10.

¹⁴ The Economist: Measuring the measurers: Credit rating could do with more competition, and a bit more rigour.

¹⁵ Število ocenjenih finančnih instrumentov s strani Moody's in S&P naj bi se v ZDA tako iz približno 5.000 leta 1975, danes povišalo na približno 20.000, katerih skupna vrednost znaša okoli 5 trilijonov ameriških dolarjev. Vir: Partnoy, Frank: The Paradox of Credit Ratings, stran 11.

¹⁶ Prav tam, stran 1.

katerim je SEC podelila status Nacionalno priznanih statističnih ocenjevalnih agencij¹⁷ ter bonitetne agencije s sedežem v Evropi¹⁸ in Aziji¹⁹.

2.4. Naloge bonitetnih agencij

Tako imenovani finančni čuvaji ali vratarji (eng. financial gatekeepers) so posredniki, ki vlagateljem z zagotavljanjem pravočasnih in pravilnih informacij, ki jih le ti potrebujejo za sprejem investicijskih odločitev, vendar jih pogosto sami ne morejo pridobiti ali preveriti, nudijo storitve zagotavljanja, preverjanja in potrjevanja informacij. Mednje poleg bonitetnih agencij spadajo tudi revizorji, finančni analitiki in investicijski bankirji. Storitve omenjenih finančnih čuvajev tako segajo od preverjanja finančnih izkazov podjetij, kar počno neodvisni revizorji, preko ocenjevanja finančnih obetov podjetij v primerjavi z njihovimi tekmeci, kar počno analitiki, do vrednotenja kreditne sposobnosti s strani bonitetnih agencij.

Finančni čuvaji tako, zaradi večjega dostopa do nejavnih informacij, povezanih z izdajatelji finančnih instrumentov, vlagateljem zagotavljajo močno potrebne informacije, slednji pa zaradi omenjenega, kakor tudi zaradi nizkih spodbud finančnih čuvajev k podajanju lažnih informacij, le tem zaupajo. Poleg omenjenih storitev, pa naj bi finančni čuvaji, še posebej kadar se informacije razlikujejo od vtisa, ki ga daje razkritje informacij s strani izdajateljev finančnih instrumentov, tudi možnost oziroma nalogo, o tem posvariti javnost.

Običajno²⁰ finančni čuvaji za svoje storitve prejema plačila s strani podjetij oziroma izdajateljev finančnih instrumentov, ki jih ocenjujejo. Ob tem bi se kaj hitro lahko postavilo vprašanje o možnem obstoju konflikta interesov, vendar ker bi finančni čuvaji ob morebitnem prirejanju informacij za točno določeno stranko, tvegali ugled ki so ga pridobivali tekom let in to le za skromno plačilo za takšno početje, je slednje malo verjetno. Največja vrednost finančnih čuvajev je

¹⁷ Gre za bonitetne agencije: A.M. Best Company, Inc., DBRS Ltd., Egan-Jones Rating Company, Japan Credit Rating Agency, Ltd., Kroll Bond Rating Agency, Inc., Rating and Investment Information, Inc. ter Realpoint LLC. Vir: Credit Rating Agencies-NRSROs, spletna stran U.S. Securities and Exchange Commission.

¹⁸ Gre za številne bonitetne agencije, s sedežem v državah članicah EU. Nekatere izmed njih so registrirane pri evropskem nadzornem organu trga kapitala-ESMA (eng. European Securities and Markets Authority), odgovornemu za registracijo in nadzor bonitetnih agencij v EU ter pripravo zakonodaje, standardov in priporočil, z namenom okrepiti zaščito vlagateljev in vzpostavitev stabilnih in dobro delujočih finančnih trgov znotraj EU. Med njimi so tudi: Fitch Francija, Nemčija, Italija, VB, Španija in Poljska ter Moody's Francija, Nemčija, Italija, Španija, VB in Ciper in S&P Francija, Italija in VB. Vir: Spletna stran ESMA.

¹⁹ Gre za bonitetne agencije iz Bangladeša, Indije, Indonezije, Japonske, Kazahstana, Koreje, Malezije, Kitajske, Filipinov, Šri lanke in Tajske, vse članice Združenja bonitetnih agencij v Aziji (eng. Association of Credit Rating Agencies in Asia-ACRAA), katerega namen je druženje in izmenjava idej, znanja in izkušenj ter skupno promoviranje dobrih praks in skupnih standardov, ki naj bi zagotavljali visoko kvaliteto delovanja in primerljivost delovanja bonitetnih agencij v Aziji in ne nazadnje promocija razvoja azijskih finančnih trgov in čezmejnih investicij. Vir: spletna stran ACRAA.

²⁰ Bonitetna agencija Egan-Jones Ratings Co. pa kot model plačevanja uporablja t.i. model "vlagatelj plača".

namreč ravno njihov ugled, ki so ga pridobili zaradi natančnega in pravilnega dela. Zato je moč pričakovati, da le ti, tudi ob obljubah večjih denarnih zneskov, ne bi bili pripravljeni žrtvovati ugleda in možnih bodočih izgub, za prikrivanje goljufij in prevar svojih strank.

Kljub nekaterim skupnim značilnostim pa **Partnoy**²¹ meni, da se bonitetne agencije močno razlikujejo od preostalih finančnih čuvajev. Podobno kot pri drugih finančnih čuvajev, naj bi bila glavna funkcija bonitetnih agencij, ki jo izvajajo s podeljevanjem bonitetnih ocen, funkcija preverjanja. Vendar naj bi se izvajanje omenjene funkcije, v primerjavi s preostalimi finančnimi čuvaji, po njegovem mnenju močno razlikovalo.

Bonitetne agencije so namreč tekom let ustvarile več dobička²² kot preostali finančni čuvaji, njihov tržni delež se je povečeval vedno hitreje, in to kljub temu, da so bolj aktivne na področju kompleksnih finančnih instrumentov ter da so se in se še soočajo z veliko bolj resnimi konflikti interesov²³.

Razlog zakaj se bonitetne agencije v tolikšni meri razlikujejo od drugih finančnih čuvajev, po mnenju avtorja leži predvsem v njihovem prednostnem položaju, ki so ga pridobile, ko je SEC določenim bonitetnim agencijam podelil posebni status-NRSRO. Zaradi podelitve omenjenega statusa, kot sem že omenila zgoraj, so določeni udeleženci na finančnih trgih bili zakonsko zavezani upoštevati bonitetne ocene podeljene s strani omenjenih bonitetnih agencij. S tem naj bi bilo po mnenju avtorja bonitetnim agencijam omogočeno pridobivanje dobička, kljub slabemu delu in podeljevanju napačnih bonitetnih ocen in ne zaradi večjega števila podeljenih bonitetnih ocen ali razcveta novih vrst finančnih instrumentov.

Nadaljnji razlog za razlikovanje bonitetnih agencij, pa avtor vidi v jasni izključitvi odškodninske in kazenske odgovornosti bonitetnih agencij, s t.i. izjavo o omejitvi odgovornosti (eng. Disclaimer), zaradi katere jih varuje celo prvi amandma Ustave ZDA. Bonitetne agencije namreč trdijo, da so podobno kot Reuters ali Dow Jones, zgolj finančni založniki, katerih delo je zbiranje informacij

²¹ Partnoy Frank: How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers.

²² Število finančnih instrumentov, ocenjenih s strani bonitetnih agencij naj bi se začelo povečevati v 90. letih prejšnjega stoletja, s tem pa tudi njihovi dobički in vrednost njihovih delnic. V primerjavi z drugimi finančnimi čuvaji, se je namreč vrednost delnic bonitetne agencije S&P, zgolj v zadnjih 5 letih, povišala kar za 300%, medtem ko se delnice večine bank precej znižale, podobno tudi dobički računovodskih podjetij. Bonitetna agencija S&P naj bi tako od leta 2005 ocenila dolgove v več kot 100 državah sveta, v skupni vrednosti kar 30 trilijonov ameriških dolarjev. Partnoy Frank: How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers, stran 9.

²³ Bonitetne agencije so plačane neposredno od izdajateljev katerih finančne instrumente ocenjujejo. Poleg tega so najpomembnejše bonitetne agencije tekom let razvile dodatne storitve, vključno s svetovanjem, kjer se utegne dogoditi, da izdajateljem finančnih instrumentov najprej svetujejo, kakšne finančne instrumente morajo oblikovati, da bodo le ti pridobili najboljše bonitetne ocene, nato pa jim podelijo bonitetne ocene. Nadalje bonitetnim agencijam očitajo tudi to, da naj bi člani uprav bonitetnih agencij istočasno sedeli tudi v upravah podjetij, katerih finančne instrumente ocenjujejo ter da naj bi, predvsem Moody's in S&P podeljevanje bonitetnih ocen določenim finančnim instrumentom, pogojevali s podelitvijo bonitetnih ocen še nekaterim drugim finančnim instrumentom. Partnoy Frank: How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers, stran 5 in 12.

javnega pomena, njihova analiza ter izdelava in širjenje mnenj javnosti, zaradi česar podeljene bonitetne ocene ne predstavljajo nasvetov glede investiranja, s čimer se vrednost mnenj omeji in posledično zavaruje z ustavno pravico svobode govora²⁴. Zaradi omejevanja odškodninske odgovornosti, pa bonitetnim agencijam ni bilo treba velikega dela svojega dobička, podobno kot preostalim finančnim čuvajem, namenjati sklenjenim sodnim poravnavam ali plačilom dosojenih odškodnin.

Partnoy tako meni, da ravno zgoraj omenjena razloga podelitve posebnega statusa in omejevanja odgovornosti, povzročata razlike med bonitetnimi agencijami in ostalimi finančnimi čuvaji in s tem prvim dodelujeta privilegiran položaj oziroma ustvarjata situacijo, kjer so bonitetne ocene pomembne, vendar ne zaradi njihove informacijske vrednosti, temveč zaradi zakonskih predpisov, ki zapovedujejo njihovo uporabo. Ravno omenjeno pa naj bi vzpostavljalo potrebo po reformi, ki naj bi se po mnenju avtorja dotaknila ravno področja podelitve posebnega statusa in izključitve odškodninske in kazenske odgovornosti bonitetnih agencij.

2.5. Bonitetne ocene

2.5.1. Kaj so bonitetne ocene?

Na svojih spletnih straneh tri najbolj vplivne bonitetne agencije Moody's, S&P ter Fitch na precej podoben in obenem abstrakten način opisujejo bonitetne ocene. Kot primer navajam definicijo bonitetne agencije **Moody's**:

“Bonitetne ocene bonitetne agencije Moody's izražajo mnenja o relativni kreditni sposobnosti individualnih obveznosti ali izdajatelja finančnega instrumenta. Vrednotijo možnosti, da finančna obveznost ne bo spoštovana kot obljubljeno in izražajo tako verjetnost nezmožnosti izpolnitve obveznosti, kakor tudi kakršnokoli finančno izgubo, ki se utegne dogoditi tekom takšne nezmožnosti izpolnitve obveznosti”²⁵.

²⁴ Kritiki pa se z izogibanjem odgovornosti bonitetnih agencij, preko sklicevanja na finančno založništvo ne strinjajo. Menijo namreč, da primerjave med bonitetnimi agencijami ter ostalimi finančnimi založniki nakazujejo prevelike razlike med njimi, da bi bonitetne agencije lahko spadale mednje. Predvsem je previsoka dobičkonosnost bonitetnih agencij ter prenizko število zaposlenih, v primerjavi z ostalimi finančnimi založniki. Partnoy Frank: How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers, stran 11.

²⁵ Moody's, 2009. Kiff John, Nowak Sylwia, Schumacher Liliana: Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings, stran 15.

Na podlagi napisanega izhaja, da bonitetne agencije vrednotijo kreditno sposobnost finančnih instrumentov in/ali njihovih izdajateljev (med slednje spadajo tudi države²⁶). To storijo z izdajanjem bonitetnih ocen, ki izražajo v prihodnost usmerjena mnenja o kreditnem tveganju oziroma o verjetnosti neizpolnitve obveznosti, to je, da izdajatelj finančnega instrumenta ne bo sposoben ali pripravljen izpolniti svojih dolžniških obveznosti pravočasno in v celoti oziroma da finančna obveznost, ki izhaja iz finančnega instrumenta ne bo izpolnjena kot dogovorjeno. Vsaka bonitetna agencija uporablja lastno metodologijo vrednotenja kreditne sposobnosti ter lastno ocenjevalno lestvico²⁷, na podlagi katere se bonitetne ocene javno izrazijo v obliki ene izmed črk abecede, kjer vsaka črka predstavlja eno kategorijo kreditnega tveganja. V nadaljevanju si bomo podrobneje ogledali ocenjevalno lestvico, vrste bonitetnih ocen in način podeljevanja bonitetnih ocen bonitetne agencije Moody's.

2.5.2. Predstavitev bonitetnih ocen na primeru bonitetne agencije Moody's²⁸

Razlog, da sem z namenom podrobnejše predstavitve bonitetnih ocen, izbrala ravno omenjeno bonitetno agencijo, je predvsem v tem, da gre za eno izmed t.i. svetih treh bonitetnih agencij, katere podatki so javno objavljeni in lahko dostopni.

2.5.2.1. Ocenjevalna lestvica dolgoročnih in kratkoročnih bonitetnih ocen

Z ustanovitvijo družbe Moody's leta 1909, je John Moody ustanovil tudi svoj sistem ocenjevanja vrednostnih papirjev, katerega namen je bil z razumljivo razvrstitvijo bonitetnih ocen, vlagateljem omogočiti preprost vpogled v bodočo kreditno sposobnost določenih vrednostnih papirjev. Danes bonitetna agencija Moody's podeljuje mnenja o kreditnem tveganju finančnih obveznosti finančnih institucij, držav, gospodarskih družb, družb posebnega pomena ter pravnih oseb javnega prava²⁹. Pri tem se izdajateljem ali finančnim instrumentom, katerih dospelost znaša eno ali več let, podeljujejo dolgoročne bonitetne ocene, ki so razvrščene na podlagi ocenjevalne lestvice dolgoročnih bonitetnih

²⁶ Države z namenom zadolževanja namreč izdajajo obveznice, bonitetne agencije pa nato podajo mnenje o sposobnosti in pripravljenosti določene države pravočasno in v celoti izpolniti obveznosti povezane z izdanimi obveznicami.

²⁷ Tako je na primer najvišja bonitetna ocena, podeljena s strani bonitetne hiše Moody's označena z Aaa, bonitetni hiši Fitch in S&P pa najvišjo stopnjo kreditne sposobnosti označujeta z AAA. Bonitetna agencija Moody's na svoji spletni strani celo opozarja, da so bonitetne ocene mnenja o bodočih tveganjih ter da enaka bonitetna ocena, ki prihaja iz druge bonitetne agencije ne predstavlja enake stopnje kreditnega tveganja. Vir: Spletna stran Moody's: The Same Rating from Different Agencies Only Looks the Same: <http://www.moodys.com/ratings-process/Same-Rating-Different-Agencies-Only-Looks-the-Same/002004002>.

²⁸ Spletna stran bonitetne agencije Moody's: <http://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx>.

²⁹ Moody's Investors Service: Rating Symbols and Definitions, stran 4.

ocen, medtem ko se finančnim instrumentom z dospelostjo 13 mesecev ali manj, podeljujejo kratkoročne bonitetne ocene, ki so razvrščene na podlagi ocenjevalne lestvice kratkoročnih bonitetnih ocen³⁰.

Ocenjevalna lestvica dolgoročnih bonitetnih ocen

Omenjeno ocenjevalno lestvico sestavlja 9 simbolov (Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca in C), kjer Aaa pomeni najnižje kreditno tveganje, C pa najvišje.

Aaa	Obveznosti z oceno Aaa so najvišje kvalitete, z minimalnim kreditnim tveganjem.
Aa	Obveznosti z oceno Aa so visoke kvalitete ter predstavljajo zelo nizko kreditno tveganje.
A	Obveznosti z oceno A predstavljajo višjo do srednjo oceno in nizko kreditno tveganje.
Baa	Obveznosti z oceno Baa predstavljajo zmerno kreditno tveganje. Gre za srednjo oceno, ki kot taka lahko vsebuje določene špekulativne karakteristike.
Ba	Obveznosti z oceno Ba vsebujejo špekulativne elemente in predstavljajo znatno kreditno tveganje.
B	Obveznosti z oceno B so špekulativne in predstavljajo visoko kreditno tveganje.
Caa	Obveznosti z oceno Caa so v slabem stanju ter predstavljajo zelo visoko kreditno tveganje.
Ca	Obveznosti z oceno Ca so visoko špekulativne in so verjetno oziroma zelo blizu neizpolnitve, z določeno možnostjo okrevanja glavnice in obresti.
C	Obveznosti z oceno C spadajo v najnižje ocenjeni razred in so tipično neizpolnjive, z nizko možnostjo okrevanja glavnice in obresti.

Tabela 1: Ocenjevalna lestvica dolgoročnih bonitetnih ocen bonitetne agencije Moody's. Tabela prikazuje razvrščenost dolgoročnih bonitetnih ocen na podlagi ocenjevalne lestvice (vir: spletna stran bonitetne agencije Moody's)³¹. Vsaki skupini ocen od Aa do Caa se dodajo še numerični modifikatorji 1, 2 in 3, kjer modifikator 1 nakazuje, da obveznost spada v zgornjo mejo bonitetne kategorije, modifikator 2 nakazuje pripadnost srednjemu razredu ter modifikator 3, pripadnost spodnji meji določene bonitetne kategorije.

Ocenjevalna lestvica kratkoročnih bonitetnih ocen

P-1	Izdajatelji, ocenjeni z oceno Prime-1 imajo nadrejeno sposobnost poplačati kratkoročne dolžniške obveznosti.
P-2	Izdajatelji, ocenjeni z oceno Prime-2 imajo močno sposobnost poplačati kratkoročne dolžniške obveznosti.
P-3	Izdajatelji, ocenjeni z oceno Prime-3 imajo sprejemljivo sposobnost poplačati kratkoročne dolžniške obveznosti.

³⁰ Razlika med dolgoročnimi in kratkoročnimi bonitetnimi ocenami pa ni zgolj v krajšem ali daljšem času dospelosti, temveč tudi v vrednotenju. Dolgoročne bonitetne ocene tako odražajo verjetnost nezmožnosti izpolnitve obveznosti, kakor tudi pričakovane finančne izgube, v kolikor bi do takšne nezmožnosti prišlo, medtem ko kratkoročne bonitetne ocene odražajo zgolj verjetnost nezmožnosti izpolnitve obveznosti. Vir: Prav tam stran 4.

³¹ Prav tam, stran 5.

P-1	Izdajatelji, ocenjeni z oceno Prime-1 imajo nadrejeno sposobnost poplačati kratkoročne dolžniške obveznosti.
NP	Izdajatelji, ocenjeni z oceno Not Prime se ne uvrščajo v nobeno izmed kategorij ocen Prime.

Tabela 2: Ocenjevalna lestvica kratkoročnih bonitetnih ocen bonitetne agencije Moody's. (vir: spletna stran bonitetne agencije Moody's)³².

2.5.2.2. Vrste bonitetnih ocen

Bonitetna agencija Moody's med drugim podeljuje naslednje vrste bonitetnih ocen³³:

- **dolgoročno bonitetno oceno države** (eng. long term sovereign credit rating), ki poda mnenje o kreditni sposobnosti izdajatelja, v tem primeru države, v prihodnjih treh do petih letih;
- **kratkoročno bonitetno oceno države** (eng. short term sovereign rating), ki poda mnenje o kreditni sposobnosti države za čas do enega leta;
- **obeti glede bonitetne ocene** (eng. Rating Outlook) izražajo mnenje, ki odraža verjetni trend bonitetne ocene v naslednjem letu do treh let. Nanašajo se zgolj na izdane dolgoročne bonitetne ocene ter v večini primerov le za bonitetne ocene izdajateljev finančnih instrumentov, le redko se uporabljajo za bonitetne ocene finančnih instrumentov. Moody's izdaja naslednje obete glede bonitetne ocene: pozitiven, negativen, stabilen ali v razvoju;
- **pregled bonitetne ocene** (eng. Rating Review) nakazuje, da se presoja možnost spremembe, torej bodisi zvišanja, bodisi znižanja bonitetne ocene. Presoja se konča z zvišanjem, znižanjem ali potrditvijo bonitetne ocene, kjer se le ta ne spremeni;
- **potrditev bonitetne ocene** (eng. Confirmation of a Rating), bonitetna ocena se potrdi, kadar se presoja bonitetne ocene konča brez spremembe, kar pomeni, da se potrdi že podeljena bonitetna ocena.

Včasih se utegne zgoditi, da določen finančni instrument ali njegov izdajatelj, bonitetne ocene nista pridobila. Moody's pojasnjuje, da odsotnost bonitetne ocene pomeni, da bonitetna ocena bodisi ni bila dodeljena, bodisi je bila umaknjena. Razlogov za nedodelitev je več. Mednje spadajo predvsem

³² Prav tam, stran 6.

³³ Bonitetna agencije Moody's bonitetne ocene deli na kreditne ocene, nekreditne ocene in ostale ocene. Pri predstavitvi vrst bonitetnih ocen sem se osredotočila zgolj na omembo in opis bonitetnih ocen, ki so po mojem mnenju najbolj pomembne za splošno razumevanje vrst bonitetnih ocen ter obenem za razumevanje diplomske naloge. Tako sem med drugim izpustila opis naslednjih vrst kreditnih bonitetnih ocen: bonitetne ocene izdajatelja finančnih instrumentov, finančnih obveznosti, bančnih depozitov, povezanih družb, finančne moči zavarovalnic, nekreditnih bonitetnih ocen: bonitetne ocene tržnih tveganj, kvalitete vodstva, kvalitete portfelja investicij in ostalih ocen: pričakovane, interne, pogojne bonitetne ocene ter umik in nedodelitev bonitetne ocene, in podobno. Prav tam, strani 7, 8, 12, 13, 27, 34, 35.

pomanjkanje osnovnih informacij, privatna in ne javna dodelitev in objava bonitetne ocene, neobstoja zahtevka za dodelitev bonitetne ocene in podobno. Nadalje pa je umaknjena bonitetna ocena posledica nastopa okoliščin, zaradi katerih zadovoljiva analiza ni več mogoča.

Po dodelitvi in objavi bonitetne ocene pa se utegne dogoditi, pogosteje predvsem v kriznih časih³⁴, da se določene bonitetne ocene spremenijo. Bonitetna agencija Moody's pojasnjuje, da so spremembe bonitetnih ocen posledica spremembe kvalitete izdajateljev in njihovih obveznosti. Določena bonitetna ocena se tako lahko spremeni kadarkoli, zadostuje zgolj obvestilo bonitetne agencije, da je le ta opazila spremembe v kreditni sposobnosti določenega izdajatelja ali finančnega instrumenta oziroma da prejšnja ocena ne ustreza dejanski kvaliteti. Višje bonitetne ocene naj bi bile v primerjavi z nižjimi, bolj stabilne, bonitetne ocene držav pa bolj stabilne v primerjavi z bonitetnimi ocenami podjetij³⁵. Slednje pomeni, da se višje bonitetne ocene tekom leta običajno obdržijo v svoji kategoriji oziroma se manjše število bonitetnih ocen, vrednotenih v najvišji, to je t.i. kategoriji trojni A (eng. Tripple A), razvrsti v nižjo kategorijo, medtem ko se večje število nižjih bonitetnih ocen, na primer bonitetnih ocen, ki ne upravičujejo investiranja (eng. non-investment grade) razvrsti v še nižjo kategorijo. Vsako leto tako bonitetna agencija Moody's prilagodi slabih 20% svojih bonitetnih ocen³⁶.

Omenjeno torej pomeni, da so bonitetne ocene, mnenja o kreditni sposobnosti določenega finančnega instrumenta ali njegovega izdajatelja za določeno prihajajoče časovno obdobje oziroma cikel in ne za trenutno obdobje, kar pomeni, da je za vnaprej očitno težko v celoti napovedati vsa tveganja, ki se utegnejo zgoditi, še posebej, če se okoliščine oziroma gospodarsko stanje popolnoma spremeni.

2.5.2.3. Omejitev odgovornosti pri uporabi bonitetnih ocen (eng. Disclaimer)

Bonitetna agencija Moody's poudarja, da so bonitetne ocene zgolj izjave mnenj in ne izjave dejstev oziroma ne predstavljajo kakršnihkoli priporočil³⁷ glede nakupa ali prodaje kateregakoli finančnega

³⁴ Kiff, Nowak in Schumacher so pri preučevanju stabilnosti bonitetnih ocen namreč ugotovili, da je v obdobju Azijske krize leta 1997 in svetovne finančne krize v letih 2008-2009 le 63% oziroma le 68% bonitetnih ocen, podeljenih s strani bonitetne agencije Moody's ostalo nespremenjenih, medtem ko običajno ob koncu leta več kot 80% najvišjih bonitetnih ocen ostane nespremenjenih. Vir: Kiff John, Nowak Sylwia, Schumacher Liliana: Are rating agencies powerful?, stran 21.

³⁵ Kiff John, Nowak Sylwia, Schumacher Liliana: Are rating agencies powerful?, stran 21.

³⁶ Kiff John, Nowak Sylwia, Schumacher Liliana: Are rating agencies powerful?, stran 21.

³⁷ Bonitetne ocene namreč izražajo zgolj kreditno sposobnost, ki naj služi presoji dolgoročnih tveganj, nikakor pa ne odražajo tudi nekaterih prav tako pomembnih dejavnikov, kot so na primer: donos, datum zapadlosti, in podobno. Vir: Limitations to Uses of Ratings: spletna stran Moody's: <http://www.moody.com/Pages/amr002002.aspx>.

instrumenta³⁸. Moody's poudarja, da vsaka podeljena bonitetna ocena predstavlja zgolj enega izmed dejavnikov pri odločitvi o investiranju, nikakor pa naj to ne bo edini dejavnik. Tako naj se poleg podeljene bonitetne ocene hkrati opravi in upošteva tudi samostojna analiza vsakega finančnega instrumenta ali izdajatelja, katerega finančni instrument se namerava kupiti, prodati ali obdržati.

Moody's omejitev svoje odgovornosti zaključi s spodbudnim odstavkom, s katerim se zdi, da želi svoje bodoče stranke kljub pravkar opisani izključitvi svoje odgovornosti v primeru napak, vseeno prepričati o svoji uspešnosti. Tako se pohvali, da so skoraj v vsakem obdobju 20. stoletja, obveznice, katerim je bonitetna agencija podelila svojo najvišjo bonitetno oceno, torej Aaa, izdajateljem zagotovile najnižje stroške financiranja, medtem ko so obveznice, ocenjene z nižjo bonitetno oceno, vlagateljem prinašale višje donose. Bralec se ob vsem tem vpraša, zakaj sploh tolikšen trud pri omejevanju oziroma izključitvi odgovornosti, če se po prebranem zdi, da je bonitetna agencija pri podeljevanju bonitetnih ocen praktično nezmotljiva, oziroma se na podeljene bonitetne ocene finančni trgi odzivajo natanko tako, kot je pričakovano.

Razlog zakaj bonitetne agencije neprestano poudarjajo, da s podeljevanjem bonitetne ocene izražajo zgolj svoja mnenja o kreditni sposobnosti³⁹, tiči v tem, da so bonitetne agencije na ta način zgolj izdajateljice informacij, s čimer so v skladu s 1. amandmajem Ustave ZDA⁴⁰ v primeru tožb s strani vlagateljev ali izdajateljev, ki trdijo, da so bili zaradi delovanja bonitetnih agencij oškodovani, zaščitene pred odškodninsko in kazensko odgovornostjo.

V nadaljevanju se bom osredotočila predvsem na bonitetne ocene, ki jih bonitetne agencije podeljujejo državam, in sicer na posledice zniževanja bonitetne ocene državi oziroma pomembnost podelitve in zadržanja visoke bonitetne ocene države ter na način podeljevanja bonitetnih ocen državam.

³⁸ Limitations to Uses of Ratings: spletna stran Moody's: <http://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx>.

³⁹ Poleg bonitetne agencije Moody's, z zatrjevanjem, da so bonitetne ocene mnenja, svojo odgovornost izključujeta tudi bonitetni agenciji S&P ter Fitch.

⁴⁰ 1. amandma Ustave ZDA z naslovom svoboda veroizpovedi, tiska in izražanja namreč zapoveduje svobodo govora in tiska in v kolikor bonitetne agencije zgolj izdajajo mnenja, jih omenjeni amandma varuje pred odškodninsko in kazensko odgovornostjo.

2.5.3. Bonitetne ocene držav (eng. Sovereign Credit Ratings)

Bonitetne ocene držav⁴¹ so ocene kreditne sposobnosti, ki prikazujejo sposobnost in pripravljenost določene države pravočasno in v celoti poplačati svoj dolg⁴². Ker se države zadolžujejo s prodajo izdanih državnih obveznic na finančnih trgih, bonitetne agencije tveganje izdanih državnih obveznic vrednotijo tako, da izdanim državnim obveznicam podeljujejo bonitetne ocene, le te pa naj bi vlagateljem pomagale pri odločanju kateri finančni instrument kupiti.

Prve bonitetne ocene držav so bile izdane s strani bonitetne agencije Moody's, in sicer tik pred začetkom prve svetovne vojne. Do leta 1929 je S&P (takrat še Poor's Publishing) ocenila in objavila državne obveznice že kar 21 držav, od tega jih je 11 prihajalo iz Evrope, 5 iz Južne Amerike, 3 iz Azije in 2 iz Severne Amerike. Tekom let pa se je število izdanih in objavljenih bonitetnih ocen držav močno povišalo in se tako konec leta 2002 ustavilo pri 109 objavah bonitetne agencije Moody's, medtem ko sta bonitetni agenciji S&P ter Fitch podelili bonitetne ocene 93 oziroma 77 državam⁴³.

Svojo vlogo pri podeljevanju bonitetnih ocen državam, so bonitetne agencije z raznimi objavami, predvsem na svojih spletnih straneh, ozko in podrobno definirale. Tako naj bi bonitetna ocena države, podeljena s strani S&P vrednotila zgolj možno verjetnost nezmožnosti izpolnitve obveznosti te države, medtem ko naj ne bi predvidela stopnje in časa trajanja nezmožnosti ter možnih oblik reševanja le te. Nasprotno naj bi bonitetna ocena, podeljena s strani bonitetne agencije Moody's, vrednotila predvsem pričakovano izgubo, in sicer kot skupek verjetnosti nezmožnosti izpolnjevanja obveznosti in pričakovane stopnje okrevanja. Podeljene bonitetne ocene bonitetne agencije Fitch pa naj bi bile mešanica omenjenega. Osredotočajo se namreč na verjetnost nezmožnosti izpolnjevanja obveznosti vse do takrat, ko se dejansko zgodi in stopnje pričakovanega okrevanja, vse od takrat, ko se nezmožnost zgodi⁴⁴.

⁴¹ Tri največje bonitetne agencije podeljujejo dve vrsti bonitetnih ocen držav: bonitetne ocene izdajatelja in bonitetne ocene dolga. Prve so bonitetne ocene, kjer je izdajatelj vlada določene države in nakazujejo splošno kreditno sposobnost izdajatelja (t.i. Sovereign ratings), medtem ko bonitetne ocene dolga (t.i. Senior unsecured ratings), kadar je njihov izdajatelj država, nakazujejo kreditno sposobnost točno določenega dolžniškega finančnega instrumenta. Pri ocenjevanju in nato podeljevanju bonitetne ocene, se obe vrsti bonitetnih ocen štejeta kot ena bonitetna ocena, vendar se na najnižji stopnji bonitetne ocenjevalne lestvice omenjeni bonitetni oceni lahko malenkostno razlikujeta. Povzeto po: Bhatia Ashok: Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation, stran 8.

⁴² Mellios Constantin, Paget-Blanc Eric: Which factors determine sovereign credit ratings?, stran 7.

⁴³ Bhatia Ashok: Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation, stran 5 in 6.

⁴⁴ Odstavek povzet po: Bhatia Ashok: Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation, stran 4 in 5.

Naj še omenim, da že zgoraj omenjena in podrobneje opisana omejitev odgovornosti bonitetnih agencij, velja tudi za podeljene in objavljene bonitetne ocene držav, kar pomeni, da bonitetne agencije v primeru napačnega vrednotenja kreditne sposobnosti določene države, niso odškodninsko in kazensko odgovorne.

2.5.3.1. Zakaj je zaželeno čim višja bonitetna ocena države?

2.5.3.1.1. Country risk

Na tem mestu je najprej potrebno omeniti, da bonitetne ocene v osnovi vrednotijo tveganje nezmožnosti izpolnjevanja obveznosti določene države, kar pomeni, da naj ne bi vrednotile nezmožnosti drugih izdajateljev te države. Kljub temu pa se pogosto zgodi, še posebej kadar vlagatelji nimajo zadostnih informacij o določenih izdajateljih neke države, da bonitetno oceno podeljeno tej državi, pripisujejo tudi drugim izdajateljem finančnih instrumentov v tej državi (eng. Country risk)⁴⁵ Omenjeno tako ustvari položaj, ko bonitetna ocena določene države predstavlja zgornjo mejo oziroma najvišjo bonitetno oceno podeljeno kateremukoli izdajatelju te države, saj ima ob takšnem zmotnem prepričanju, zgolj peščica izdajateljev, ki prihajajo iz te države bonitetno oceno višjo od bonitetne ocene podeljene državi. Slednje tako v neki meri nakazuje kako pomembna in zaželena je visoka bonitetna ocena podeljena določeni državi, saj podelitev nižje bonitetne ocene lahko pomeni, da bodo domače banke in druge finančne institucije ter podjetja in pravne osebe javnega prava pridobile zgolj enako ali celo nižjo bonitetno oceno ter se obenem zadolževale po enaki oziroma višji obrestni meri, kot država iz katere prihajajo.

2.5.3.1.2. Vpliv znižanja bonitetne ocene države na njeno gospodarstvo

Ker si posledice znižanja bonitetne ocene določene države za državo in njeno gospodarstvo najlažje predstavljamo na konkretnem primeru, bom v nadaljevanju predstavila mnenja izražena glede posledic, ki bi jih utegnili utrpeti Slovenija zaradi znižanja bonitetne ocene iz AA- na A+, s strani bonitetne agencije S&P's 13. januarja 2012.⁴⁶

⁴⁵ Mellios Constantin, Paget-Blanc Eric: Which factors determine sovereign credit ratings?, stran 7.

⁴⁶ Izražena mnenja so povzeta, kot so bila navedena v članku: Bratanič Jan, Svenšek Katja: Skoraj ni gospodarskega projekta, ki bi prenesel trenutne obrestne mere.

Omenjena mnenja temeljijo na predpostavki, da znižanje bonitetne ocene vpliva na pogoje zadolževanja izdajateljev določene države na mednarodnih finančnih trgih, oziroma da naj bi znižanje bonitetne ocene zvišalo stroške zadolževanja tako države, kakor tudi domačih bank, slednje pa zato, ker utegnejo vlagatelji ob višji stopnji tveganja povezanega s poplačilom dolga, zahtevati višjo stopnjo donosa izdanih finančnih instrumentov in tako posledično zvišati obrestno mero izdanih finančnih instrumentov. Višja bonitetna ocena podeljena izdanim državnim obveznicam tako predstavlja višjo kreditno kvaliteto ter obenem manjše tveganje, s tem pa bolj ugodno obrestno mero zadolževanja oziroma nižje stroške zadolževanja države⁴⁷.

Tako naj bi višji stroški zadolževanja določene države poviševali njen javni dolg ter zaradi namenjanja večjih količin denarja za odplačevanje le tega tudi višji proračunski primanjkljaj, medtem ko naj bi višji stroški bank, povezani z izposojanjem denarja, posledično podražili posojila namenjena slovenskim podjetjem oziroma slovenskemu gospodarstvu. Dvig obrestnih mer naj bi nadalje ustvaril položaj, kjer se slovenska podjetja zadolžujejo dražje od svojih konkurentov, kar naj bi vplivalo ne le na konkurenčnost slovenskih proizvodov, temveč onemogočilo oziroma otežilo tudi izvedbo določenih projektov. Tu bi dodala, da bi se domača podjetja sicer lahko zadolževala na tujih trgih, to je pri tujih bankah, vendar bi se utegnilo zgoditi, da bi zaradi že omenjenega t.i. Country risk-a, tujina kreditno sposobnost posojilojemalcev presojala na podlagi kreditne sposobnosti države oziroma bonitetne ocene podeljene državi iz katere prihaja posojilojemalec.

Zadolževanje naj bi nadalje dražilo tudi dejstvo, da na slovenskem trgu ni zadostnega števila depozitov prebivalstva glede na povpraševanje po posojilih⁴⁸ ter da je obrestna mera omenjenih depozitov visoka. Banke morajo tako denar, ki ga namenijo za posojila, pridobivati z zadolževanjem na tujih trgih, ki pa je zaradi že omenjenega Country risk-a ob nizki bonitetni oceni države oziroma banke, drag. Posledično se zaradi omenjenega še nadalje viša obrestna mera posojil odobrenih slovenskim podjetjem.

Znižanje bonitetne ocene Sloveniji naj bi tako na podlagi predstavljenih mnenj pomenilo povišanje stroškov zadolževanja tako države same, kakor tudi domačih bank in podjetij. Povišani stroški

⁴⁷ Če torej primerjamo donosnost 10-letnih državnih obveznic in bonitetno oceno države, podeljene s strani bonitetne agencije S&P lahko opazimo, da je donosnost nemških državnih obveznic ob najvišji bonitetni oceni države (AAA) znašala 1,84% na leto, medtem ko je donosnost 10-letnih slovenskih državnih obveznic ob dve stopnji nižji bonitetni oceni (AA) letno znašala 4,87%. Poudariti velja, da so se bonitetne ocene medtem že znižale (S&P je namreč Sloveniji nazadnje dne 3. avgusta 2012 znižala bonitetno oceno na A), kljub temu naj omenjeni primer služi le kot primerjava bonitetne ocene določene države in obrestne mere, ki jo mora država plačevati za zadolževanje na finančnih trgih. Perspektiva DZU: Bonitetne ocene: Pravica ali krivica?, stran 1.

⁴⁸ V slovenskem bančnem sistemu naj bi tako bilo 150 evrov posojila, pokritih le z 100 evrov depozita prebivalstva. Bratanič Jan, Svenšek Katja: Skoraj ni gospodarskega projekta, ki bi prenesel trenutne obrestne mere.

zadolževanja gospodarstva⁴⁹ pa naj bi še povečevali njegovo nekonkurenčnost na dolgi rok oziroma preprečevali dotok investicij in posledično izvedbo potrebnih projektov.

2.5.3.2. Način podeljevanja bonitetnih ocen držav

Večina držav z bonitetnimi agencijami sklene sporazum o plačevanju provizije in posredovanju informacij, kjer je letna provizija bodisi določena v enkratnem znesku, bodisi predstavlja določen odstotek celotnega obsega izdanih obveznic.

Na podlagi sklenjenega sporazuma se izvede postopek podelitve bonitetne ocene državi, ki ga sestavlja več faz in kjer se za vse države uporabi enak model (eng. one size fits all).

V prvi fazi glavni analitik skupaj s še enim analitikom obišče državo, njun obisk pa lahko traja od 6 pa vse do 24 mesecev. Tekom obiska se analitika sestane s pripravljavci politik centralne banke, finančnega ministrstva, s predstavniki finančnega sektorja, zasebnim sektorjem, mediji, akademiki in če je možno tudi s politično opozicijo. Po končanem obisku analitika pripravi poročila ter se med seboj posvetujeta glede predlogov bonitetne ocene.

Druga faza se začne z začetkom postopka podelitve bonitetne ocene, ki se začne s sestankom odbora bonitetnih ocen. Pred začetkom sestanka, v ta namen določen analitik, zbere potrebne makroekonomske podatke in projekcije ter sestavi osnutek poročila, v katerem predlaga tudi možno bonitetno oceno.

V tretji fazi se omenjeni odbor dejansko sestane. Izmed vseh analitikov se sestavi skupina z izkušnjami, ki jo sestavlja 3, 5 ali 7 članov, predseduje pa ji analitik z največ izkušnjami. Naloga članov skupine je glasovanje v vsaki kategoriji, glasovanje o končni in zavezujoči bonitetni oceni glede na ocene dodeljene v vsaki posamični preizkušeni kategoriji ter sestava končnega poročila.

⁴⁹ Obrestne mere za posojila slovenskim podjetjem, ki so višja od milijona evrov, naj bi bile po navedbah avtorjev kar za dve odstotni točki višje kot v evroobmočju. Bratanič Jan, Svenšek Katja: Skoraj ni gospodarskega projekta, ki bi prenesel trenutne obrestne mere.

2.5.3.2.1. Metodologija bonitetnih agencij Moody's in S&P, ki vpliva na podelitev določene bonitetne ocene državi

Moody's

Glede metodologije, ki jo pri podeljevanju bonitetnih ocen držav uporablja Moody's, je znano zgolj to, da se pri vrednotenju upoštevajo številni gospodarski, finančni in socialno-politični dejavniki, ki utegnejo po mnenju omenjene bonitetne agencije vplivati na kreditno sposobnost države, vendar le ti podrobneje niso navedeni oziroma opisani.

S&P

Podobno, vendar kljub temu vseeno malenkostno bolj podrobno pa v svoji objavi⁵⁰ ključne dejavnike, ki naj bi vplivali na sposobnost in pripravljenost določene države izpolnjevati svoje dolžniške obveznosti pravočasno in v celoti in ki so bili oblikovani na podlagi analiz preteklih nezmožnosti izpolnjevanja obveznosti držav in pravilno podeljenih bonitetnih ocen, opredeljuje bonitetna agencija S&P.

Podeljevanje bonitetne ocene se pri S&P tako začne z dodelitvijo ocene od 1 (najvišja) do 6 (najnižja) vsakemu izmed 5 ključnih dejavnikov in sicer: politična, gospodarska, zunanja, fiskalna in monetarna ocena⁵¹.

Politična ocena ocenjuje učinkovitost, stabilnost in samostojnost delovanja državnih institucij določene države, način sprejemanja in oblikovanja politik ter politična tveganja države⁵².

Pri vrednotenju zgoraj omenjenega pa naj bi bilo pomembno predvsem samostojno in učinkovito spopadanje s preteklimi gospodarskimi in finančnimi krizami oziroma sposobnost in pripravljenost države sprejemati reforme potrebne za zagotovitev vzdržljivih javnih financ, gospodarske rasti države in ustrezno odzivanje na gospodarske in politične šoke⁵³.

Tako naj bi se politična ocena določene države na primer znižala ob sicer aktivnem, vendar nesamostojnem sprejemanju politik oziroma v primeru vplivanja zunanjih organizacij na sprejemanje politik, vendar le če sprejete reforme ne bi bile učinkovite. Tu se utegnemo vprašati ali prejemanje finančne pomoči držav članic evroobmočja, ki je pogojeno s sprejemanjem političnih odločitev oblikovanih s strani MDS, EK in ECB, ki jih države drugače najbrž ne bi sprejele, predstavlja takšno nesamostojno sprejemanje reform in ukrepov?

⁵⁰ S&P: How we rate sovereigns.

⁵¹ Prav tam, stran 4.

⁵² Prav tam, stran 3.

⁵³ Prav tam, stran 3.

Gospodarska ocena ocenjuje stopnjo prihodka, gospodarsko raznolikost in stanovitnost ter trend gospodarske rasti določene države, merjeno glede na povprečno rast realnega BDP na prebivalca v obdobju 10 let⁵⁴.

Zunanja ocena se pridobi z vrednotenjem uporabe valute določene države v mednarodnih transakcijah, zunanje likvidnosti ter zunanje zadolženosti te države⁵⁵.

Razlogi za izbor omenjenih kriterijev kot dejavnikov na podlagi katerih se vrednoti zunanja ocena določene države pa temeljijo na tem, da naj bi v državah, s katerih valuto se aktivno trguje oziroma je njihova valuta rezervna valuta, po mnenju S&P sprejete politične odločitve lažje ohranile zaupanje tujih vlagateljev. Ob tem naj omenim, da so vse države članice evroobmočja uvrščene bodisi v skupino držav z rezervno valuto (Nemčija in Francija) ali v skupino držav z aktivno valuto (vse preostale države članice evroobmočja).

Nadalje se **fiskalna ocena** pridobi z vrednotenjem (i) vzdržnosti proračunskega primanjkljaja preko merjenja spremembe dolga v odstotku do BDP določene države in ocenjevanja sposobnosti države povečati svoje prihodke ali znižati stroške ter (ii) bremena dolga preko ocenjevanja višine stroškov dolga v primerjavi z rastjo prihodkov, strukture dolga in dostopnosti do virov financiranja določene države⁵⁶.

Monetarna ocena pa se pridobi z analizo (i) zmožnosti države uporabljati monetarno politiko za spopadanje z gospodarskimi šoki, predvsem z nadzorom države nad ponudbo denarja, (ii) fleksibilnostjo monetarne politike in (iii) učinkovitostjo prenosa učinkov sprejetih odločitev monetarne politike, kot na primer znižanje obrestnih mer na realno gospodarstvo⁵⁷.

Na podlagi omenjenega naj bi najvišjo monetarno oceno pridobile države s prosto plavajočo obrestno mero in s centralno banko, ki uživa neodvisnost in uporablja širok niz monetarnih instrumentov. Po drugi strani pa lahko monetarno oceno celo do 2 stopnji oslabi dejstvo, da je določena država del monetarne unije. Zaradi pravkar omenjenega, naj bi S&P monetarno oceno državam članicam monetarnih unij podeljevala na malce drugačen način. Državi naj bi se tako najprej dodelila prvotna ocena, ki naj bi odražala učinkovitost monetarne politike celotne monetarne

⁵⁴ Prav tam, stran 4.

⁵⁵ Prav tam, stran 4.

⁵⁶ Prav tam, stran 4.

⁵⁷ Prav tam, stran 4.

unije, nato pa naj bi se dobljena ocena zaradi nižje fleksibilnosti monetarne politike, v primerjavi z državami z lastnimi centralnimi bankami, znižala za eno stopnjo.

Analiza opisanih dejavnikov, je sestavljena iz določenega števila korakov. Kot sem že omenila, v prvem koraku bonitetna agencija na podlagi 6-stopenjske lestvice določi oceno vsakemu izmed zgoraj opisanih dejavnikov.

Dejavniki, ki sestavljajo politični in gospodarski položaj nato tvorijo politični in gospodarski profil, medtem ko zunanja, fiskalna in monetarna ocena tvorijo profil fleksibilnosti in učinkovitosti države⁵⁸.

Oba omenjena profila pa tvorita bonitetno oceno v tuji valuti, bonitetna ocena v domači valuti pa se določi s povišanjem bonitetne ocene v tuji valuti za 0 do 2 stopnji. Kadar pa je država članica monetarne unije, je bonitetna ocena v domači valuti enaka bonitetni oceni tuje valute. Tako naj bi do 2 stopnji višji rezultat oziroma na koncu bonitetno oceno pridobile države z neodvisno monetarno politiko ter prosto plavajočo ali plavajočo obrestno mero⁵⁹.

Na podlagi zgoraj opisanih dejavnikov, bi utegnili zaključiti, da je bonitetna agencija S&P bonitetne ocene državam članicam evroobmočja znižala, ker je bila mnenja, da je prejem finančne pomoči s strani evropske trojke, ki je bil pogojen s sprejemom varčevalnih ukrepov in strukturnih reform, vplival na nesamostojnost sprejemanja politik teh držav, obenem pa je omenjena agencija sprejete ukrepe očitno ocenila kot neučinkovite. Nadalje zaradi medsebojnega vplivanja politične ocene na fiskalno in zunanjo oceno določene države, je S&P očitno na podlagi nizke politične ocene, državam članicam evroobmočja dodelila tudi nizko zunanjo in fiskalno oceno. Poleg tega predvidevam, da je bil slednji nižji še zaradi visokih stopenj javnega dolga ter slabih napovedi glede sposobnosti držav povišati svoje prihodke oziroma znižati visoke stopnje proračunskega primanjkljaja, saj omenjeno S&P navaja kot ključno pri vrednotenju fiskalne ocene. Poleg tega bi utegnili sklepati, da je tudi monetarna ocena zaradi dejstva, da so države članice evroobmočja del monetarne unije nizka oziroma, da je bila S&P mnenja, da se države članice evroobmočja niso (bile) zmožne zoperstaviti nepričakovanim, predvsem gospodarskim šokom. Medtem ko naj bi gospodarsko oceno omenjenih držav poslabšala še nizka gospodarska rast celotnega evroobmočja.

⁵⁸ Prav tam, stran 4.

⁵⁹ Odstavek povzet po: Prav tam, stran 5.

2.5.3.2.2. Metodologija, ki po mnenju avtorjev raziskav vplivajo na podelitev določene bonitetne ocene državi

Ker metodologija bonitetnih agencij ni javno objavljena oziroma je javno dostopen le del le te, je tekom let nastalo veliko število raziskav, katerih namen je bil ugotoviti ključne in skupne dejavnike, ki naj bi vplivali na bonitetno oceno, ki jo določeni državi podelijo bonitetne agencije. Ugotoviti oziroma prepoznati dejavnike, na podlagi katerih bonitetne agencije vrednotijo nezmožnost izpolnjevanja obveznosti določene države, je pomembno predvsem zato, ker se za razliko od preostalih izdajateljev finančnih instrumentov⁶⁰, posojilodajalci države v primeru njene nezmožnosti poplačati svoje obveznosti, ne morejo poplačati iz premoženja države⁶¹. Zaradi omenjenega naj bi bilo pri ocenjevanju in podeljevanju bonitetne ocene določeni državi toliko bolj pomembno pravilno ovrednotiti ne le sposobnost države poplačati svoje dolžniške obveznosti, temveč tudi njeno pripravljenost (eng. willingness to pay) ter obenem oceniti ali obstaja možnost trajnega poslabšanja sposobnosti države servisirati svoj dolg⁶².

Rezultati raziskave avtorjev **Mellios** in **Paget-Blanc**⁶³, ki sta med bonitetnimi ocenami 86 držav in ob primerjavi 49 gospodarskih in političnih dejavnikov za vsako izmed omenjenih 86 držav ob koncu leta 2002 iskala tiste, ki najbolj vplivajo na podelitev bonitetne ocene so nakazali, da naj bi na podelitev bonitetne ocene državi vplivali ne le gospodarski, temveč tudi politični dejavniki. Po njunem mnenju je ključnih predvsem naslednjih šest dejavnikov⁶⁴: dohodek na prebivalca (višji dohodek na prebivalca posledično pomeni večji prihodek države od davkov in s tem večjo sposobnost države poplačati svoj dolg), rast BDP (gospodarska rast zniža zadolženost države in ji omogoča izogibanje likvidnostnim težavam), stopnja inflacije (nizka stopnja inflacije predstavlja trajnostno monetarno in tečajno politiko), zgodovina nezmožnosti izpolnjevanja obveznosti (vpliva predvsem na ugled države), sprememba deviznega tečaja (devizni tečaj nakazuje konkurenčnost trgovanja določenega gospodarstva), ter indeks korupcije države⁶⁵ (indeks korupcije kaže na stopnjo razvoja in uspešnost upravljanja določene države ter predstavlja politično tveganje, saj nizek indeks lahko znižuje pripravljenost države poplačati svoje obveznosti).

⁶⁰ Posojilodajalci lahko na podlagi zakonodaje od preostalih izdajateljev finančnih instrumentov poplačilo zahtevajo s pravnimi zahtevki, ki posojilodajalcem držav niso na voljo.

⁶¹ Mellios Constantin, Paget-Blanc Eric: Which factors determine sovereign credit ratings?, stran 1.

⁶² Prav tam, stran 1.

⁶³ Mellios Constantin, Paget-Blanc Eric: Which factors determine sovereign credit ratings?.

⁶⁴ Odstavek povzet po: Mellios Constantin, Paget-Blanc Eric: Which factors determine sovereign credit ratings?, stran 4.

⁶⁵ Gre za indeks zaznavanja korupcije (eng. perceived corruption index), ki ga objavlja organizacija Transparency International. Višji indeks na lestvici od 0 do 10, pomeni nižjo stopnjo korupcije v državi.

Odkritja omenjene raziskave tako ugotavljajo, da naj bi dohodek na prebivalca, spremembe deviznega tečaja, rast BDP ter indeks korupcije imeli pomemben, pozitiven vpliv na bonitetne ocene držav. Ostali zgoraj naštetih dejavniki pa naj bi imeli negativen vpliv na bonitetne ocene držav, ki naj bi se izkazal za posebej močnega pri dejavniku zgodovine izpolnjevanja obveznosti določene države⁶⁶. Verjetnost, da bodo države z nizko stopnjo dolga in nizko stopnjo inflacije nezmožne izpolnjevati svoje obveznosti, naj bi bila namreč precej manjša, kot pri državah z visoko stopnjo dolga in inflacije ter z zgodovino nezmožnosti izpolnjevanja svojih dolžniških obveznosti. Posledično naj bi bila tako bonitetna ocena podeljena slednjim, precej nižja od bonitetne ocene podeljene prvotno omenjenim državam.

Avtorji **Afonso, Gomes in Rother**⁶⁷ pa so v svoji raziskavi⁶⁸ prav tako preučevali dejavnike, ki naj bi vplivali na podelitev bonitetne ocene določenim državam. Primerjava bonitetnih ocen je pokazala, da so podeljene bonitetne ocene med seboj dokaj primerljive, vendar naj bi vseeno obstajala razlika med bonitetnimi ocenami, podeljenimi s strani bonitetne agencije Moody's⁶⁹, v primerjavi z bonitetnimi ocenami podeljenimi s strani S&P ter Fitch.

Glavna ugotovitev raziskave⁷⁰ pa je bila, da so dejavniki, ki najbolj vplivajo na dodelitev točno določene bonitetne ocene naslednji: BDP na prebivalca⁷¹, rast BDP⁷², dolg države⁷³, indikatorji učinkovitosti države, dolg države⁷⁴, tuje/zunanje rezerve⁷⁵ in zgodovina neizpolnjevanja obveznosti določene države⁷⁶ ter dejstvo, ali je država članica EU.

Poleg tega naj bi imeli fiskalni dejavniki, kot so dolg države, učinkovitost države, fiskalno ravnotežje, precej močnejši vpliv, kot so jim ga do sedaj pripisovale ostale raziskave. Tako vsi navedeni dejavniki po mnenju avtorjev naj ne bi v enaki meri vplivali na podelitev določene

⁶⁶ Države, ki so vsaj enkrat prej že bile nezmožne izpolnjevati svoje obveznosti glede poplačila dolga naj bi bile v povprečju ocenjene 1.6 stopnje nižje od držav, ki so svoje obveznosti vedno izpolnile. Mellios Constantin, Paget-Blanc Eric: Which factors determine sovereign credit ratings?, stran 14.

⁶⁷ Afonso Antonio, Gomes Pedro, Rother Philipp: What "hides" behind sovereign debt ratings?.

⁶⁸ V raziskavi so primerjali bonitetne ocene, podeljene s strani treh najpomembnejših bonitetnih agencij, podeljenih v obdobju med leti 1995 in 2005.

⁶⁹ Bonitetne ocene bonitetne agencije Moody's naj bi se namreč razlikovale tudi do 2 stopnji. Avtorji omenjeno razliko utemeljujejo, bodisi z dejstvom, da bonitetne agencije določenemu dejavniku pripisujejo različno težo, bodisi da razlika odraža negotovost pri merjenju tveganja nezmožnosti izpolnjevanja obveznosti. Prav tam, stran 17.

⁷⁰ Odstavek povzet po: Afonso Antonio, Gomes Pedro, Rother Philipp: What "hides" behind sovereign debt ratings?, stran 5.

⁷¹ Države z bolj razvitim gospodarstvom naj bi imele bolj stabilne institucije, ki naj bi preprečevale, da bi si država preveč izposojala, zaradi česar naj bi bila država manj občutljiva na eksogene šoke.

⁷² Višja rast naj bi okrepila sposobnost določene države poplačati svoje dolžniške obveznosti.

⁷³ Višji dolg države naj bi ustvarjal breme višjih obresti in posledično tudi večjo verjetnost nezmožnosti izpolnitve obveznosti.

⁷⁴ Višja skupna zadolženost gospodarstva naj bi povzročala višje tveganje za dodatna fiskalna bremena.

⁷⁵ Višje zunanje rezerve naj bi štitele državo pred nezmožnostjo izpolnitve njenih deviznih obveznosti.

⁷⁶ Nezmožnost izpolnjevanja obveznosti v preteklosti naj bi nakazovala na pripravljenost države znižati svoj dolg s ponovno nezmožnostjo izpolnitve svojih obveznosti. Vpliv omenjenega dejavnika pa naj bi bil odvisen tudi od števila let od zadnje nezmožnosti izpolnitve obveznosti.

bonitetne ocene državi. Na podelitev nižje bonitetne ocene državi naj bi namreč najbolj vplival zunanji dolg države, medtem ko naj bi bilo za zvišanje bonitetne ocene med 0.1 do 0.2 stopnji potrebna bodisi izboljšava proračunskega primanjkljaja za 2 odstotni točki, bodisi znižanje javnega dolga za 5 odstotnih točk, bodisi rast BDP za 3 odstotne točke⁷⁷.

V kolikor rezultate predstavljenih raziskav primerjamo z dejanskim zniževanjem bonitetnih ocen državam članicam evroobmočja v času evropske dolžniške krize, utegnemo opaziti, da so bonitetne agencije pri omenjenih znižanjih bodisi sledile zgoraj navedenim dejavnikom, vendar so točno določenim pripisovale precej večji pomen kot preostalim⁷⁸, bodisi so glede na to, da so bile omenjene raziskave izvedene na podlagi bonitetnih ocen podeljenih konec leta 2002 oziroma med leti 1995 in 2005, torej kar nekaj časa tako pred začetkom svetovne finančne krize, kakor tudi evropske dolžniške krize, sledile povsem drugim dejavnikom oziroma zgoraj navedenim dejavnikom le niso pripisovale tolikšne teže. Kljub temu v slednjo trditev zaradi nedostopnosti podrobne metodologije bonitetnih agencij ne moremo biti povsem prepričani. Bonitetne agencije namreč, niti na svojih spletnih straneh, niti v obrazložitvah podelitev bonitetnih ocen, ne razložijo oziroma opišejo uporabljene metodologije. Pričakovali bi namreč, da bonitetne agencije sledijo metodologiji, ki je javno objavljena, transparentna oziroma dostopna vsem, ki bi bodisi želeli ponovno pregledati način podelitve določene bonitetne ocene, bodisi želeli vedeti kakšnim kriterijem morajo zadostovati v želji po podelitvi čim višje bonitetne ocene.

3. BONITETNE AGENCIJE IN DOLŽNIŠKA KRIZA EVRA

3.1. Kaj je dolžniška kriza (evra)?

Dolžniška kriza evra dejansko predstavlja težave, s katerimi se soočajo nekatere najbolj zadolžene države članice evroobmočja, kot so Grčija, Portugalska, Irska, Italija in Španija, pri izpolnjevanju obveznosti glede poplačila svojih dolgov. Vse izmed omenjenih držav članic evroobmočja namreč beležijo visoke stopnje državnega dolga (eng. Sovereign debt). Višja stopnja javnega dolga naj bi pod določenimi pogoji sicer imela produktivno vlogo, saj naj bi zadolževanje države pomagalo njenemu gospodarstvu v času recesije, obenem pa naj bi financiranje dolgoročnih investicijskih

⁷⁷ Afonso Antonio, Gomes Pedro, Rother Philipp: What “hides” behind sovereign debt ratings?, stran 29.

⁷⁸ Glede na gospodarsko in politično stanje držav članic evroobmočja je mogoče opaziti, da so se bonitetne agencije pri znižanjih bonitetnih ocen državam članicam evroobmočja očitno osredotočale predvsem na nižjo rast BDP, visoko stopnjo javnega dolga, visok proračunski primanjkljaj ter nekonkurenčnost držav članic evroobmočja.

projektov povečalo gospodarsko moč in rast države v prihodnosti⁷⁹. Vendar ima zadolževanje države tudi negativne posledice. Države naj bi si namreč v času gospodarskega razcveta, z namenom poplačila dolga nastalega v času gospodarskega upada, raje kot ukrep povišanja davkov ali znižanja trošenja, izbrale zadolževanje, slednje pa sčasoma nakopiči velike stopnje dolga oziroma pretirano zadolži državo⁸⁰.

Dandanes najpogostejšo obliko zadolževanja države predstavlja izdaja državnih obveznic in njihova prodaja domačim in/ali tujim vlagateljem. Med manj pogoste oblike zadolževanja države pa spadajo najemanje posojil od domačih in tujih bank, bilateralnih upnikov ter multilateralnih finančnih institucij⁸¹.

3.1.1. Javni dolg

Javni dolg, predstavlja skupni znesek, ki si ga je država v določenem časovnem obdobju izposodila na finančnih trgih, z namenom financiranja letnega primanjkljaja⁸².

Običajno se izraža kot odstotek BDP-ja določene države, kjer se BDP uporablja kot za vse države enakovredno merilo sposobnosti države poplačati dolg in kjer se predvideva, da višji odstotek dolga v razmerju do BDP, za državo predstavlja večje breme plačila obresti in posledično tudi večjo verjetnost nezmožnosti poplačila dolga pravočasno in v celoti⁸³. Javni dolg pa se lahko izrazi tudi na bruto osnovi, in sicer kot skupna finančna obveznost določene države ali na neto osnovi kot skupna finančna obveznost določene države, zmanjšana za njeno finančno premoženje, ki ga predstavljajo vrednostni papirji, bančni depoziti, certifikati in podobno⁸⁴.

Poleg tega je potrebno omeniti, da dvig odstotka dolga v primerjavi z BDP ne pomeni vedno večjega zadolževanja države, temveč je lahko posledica bodisi recesije, bodisi sprejetih varčevalnih ukrepov, ki so skrčili velikost gospodarstva določene države in s tem posledično tudi njen BDP⁸⁵.

Kljub temu, da si ob takšnem načinu izražanju javnega dolga, to je v odstotku od BDP-ja, lahko ustvarimo precej dobro podobo o zadolženosti določene države in s tem o stroških njenega

⁷⁹ Nelson M. Rebecca: Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress, stran 3.

⁸⁰ Prav tam, stran 3.

⁸¹ Odstavek povzet po: Prav tam, stran 3.

⁸² Schlesinger Jill: Europe debt meltdown: How did we get here?

⁸³ Luke Jim: Is debt-to-GDP a good measure?.

⁸⁴ Nelson M. Rebecca: Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress, stran 6.

⁸⁵ Luke Jim: Is debt-to-GDP a good measure?.

zadolževanja, velja nadalje omeniti, da javno dostopni podatki o javnem dolgu določene države, le te namreč sporočajo države same, niso vedno popolnoma zanesljivi. Analitiki namreč opozarjajo, da kljub obstoju mednarodnih standardov, bilance stanja določenih držav včasih ne vsebujejo vseh podatkov na podlagi katerih bi bilo možno izvajati pravilne zaključke. Tako določeno države na primer v bilanco stanja ne vključujejo garancij, obveznosti podjetij v državni lasti ali obveznosti centralne banke, medtem ko utegnejo nekatere države celo prikriti pravo dejansko stanje⁸⁶. Med slednjimi lahko omenimo Grčijo, ki je leta 2009 razkrila, da je stopnja njenega proračunskega primanjkljaja in javnega dolga precej višja od pred tem poročane. A o tem malo več v nadaljevanju.

V kolikor primerjamo javni dolg z dolgom zasebnega sektorja ali dolgom gospodinjstev ugotovimo, da med njimi obstajata vsaj dve ključni razliki.

Prva je, da v primeru, ko določena država ni sposobna ali pripravljena poravnati svojih obveznosti, delnega ali celotnega poplačila dolga ni mogoče uveljavljati v izvršilnih ali insolventnih postopkih, saj organ, ki bi imel pristojnost izdati izvršljivo sodno odločbo, na podlagi katere bi bila država zavezana poplačati svoj dolg, ne obstaja⁸⁷.

Drugo ključno razliko predstavlja nezavarovanost državnega dolga⁸⁸, saj se države ob neobstoju mednarodne institucije, ki bi zavarovanje lahko uveljavila, k temu ne morejo veljavno zavezati⁸⁹.

Ob omenjenem pa se utegnemo vprašati, kako so se države kljub nezavarovanosti dolga in nezmožnosti uveljavitve poplačila v sodnih postopkih sploh zmožne zadolževati?

Dejstvo je, da imajo države za pravočasno in celotno poplačilo vseh svojih obveznosti močne spodbude. Cilj držav so namreč nizki stroški zadolževanja oziroma čim nižje obrestne mere, ki jim omogočajo, da za izposojeni denar plačajo manj obresti. Slednje pa dosežejo s tem, ko v očeh bodočih vlagateljev pridobijo čim višjo kreditno sposobnost. Očitno je, da bo država, ki bo pravočasno poplačala vse svoje dolgove in s tem izkazala pripravljenost poplačati svoje dolžniške obveznosti, izgledala bolj kreditno sposobna kot država, ki bo zamujala s plačili oziroma dolga ne bo hotela ali mogla poravnati v celoti oziroma sploh in bo obenem pridobila možnost nadaljnega

⁸⁶ Odstavek povzet po: Nelson M. Rebecca: Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress, stran 7.

⁸⁷ Prav tam, stran 4.

⁸⁸ Gre za nezavarovanost v smislu zavarovanja, kot ga običajno poznamo pri drugih kreditnih pogodbah, medtem ko neka vrsta "zavarovanja" vlagateljev vendarle obstaja tudi pri zadolževanju držav, in sicer gre za finančni instrument zamenjave kreditnega tveganja (eng. Credi default swap-CDS).

⁸⁹ Nelson M. Rebecca: Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress, stran 4.

zadolževanja po nizkih obrestnih merah. Dano posojilo za posojilodajalce v takšnem primeru predstavlja nizko tveganje oziroma veliko možnost, da bo posojilo poplačano v celoti in v roku⁹⁰.

3.1.2. Dolžniška kriza evra

Včasih pa se vendarle zgodi, da se določena država sooča s težavami pri poplačilu svojih dolžniških obveznosti. Pojem dolžniška kriza tako običajno opisuje ravno takšno situacijo, in sicer ko se država znajde v začaranem krogu, kjer za svoje zadolževanje plačuje vedno višje obresti. V podobnem položaju so se znašle tudi Grčija, Portugalska, Irska, Italija in Španija, katere svojim posojilodajalcem in finančnim trgom niso bile sposobne zagotoviti, da bodo zmožne izpolniti vse svoje dolžniške obveznosti.

Previsoki stroški zadolževanja pa lahko privedejo tudi do nezmožnosti izpolnitve obveznosti določene države oziroma t.i. default-a, ki ustvarja položaj, ko država ni sposobna ali ni pripravljena poplačati svojih zapadlih dolžniških obveznosti pravočasno in v celoti. S tem se novo zadolževanje ustavi, kar lahko nadalje privede celo do tega, da država ne more več izvrševati svojih osnovnih funkcij. V takšnem primeru je precej verjetno, da strmo pade vrednost državnih obveznic, saj se zaradi hitro naraščajočih dvomov o bodoči kreditni sposobnosti določene države hitro širi, s čimer se slabi zaupanje finančnih trgov. Omenjeno posledično vpliva tudi na banke, katerih premoženje predstavljajo državne obveznice države, ki postane nezmožna izpolniti svoje dolžniške obveznosti. Kljub omenjenemu ni nujno, da dolžniška kriza sama po sebi vodi v t.i. default, saj lahko državi pri izpolnjevanju dolžniških obveznosti v obliki odobrene finančne pomoči, pomagajo druge države ali finančne institucije.

Evroobmočje je v dolžniško krizo evra tako vstopilo z bankami, ki so bile zasičene s slabimi terjatvami, z nepremičninskim balonom v Španiji ter na Irskem in v VB, z vse slabšim položajem javnih financ v Grčiji in na Portugalskem ter naraščajočimi fiskalnimi deficiti v Italiji, Franciji in Grčiji⁹¹. S priznanjem Grčije o prirejeni višini proračunskega primanjkljaja in javnega dolga ter z razkritjem njenih pravih višin, pa so grške obveznice predstavljale vse večje tveganje, ki so ga vlagatelji želeli omiliti z višjimi donosi. Slednje je občutno povišalo stroške zadolževanja Grčije in ustvarilo začaran krog višanja donosov za prevzeto tveganje in obenem višanja stroškov zadolževanja zaradi povišanih donosov. Povišanje stroškov zadolževanja Grčije pa je zaradi

⁹⁰ Prav tam, stran 4.

⁹¹ Mullineux Andy: The Eurozone crisis: escaping the “doom loop”, stran 7.

predvidevanja podobnih težav v drugih državah članicah evroobmočja, povzročilo tudi povišanje donosov preostalih držav članic evroobmočja ter beg kapitala k bolj varnim, povečini ameriškim in nemškim obveznicam. Grčija, Portugalska in Irska so tako, ko so stroški njihovega zadolževanja na leto presegli 7%, morale zaprositi za finančno pomoč, v zameno za katero so morale sprejeti stroge varčevalne ukrepe in strukturne reforme.

3.1.3. Kdaj javni dolg postane problem?

Februarja 2012 je Eurostat, statistična agencija EU glede zadolženosti evroobmočja ter EU sporočila naslednje: *“Stopnja javnega dolga 17 držav članic evroobmočja kot celote je konec leta 2011, iz 83.2% BDP-ja prejšnje leto, narasla na 87.4% BDP, medtem ko je javni dolg vseh 27 držav članic EU iz 78.5% BDP-ja, narasel na 82.2% BDP-ja⁹².*

Glede na dejstvo, da se vse države razvitega sveta zadolžujejo ter da pri tem dolg v vsaki izmed njih predstavlja različen odstotek BDP se ob tem postavlja vprašanje, kolikšna stopnja dolga oziroma kolikšna stopnja zadolženosti določene države utegne predstavljati težavo?

Nelson⁹³ tako v svoji raziskavi navaja, da so bile v obdobju pred svetovno finančno krizo v letih 2008-2009, dolžniške krize pogoste v državah z nastajajočimi trgi (eng. emerging markets countries), kot na primer v Rusiji, Argentini, Ukrajini, Urugvaju, in podobno, saj so bili po njenem mnenju nastajajoči trgi v primerjavi z razvitimi gospodarstvi zaradi številnih dejavnikov⁹⁴ bolj dovzetni za dolžniške krize. Omenjeni trend pa naj bi se z nastopom svetovne finančne krize v letih 2008-2009 močno spremenil in preusmeril na razvita gospodarstva⁹⁵. Nastop svetovne finančne krize naj bi v razvitih gospodarstvih preko zagotavljanja potrebne finančne pomoči bankam, sprejetjem ukrepov za spodbuditev povpraševanja, proizvodnje in zaposlenosti ter vedno večjega trošenja namreč pospešil naraščanje stopnje zadolženosti teh držav⁹⁶. Vendar avtorica navaja, da je

⁹² Eurostat news release: Euro area government debt down to 87.4% of GDP EU27 up to 82.2%.

⁹³ Nelson M. Rebecca: Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress.

⁹⁴ Avtorica našteva predvsem: visoke stopnje dolga, slabši dostop do virov za poplačilo dolgov, šibke politične institucije, nestanovitne cene surovin in strukture dolžniških pogodb. Dolg je tako povečini imel krajšo dospelost, zaradi česar so države ob zapadlosti običajno obnovile posojilo, kar so počele vse pogosteje ter bil izražen v tuji valuti, zaradi česar je bil izpostavljen tveganjem spremembe deviznega tečaja (depreciacija domače valute je običajno povišala stopnjo dolga v domači valuti). Prav tam, stran 7.

⁹⁵ Med letoma 2000 in 2006 naj bi se javni dolg v razvitih gospodarstvih povišal iz 78% na 84% BDP-ja, medtem ko naj bi v obdobju svetovne finančne krize oziroma do leta 2010 v povprečju narasel kar na 114% BDP-ja. Prav tam, stran 8.

⁹⁶ Nelson M. Rebecca: Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress, stran 8.

kljub vsesplošnemu naraščanju stopnje zadolženosti med razvitimi državami, med njimi moč opaziti precejšne razlike v stopnji dolga⁹⁷.

Finančni trgi pa naj bi pri vrednotenju vzdržnosti dolga oziroma pri ocenjevanju kreditne sposobnosti določene države, ne upoštevali izključno stopnje dolga države izražene v razmerju do BDP, temveč tudi neto javni dolg, izražen kot razlika med skupnimi finančnimi obveznostmi določene države in njenim finančnim premoženjem⁹⁸.

Nadalje je **Bass**⁹⁹ ugotovil, da javni dolg določene države postane problem, ko vsota stopnje dolga in velikost bančnega sistema določene države presežeta petkratno vrednost javnofinančnih prihodkov te države.

Coggan¹⁰⁰ pa je medtem ugotovil, da dolžniška kriza predstavlja situacijo, ki državam predstavlja težave in obenem ugotovil, da v dolžniško krizo vodi t.i. dolžniška past, to je situacija, ko so obrestne mere obveznic določene države višje od nominalne gospodarske rasti te države. Omenjena situacija naj bi tako vodila v dolžniško krizo, iz dolžniške pasti pa naj bi se izšlo le z naglo gospodarsko rastjo ali s proračunskim presežkom.

Na podlagi omenjenega je mogoče sklepati kdaj oziroma kakšna stopnja javnega dolga določene države, le tej začne predstavljati problem in po mojem mnenju težave, povezane z zaupanjem vlagateljev.

Glede na zaključke, ki so jih na podlagi izvedenih raziskav sprejeli zgoraj omenjeni avtorji je torej pri presojanju stopnje dolga potrebno upoštevati ne zgolj bruto stopnjo javnega dolga, temveč tudi neto stopnjo. Kot je bilo mogoče videti na primeru Grčije oziroma Japonske, je v letu 2011 bruto javni dolg slednje, izražen v odstotku BDP znašal kar 233% njenega BDP, medtem ko je grški javni dolg znašal precej manj, to je 167% BDP. Ob tem pa je neto javni dolg Grčije v istem letu znašal 153%, Japonske pa "zgolj" 130% BDP. Iz slednjega je tako mogoče sklepati, da so vlagatelji visoko zadolženost Grčije, v primerjavi s prav tako visoko zadolženo Japonsko ali pa na primer ZDA, katere bruto javni dolg je v letu 2011 znašal 100% njenega BDP, očitno ocenjevali precej strožje oziroma so bili mnenja, da Grčija ob dejstvu, da ima precej majhno finančno premoženje,

⁹⁷ V letu 2011 so bile med prvimi 7 razvitimi državami z najvišjimi stopnjami dolga: Japonska (233% BDP), Grčija (167 % BDP), Italija (120% BDP), Irska (110% BDP), Portugalska (108% BDP), Islandija (102 % BDP) in ZDA (100 % BDP). Nelson M. Rebecca: Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress, stran 10.

⁹⁸ Na podlagi neto javnega dolga pa je moč opaziti, da je izmed vseh razvitih držav v letu 2011 bila najbolj zadolžena ravno Grčija, katere neto javni dolg je znašal kar 153% BDP. Slednje pomeni, da je finančno premoženje Grčije v primerjavi z njenimi finančnimi obveznostmi majhno, oziroma skoraj neobstoječe. Prav tam, stran 10.

⁹⁹ Bass-Hayman Kyle, Capital Management LP-Dallas. Povzeto po: Ciovacco Chris: European debt crisis explained.

¹⁰⁰ Coggan Philip: The debt trap: ranking the suspects.

predstavlja večje tveganje oziroma da obstaja večja verjetnost, da svojega visokega javnega dolga ne bo zmožna poplačati.

Nadalje je na podlagi zaključkov Bass-a, ob visoki zadolženosti večine držav članic evroobmočja, ob sočasno visokem odstotku BDP-ja, ki ga predstavlja bančni sektor, ki se poleg tega v večini omenjenih držav sooča še s težavami oziroma z veliko količino slabih terjatev ter ob sočasno nizkih javnofinančnih prihodkih¹⁰¹ prejšnjih let in to predvsem v perifernih državah članicah evroobmočja, mogoče sklepati, da ne le, da je evroobmočje močno zadolženo, temveč da je v nekaterih državah članicah evroobmočja, visok javni dolg postal problem.

V kolikor pa zaključke Coggan-a primerjamo z dejanskim stanjem evroobmočja, lahko ugotovimo, da se je evroobmočje, ob nizki gospodarski rasti in visokih obrestnih merah¹⁰² znašlo v dolžniški pasti oziroma se že nahaja v dolžniški krizi.

3.2. Pregled dogajanja v državah članicah evroobmočja

V kolikor pogledamo podatke za obdobje od leta 2006 do 2011, ki jih je na podlagi informacij, objavljenih s strani MDS in evropske statistične agencije Eurostat, novembra 2011 v svojem članku, kjer je primerjal razmerje med javnimi dolgovi in BDP, zapadlostjo dolgov v primerjavi z BDP, proračunskim primanjkljajem v razmerju do BDP ter garancijami sklada EFSF držav članic evroobmočja navedel Voss¹⁰³, opazimo sledeče.

3.2.1. Javni dolg v evroobmočju

	Letna gospodarska rast/BDP (obdobje 2006-2012)	Letna rast zadolženosti (obdobje 2006-2012)	Pričakovana skupna zadolženost v primerjavi z BDP (2012)
Grčija	0.4%	9.0%	189.1%
Portugalska	0.9%	9.3%	111.8%
Španija	1.8%	10.5%	70.2%

¹⁰¹ V kolikor si poglobljeno pogledamo primer Grčije, katere javni dolg je v letu 2011 znašal 167% BDP, velikost njenega bančnega sektorja pa naj bi znašala 210% BDP, medtem ko so njeni javnofinančni prihodki v letu 2011 znašali približno 40% BDP ugotovimo, da vsota javnega dolga in velikost njenega bančnega sektorja (377%) močno presegata petkratno vrednost njenih javnofinančnih prihodkov (200% BDP). Podobno je mogoče ugotoviti tudi za celotno evroobmočje, kjer stopnja javnega dolga znaša med 85% in 90% BDP, velikost bančnega sistema 366% BDP ter javnofinančni prihodki 45.3% BDP. Številke povzete po: Wahrig Laura, Gancedo Vallina Isabel: Eurostat, statistics in focus, stran 1 in Gortsos Christos: The Greek banking system during the Greek debt crisis, slide številka 4 in Strupczewski Jan: Euro zone debt jumps to 90 pct/GDP in Q2 in Persson, Ruparel: The eurozone banking union: A game of two halves, stran 2.

¹⁰² Nominalna gospodarska rast evroobmočja ob koncu leta 2012 je bila negativna, znašala je namreč -0.1, sočasno pa so najnižje obrestne mere najmanj tveganih, to je nemških obveznic znašale med 0.18% in 2.32%, odvisno od njihove dospelosti. Medtem ko so obrestne mere preostalih držav članic evroobmočja precej višje od prikazanih nemških in s tem tudi od nominalne gospodarske rasti. Vir: Trading Economics, Euro area GDP growth rate in Bloomberg: German Government Bonds.

¹⁰³ Voss Jason: European sovereign debt crisis: pertinent statistics.

Tabela 3: Gospodarska rast v primerjavi z rastjo zadolženosti določenih držav članic evroobmočja. Tabela prikazuje, da je v obdobju med leti 2006 in 2012 javni dolg Grčije, Portugalske in Španije rasel več kot petkrat hitreje od BDP-ja omenjenih držav, medtem ko je v omenjenih treh državah pričakovan javni dolg presegel zgornjo mejo 60%, določeno s konvergenčnimi merili Maastrichtske pogodbe. Voss Jason: European sovereign debt crisis: pertinent statistics.

Ob tem velja omeniti, da Maastrichtska pogodba sicer dovoljuje preseganje konvergenčnih meril v primeru izrednih, netrajnih dogodkov, kar dolžniška kriza evra vsekakor je, a dejstvo je, da so nekatere države članice evroobmočja mejo predpisano s konvergenčnimi merili presegale že pred začetkom evropske dolžniške krize, nekatere pa celo pred začetkom svetovne finančne krize.

3.2.2. Zapadlost javnega dolga v evroobmočju

	Zapadlost javnega dolga v primerjavi z BDP (2012)
Grčija	20.6%
Španija	12.4%
Italija	19.3%
Portugalska	13.2%
Nemčija	10.4%
Francija	12.1%
Celotno evroobmočje	21.8% (32.5%*2013)

Tabela 4: Zapadlost javnega dolga v primerjavi z BDP določenih držav članic evroobmočja. Tabela prikazuje razmerje med zapadlostjo javnega dolga in pričakovanim BDP v letu 2012 in nakazuje, dolg izražen v odstotku napovedanega BDP, ki so ga morale Grčija, Italija, Španija, Portugalska, Nemčija, Francija refinancirati v letu 2012, celotno evroobmočje pa v letu 2012 in 2013 (pričakovan odstotek). Voss Jason: European sovereign debt crisis: pertinent statistics.

3.2.3. Proračunski primanjkljaj v evroobmočju

Proračunski primanjkljaj izražen v odstotku BDP	2006	2007	2008	2009	2010
Grčija	-5.7%	-6.5%	-9.8%	-15.8%	-10.6%
Portugalska	-4.1%	-3.1%	-3.6%	-10.1%	-9.8%
Španija	2.0%	1.9%	-4.5%	-11.2%	-9.3%
Italija	-3.4%	-1.6%	-2.7%	-5.4%	-4.6%
Irska	2.9%	0.1%	-7.3%	-14.2%	-31.3%
Povprečje evroobmočja	-1.4%	-0.7%	-2.1%	-6.4%	-6.3%

Tabela 5: Proračunski primanjkljaj določenih držav članic evroobmočja, izražen v odstotku BDP. Tabela prikazuje primerjavo proračunskega primanjkljaja, izraženega v odstotku BDP Grčije, Portugalske, Španije, Italije, Irske ter povprečja evroobmočja, in sicer med leti 2006 in 2010 oziroma dosledno neizpolnjevanje konvergenčnega merila Maastrichtske pogodbe, določenega pri 3% BDP, saj so v času svetovne finančne in evropske dolžniške krize omenjeno

mejo v večini presegle vse države članice evroobmočja, z izjemo Estonije in Luksemburga. Voss Jason: European sovereign debt crisis: pertinent statistics.

Na podlagi omenjenega je mogoče zaključiti, da so bile države PIIGS sicer tiste, ki so konvergenčna merila glede najvišje stopnje dovoljenega proračunskega primanjkljaja kršile vse od leta 2006 ter da so nekatere države članice evroobmočja dovoljene stopnje javnega dolga začele presegati šele ob začetku svetovne finančne krize ali celo šele ob začetku dolžniške krize evra, vendar je obenem mogoče opaziti, da je v letih 2009 in 2010 proračunski primanjkljaj evroobmočja v povprečju znašal kar 6.4% oziroma 6.3% BDP, medtem ko je v obdobju med leti 2006 in 2011 dolg v vseh državah članicah naraščal precej hitreje kot BDP, iz česar je mogoče sklepati, da dolžniška kriza evra ni problem zgolj Grčije oziroma ti. PIIGS držav, temveč celotnega evroobmočja.

Previsoko zadolževanje in prevelik proračunski primanjkljaj nekaterih držav članic evroobmočja med leti 2009 in 2012 je sicer do neke mere mogoče pripisati prispevanju k finančnim paketom pomoči oziroma finančnima skladoma EFSF in ESM.

	Garancije EFSF skladu (v milijonih EUR)	Rast javnega dolga v primerjavi z rastjo BDP (obdobje 2006-2012)
Nemčija	331	2.51

Tabela 6: Garancije EFSF skladu in rast javnega dolga Nemčije. Tabela prikazuje prispevek skladu EFSF ter dejstvo, da se je v obdobju med leti 2006 in 2012 Nemčija zadolževala kar 2.5 krat hitreje kot je rastle njen BDP. Podobno je mogoče trditi tudi za Francijo, Italijo, Nizozemsko in ostala večja gospodarstva evroobmočja. Voss Jason: European sovereign debt crisis: pertinent statistics.

Na podlagi dejstva, da je bilo mogoče med leti 2006 in 2012 v evroobmočju opaziti močan trend zadolževanja, je možno zaključiti, da je evropska dolžniška kriza oziroma pretirano zadolževanje problem celotnega evroobmočja in ne le Grčije oziroma ostalih, ti. PIIGS držav.

3.2.4. Ključni dogodki in ukrepi držav članic evroobmočja in evropskih institucij ter odzivi bonitetnih agencij in finančnih trgov (tekmo dolžniške krize evra)

V nadaljevanju bom na kratko povzela po mojem mnenju ključne dogodke, ki so se v obdobju med decembrom 2008 in decembrom 2012 dogodili v državah članicah evroobmočja, najpomembnejše ukrepe, ki so jih z namenom reševanja držav članic in njihovih bank v težavah sprejele države članice evroobmočja ter evropske institucije ter reakcije bonitetnih agencij in finančnih trgov na omenjene dogodke in ukrepe. Dogodke, ukrepe in odzive bonitetnih agencij ter finančnih trgov

nanje bom na primeru Grčije prikazala v tabeli, v nadaljevanju pa bom dogodke, ukrepe ter nižanja bonitetnih ocen celotnega evroobmočja še podrobneje opisala.

	Dogodek/ukrep	Odziv bonitetnih agencij	Odzivi finančnih trgov
1.	Naznanitev Grčije o višini javnega dolga (113% BDP) in proračunskega primanjkljaja (12%BDP) 19. oktober 2009	Znižanja bonitetnih ocen Grčije: -Fitch (A- na BBB), 8. december 2009 -S&P (A- na BBB), 10. december 2009 -Moody's (A2 na A1), sredina meseca decembra 2009	↓ 104 Povišanje CDS Grčije na 220 bazičnih točk 30. november 2009
2.	Sestanek in dogovor ministrov evroobmočja o finančni pomoči Grčiji (15. marec 2010)	/	↑ 105 Okrepitev evra v primerjavi z ameriškim dolarjem 26. marec 2010
3.	Zavlačenje odobritve paketa finančne pomoči Grčiji	Znižanje bonitetnih ocen Grčije: S&P (na junk), 27. april 2010	↓ 106 Znižanje bonitetne ocene Španije, naznanitev strožjih varčevalnih ukrepov Portugalske, dvom Nemčije o sprejemu evra s strani Grčije, strah pred širitvijo evropske dolžniške krize 28. april 2010
4.	Odobritev finančnega paketa Grčiji 7. maj 2010		↑ 107 10. maj 2010

Tabela 7: Ključni dogodki in ukrepi ter odzivi bonitetnih agencij (tekem dolžniške krize evra). Tabela prikazuje ključne dogodke oziroma ukrepe, ki so se tekom dolžniške krize evra dogodili oziroma sprejeli znotraj evroobmočja ter njihov datum in odziv bonitetnih agencij, datum odziva ter bonitetno agencijo, ki se je odzvala na določen dogodek oziroma ukrep in odzive finančnih trgov na omenjene dogodke in ukrepe (kjer so bile informacije na voljo puščica navzdol pomeni zaskrbljenost vlagateljev in finančnih trgov glede nezmožnosti izpolnjevanja dolžniških obveznosti

določene države, padec evra, padci na svetovnih borzah povezani z visoki proračunskimi primanjkljaji in visoko stopnjo zadolženosti evroobmočja, in podobno) ter njihov datum.

3.2.4.1. Ključni dogodki in ukrepi znotraj evroobmočja tekom dolžniške krize evra

- 200 milijard evrov vreden **stimulativni načrt** (december 2008), namenjen pospešitvi evropske gospodarske rasti ob začetku svetovne finančne krize;
- takratni grški premier naznani, da grški javni dolg znaša 113% BDP, proračunski primanjkljaj pa 12% BDP (oktober 2009);
- grška prošnja za odobritev **finančne pomoči**, naslovljena na države članice evroobmočja in MDS zaradi nezmožnosti spopadanja z vse višjimi stroški zadolževanja (23. april 2010);
- sklenitev dogovora med Grčijo in državami članicami evroobmočja ter MDS **finančnem reševalnem paketu**, vrednem 110 milijard evrov¹⁰⁸ (maj 2010), o drugem paketu finančne pomoči v višini 130 milijard evrov (oktober 2011), katerega izplačilo se pogojuje s sprejetjem dogovora med Grčijo in njenimi zasebnimi upniki glede možnega prestrukturiranja grškega dolga;
- ustanovitev **Evropskega reševalnega sklada** (maj 2010), skrajšano **EFSF** (eng. European Financial Stability Facility), s strani EK, MDS in ECB, katerega prvotna vrednost je znašala 440 milijard evrov, razširjena pa 780 milijard evrov ter nato še 1 trilijon evrov;
- države članice evroobmočja, skupaj z MDS Portugalski odobrijo 78 milijard evrov vreden **reševalni paket** (maj 2010);
- Irska se v zameno za sprejem strogega proračuna z državami članicami EU in MDS dogovori o 85 milijard evrov vrednem **reševalnemu paketu** (november 2010);
- ustanovitev posebnega, stalnega **Evropskega sklada za stabilnost** (eng. European Stability Mechanism), skrajšano **ESM** (februar 2011), katerega prvotna vrednost je znašala 500 milijard evrov;
- sprejem **paketov varčevalnih ukrepov** v državah članicah evroobmočja (med drugim v Grčiji, Španiji, na Portugalskem, itd.);
- **nakupe italijanskih in španskih državnih obveznic na sekundarnem trgu**, s strani ECB, z namenom znižanja stroškov zadolževanja omenjenih držav;

¹⁰⁴ Moya Elena: Investors's fears grow over Greek economy.

¹⁰⁵ Kollwe Julia: Euro rebounds from 10-month dollar low.

¹⁰⁶ Elliot Larry, Traynor Ian: Greek debt crisis: Europe feels shockwaves as bailout falters.

¹⁰⁷ Muir David: Financial markets rebound after Europe's leaders bail out Greece.

¹⁰⁸ 110 milijard evrov vredno posojilo je bilo razdeljeno na več obrokov v skupnem trajanju 3 let, Grčija pa bo posamične obroke črpala vsako četrletje.

- **reševalne posojilne ukrepe** ECB, v obliki posojil s triletno dospelostjo ter nizko obrestno mero, namenjeni zagotavljanju pomoči bankam evroobmočja;
- **zvišanje Tier 1 kapitala** evropskih bank na 9%;
- **znižanje obrestne mere** s strani ECB na 0.75%;
- sklenitev dogovora med Grčijo, njenimi zasebnimi upniki in finančnimi ministri evroobmočja glede **prestrukturiranje grškega dolga**¹⁰⁹ (marec 2012);
- na vse glasnejše vprašanje ali dogovor o prestrukturiranju grškega dolga predstavlja nezmožnost izpolnjevanja obveznosti Grčije in s tem sprožitev poplačil zamenjav kreditnega tveganja (eng. Credit default swaps-CDS) že marca 2012 najprej odgovori Mednarodna zveza za zamenjave in izvedene finančne instrumente (eng. International Swaps and Derivatives Association-ISDA) ko razglasi, da nedavno prestrukturiranje grškega dolga predstavlja dogodek nezmožnosti izpolnjevanja obveznosti Grčije, nato pa še bonitetni agenciji Moody's in Fitch, ko sta naznanili, da prestrukturiranje grškega dolga v skladu z definicijami bonitetne agencije pomeni, da je Grčija nesposobna odplačevanja obveznosti oziroma je v **defaultu**. Medtem pa je bonitetna agencija S&P že konec meseca februarja 2012, ko je ECB naznanila, da se grški dolg ne more več uporabljati kot zavarovanje, naznanila da šteje, da je Grčija v **defaultu**;
- Španija postane tretja evropska država, ki zaprosi EU za **finančno pomoč** v vrednosti 100 milijard evrov za reševanje svojega bančnega sektorja (junij 2012);
- mednarodni upniki pristanejo na nadaljnje **znižanje grškega dolga**, v višini 40 milijard evrov ter na spremembo pogojev reševalnega programa omenjene države (november 2012);
- Ciper postane četrta izmed držav članic evroobmočja, ki EU in MDS zaprosi za **finančno pomoč** (november 2012).

Paketi finančne pomoči odobreni državam članicam evroobmočja ter drugi sprejeti ukrepi so ob pričakovanju sprejema oziroma tik po njihovem sprejemu sicer pomirili in stabilizirali finančne trge, saj so nakazali, da je EU svojim državam članicam pripravljena stati ob strani in jim finančno pomagati, vendar je začetno zadovoljstvo kar hitro ponovno vznemirilo finančne trge, saj se je negotovost o količini finančne pomoči, ki jo še potrebujejo zadolžene države članice evroobmočja in njihove banke, še povečala. Poleg tega so finančni trgi zgoraj omenjene ukrepe finančne pomoči sprejeli kot preblage ukrepe, ki naj ne bi prinesli prave rešitve in s tem tudi konca, vsaj ne hitrega, dolžniške krize evra.

¹⁰⁹ Zasebni upniki pristanejo na 53.5% oziroma več kot 100 milijard evrov vreden odpis grškega dolga, medtem ko ECB in centralne banke držav članic evroobmočja grškega dolga ne odpišejo, vendar se ob tem zavežejo kakršnikoli dobiček ustvarjen na tej podlagi, prenesti na Grčijo. Nadalje omenjeni zagovor zajema tudi nižjo obrestna mera na nov grški dolg in pregled nad servisiranjem dolga s strani upnikov.

Pri tem naj bi bilo prvotno znižanje bonitetne ocene posledica prikrivanja dejanskih stopenj javnega dolga in proračunskega primanjkljaja Grčije, medtem ko so nadaljnja nižanja bonitetne ocene Grčije, bonitetne agencije utemeljevale z izgubo konkurenčnosti grškega gospodarstva, z oslavitvijo njenih javnih financ, s potrebo po ponovnem vrednotenju političnih, gospodarskih in proračunskih izzivov, ki čakajo državo pri njenih poskusih znižanja grškega javnega dolga, z izzivi, ki državo še čakajo na področju povišanja prihodkov ter učinkovitega varčevanja, s premajhnim napredkom sprejetih strukturnih reform in varčevalnih ukrepov, ki naj ne bi bil dovolj velik, da bi zmanjšal zaskrbljenost, predvsem pa verjetnost nezmožnosti izpolnitve obveznosti omenjene države. Znižanje bonitetne ocene Grčije konec meseca februarja oziroma marca 2012, tik po prestrukturiranju grškega dolga¹¹³, pa so vse tri bonitetne agencije pripisale dejstvu, kot je že bilo omenjeno zgoraj, da naj bi prestrukturiranje grškega dolga v skladu z definicijami bonitetnih ocen predstavljalo dogodek nezmožnost izpolnitve obveznosti oziroma default.

Vse bonitetne agencije, ki so Grčiji poleg znižanja podelile tudi negativen obet, so jo opozorile, da je možno tudi nadaljnje znižanje bonitetne ocene, v kolikor bi se grška zavezanost k izvajanju varčevalnega programa in strukturnih reform oslabila ali v kolikor bi se zmanjšala pripravljenost EK, MDS in SB, Grčiji zagotavljati potrebno podporo.

2010-Grčija, Portugalska, Španija, Irska

Bonitetna ocena **Portugalske** se je v letu 2010 sprva znižala meseca marca, ko je bonitetna agencija Fitch znižala njeno bonitetno oceno iz AA na AA-, nadalje pa še konec meseca aprila, ko jo je S&P znižala za dve stopnji, iz A+ na A- ter ji obenem podelila negativen obet.

Fitch je kot razlog znižanja navedla vse večjo zaskrbljenost povezano z visoko stopnjo javnega dolga države, ki bi ga po mnenju bonitetne agencije Portugalska morala obvladati s sprejemom določenih nujno potrebnih ukrepov.

Znižanje s strani S&P pa naj bi bilo posledica fiskalne in gospodarske šibkosti države in vprašanja ali se je Portugalska sploh zmožna spopadati s slabim stanjem javnih financ in z nizko gospodarsko rastjo. Slednja naj bi bila po mnenju omenjene bonitetne agencije predvsem posledica pretiranega zanašanja na zunanje financiranje, šibke konkurenčnosti, nizke produktivnosti, šibke rasti investicij, rigidnega trga delovne sile in visoke stopnje javnega dolga¹¹⁴.

¹¹³ S katerim se je med znižala glavnic, podaljšala zapadlost, spremenila valuta plačila, in podobno.

¹¹⁴ Kaminska Izabella: S&P cuts Portugal's ratings two notches to A-.

S&P pa je obenem opozorila, da podeljen negativen obet nakazuje možnost nadaljnega znižanja bonitetne ocene, v kolikor bosta javni dolg in proračunski primanjkljaj Portugalske presegla pričakovane stopnje in v kolikor Portugalski ne bo uspelo sprejeti nujno potrebnih ukrepov.

Bonitetno oceno **Španije** sprva zniža S&P meseca aprila, in sicer iz AAA na AA- z negativnim obetom, nadalje pa še Moody's meseca septembra istega leta, in sicer z znižanjem bonitetne ocene na Aa1 ter meseca maja še Fitch iz AAA na AA+.

S&P znižanje pripisuje dalj časa trajajoči zmerni gospodarski rasti države ter makroekonomskim napovedim, v skladu s katerimi naj bi Španija stopnjo gospodarske rasti, ki jo je imela leta 2008, dosegla šele leta 2015. Poleg tega naj bi stroški zadolževanja omenjene države še naprej ostali na visoki ravni. Omenjeni izzivi pa naj bi po mnenju S&P ustvarjali dodaten pritisk na javne finance države. Kot dejavnike, ki slabijo gospodarsko rast Španije je bonitetna agencija navedla precej višjo zadolženost zasebnega sektorja kot jo je moč opaziti v drugih državah članicah evroobmočja (178% španskega BDP), nefleksibilen trg delovne sile (pričakovana stopnja brezposelnosti v letu 2010 naj bi znašala 21%), šibek izvoz zaradi zmanjšane konkurenčnosti (kot posledica višanja stroškov delovne sile, ki niso primerljivi s povišanji v drugih državah članicah evroobmočja)¹¹⁵.

Nadalje naj bi podeljen negativen obet predstavljal možnost nadaljnega znižanja bonitetne ocene Španije, v kolikor le ta ne bo izboljšala svojega trenutnega fiskalnega položaja.

V začetku meseca julija 2010 bonitetna agencija Moody's zniža bonitetno oceno **Irske** ter v objavi razlogov navaja takratni razvoj dogodkov na evropski ravni. Le mesec kasneje bonitetno oceno Irske zniža še bonitetna agencija S&P, in sicer na AA-, meseca novembra pa sledi še nadaljnje znižanje, tokrat na A.

2011-Grčija, Irska, Portugalska, Italija, Španija

Po znižanju bonitetne ocene **Portugalske** s strani bonitetnih agencij S&P ter Fitch meseca marca oziroma aprila leta 2010, je julija leta 2011 bonitetno oceno Portugalske znižala še bonitetna agencija Moody's, in sicer za kar štiri stopnje, to je iz Ba2 na Baa1, z negativnim obetom.

Ob tem pa so kritiki, podobno kot marčevsko znižanje bonitetne ocene Grčije, močno kritizirali utemeljitev, ki je sledila znižanju Portugalske. Bonitetna agencija Moody's je namreč znižanje Grčije utemeljevala s slabimi razmerami v preostalem evroobmočju, podobno pa je storila tudi pri

¹¹⁵ Odstavek povzet po: Cotterill Joseph: S&P downgrades Spain to AA.

razzlogovanju znižanja bonitetne ocene Portugalske, saj ga je utemeljevala z razvojem dogodkov oziroma strahovi, povezani z Grčijo¹¹⁶. Kot nadaljnji razlog za znižanje pa je Moody's navedla tudi dolgotrajno razmerje med visokim dolgom in nizko gospodarsko rastjo Portugalske ter povišano zaskrbljenost, da Portugalska še nekaj časa ne bo zmožna znižati visokega proračunskega primanjkljaja ter obenem stabilizirati dolga v skladu z zastavljenimi cilji¹¹⁷.

Septembra pa je S&P znižala še bonitetno oceno **Italije**, in sicer iz A+ na A, z negativnim obetom, znižanje pa pripisala vse višjim stroškom zadolževanja, slabim obetom glede rasti italijanskega gospodarstva, šibki vladni koaliciji in težavam države pri sprejemanju političnih odločitev. Omenjeno naj bi po mnenju bonitetne agencije namreč omejevalo zmožnost države odločno ukrepati ob pojavu makroekonomskih izzivov¹¹⁸.

Oktobra pa je bonitetno oceno Italije na A+ znižala še Fitch.

Le dobro leto po prvem znižanju bonitetne ocene, je sredi meseca oktobra bonitetna agencija Moody's ponovno znižala bonitetno oceno **Španije**, in sicer za dve stopnji iz Aa2 na A1, bonitetna agencija S&P pa istočasno na AA, obe z negativnim obetom.

Kot prvi razlog za znižanje je bonitetna agencija Moody's navedla dalj časa trajajočo visoko zadolženost Španije. Države z visokim dolgom, visokim proračunskim primanjkljajem in z velikimi potrebami po financiranju, naj bi bile namreč bolj izpostavljene tveganju izgube dostopa do financiranja po ugodnih obrestnih merah. Višji stroški zadolževanja pa naj bi nadalje vplivali tudi na likvidnost in pogoje financiranja bančnega sektorja. Kot nadaljnja razloga pa je bonitetna agencija navedla slabe obete glede gospodarske rasti države in znižano verjetnost, da bo Španiji uspelo doseči zastavljene cilje glede proračunskega primanjkljaja¹¹⁹.

V začetku meseca decembra S&P naznani, da je **15 držav članic evroobmočja** uvrstila na ti. CreditWatch listo. Po mnenju bonitetne agencije naj bi se v tednih pred omenjeno najavo, šoki in izzivi evroobmočja povišali v tej meri, da je opazen njihov negativen vpliv na kreditno sposobnost evroobmočja kot celote¹²⁰.

¹¹⁶ Moody's je namreč kot prvotni razlog znižanja bonitetne ocene Portugalske navedla povišano tveganje, da se Portugalska v drugi polovici leta 2013 in kasnejša leta na finančnih trgih ne bo zmožna zadolževati po vzdržni obrestni meri, kot razlog za to pa navedla prostovoljno vključitev zasebnih vlagateljev v grško reševanje.

¹¹⁷ McDermott John: Moody's downgrades Portugal on... Grece fears.

¹¹⁸ Beers David: Global Credit Portal, Republic of Italy.

¹¹⁹ Odstavek povzet po: Moody's investors service: Moody's downgrades Spain's government bond ratings to A1, negative outlook.

¹²⁰ S&P credit watch on 15 eurozone nations, bailout fund.

Šoki po mnenju bonitetne agencije izvirajo iz naslednjih dejavnikov: zaostritve pogojev kreditiranja v evroobmočju, visoke stopnje zadolženosti držav in gospodinjstev večjega dela evroobmočja, vse večjega tveganja recesije v celotnem evroobmočju in dalj časa trajajočega nestrinjanja evropskih voditeljev glede načina reševanja krize¹²¹. Nadalje je S&P naznanila, da bo čim bo mogoče zaključila s pregledom bonitetnih ocen držav članic evroobmočja, ki jih je uvrstila na CreditWatch listo ter glede na dobljene rezultate ustrezno ukrepala. Pred izvedbo omenjenega pregleda pa je bonitetna agencija menila, da bi se za eno stopnjo utegnile znižati bonitetne ocene Avstrije, Belgije, Finske, Nemčije, Nizozemske in Luksemburga, drugim državam članicam evroobmočja pa celo za dve stopnji.

Meseca septembra in decembra pa sta bonitetni agenciji Moody's in S&P ukrepali tudi glede **bank evroobmočja**. Prva je tako zaradi velike izpostavljenosti grškemu dolgu, znižala bonitetno oceno dvema francoskima bankama, medtem ko je S&P bonitetno oceno 15 španskih bank uvrstila na CreditWatch, z negativnim obetom.

2012-evroobmočje, EFSF, Grčija, Španija

Meseca januarja je bonitetna agencija S&P, v skladu z zgoraj omenjenim pregledom bonitetnih ocen, najprej za dve stopnji znižala bonitetne ocene Cipra, Italije, Portugalske in Španije ter za eno stopnjo bonitetne ocene Avstrije, Francije, Malte, Slovaške in Slovenije ter potrdila bonitetne ocene Belgije, Estonije, Finske, Nemčije, Irske, Luksemburga in Nizozemske. Z izjemo Nemčije in Slovaške, pa je S&P obenem vsem omenjenim državam podelila tudi negativen obet, kar je pomenilo da je ocenila, da obstaja ena izmed treh možnosti, da se bo njihova bonitetna ocena v letu 2012 ali 2013 še znižala.

Sredi meseca januarja pa je S&P znižala tudi bonitetno oceno evropskemu reševalnemu skladu-**EFSF**, in sicer iz AAA na AA+.

Znižanje je utemeljila kot posledico dejstva, da se sklad pri zadolževanju na finančnih trgih zanaša na bonitetne ocene svojih garantov, saj se lahko poceni zadolžuje le ob visokih bonitetnih ocenah držav garantk sklada. Z nižanjem bonitetnih ocen držav garantk sklada, pa se mora po mnenju S&P znižati tudi bonitetna ocena omenjenega sklada oziroma je potrebna razširitev njegovih sredstev.

¹²¹ Prav tam.

Po množičnem januarskem znižanju bonitetnih ocen, februarja sledi še znižanje bonitetnih ocen **8 držav članic evroobmočja** s strani bonitetne agencije Moody's. Med omenjene države med drugim spadajo tudi Italija, Španija in Portugalska, medtem ko so bili zgolj negativni obeti podeljeni Avstriji, Franciji in Veliki Britaniji.

Kot glavne razloge za znižanje je Moody's navedla: negotovost glede sredstev, ki bodo na voljo za reševanje krize ter negotovost glede uspešne izvedbe strukturnih reform in sprejetja potrebnih varčevalnih ukrepov, ki so po mnenju bonitetne agencije v evroobmočju potrebni za ponovno konkurenčnost držav članic evroobmočja ter za povrnitev zaupanja finančnih trgov¹²².

Po januarskem znižanju bonitetne ocene **Španije** za dve stopnji, konec meseca aprila S&P še nadalje zniža bonitetno oceno omenjene države, in sicer za dve stopnji, iz A na BBB+ ter ji podeli negativen obet.

Znižanje bonitetna agencija utemelji s pričakovanim poslabšanjem glede proračunskega primanjkljaja države in nizke gospodarske rasti, s potrebo po finančni podpori oziroma pomoči španskim bankam ter vse večjo recesijo, v kateri se je znašla omenjena država¹²³.

Oktobra S&P ponovno zniža bonitetno oceno, tokrat na BBB-, kot posledico dejstva, da naj bi recesija v Španiji trajala dalj časa, brezposelnost pa naj bi bila višja kot je bilo sprva pričakovano. Bonitetna agencija je še dodala, da bo bonitetno oceno še nadalje znižala, v kolikor se bo politična podpora sprejetju reform znižala in v kolikor bodo stroški zadolževanja Španije presegli obvladljivo stopnjo oziroma bo španski javni dolg presegel 100% BDP-ja¹²⁴.

V začetku junija sledi še znižanje s strani Fitch, tokrat kar za tri stopnje, to je iz A na BBB.

Sredi junija pa po februarskem znižanju bonitetno oceno **Španije** ponovno zniža še Moody's, in sicer iz A3 na Baa3.

Kot razloge navede povišanje zadolženosti države, omejen dostop do finančnih trgov, kar se kaže predvsem v zanašanju na reševalna sklada EFSF in ESM z namenom pridobitve sredstev potrebnih za dokapitalizacijo bančnega sistema, zanašanje na domače banke kot primarne kupce novih izdaj španskih državnih obveznic ter kontinuirano slabšanje španskega gospodarstva oziroma dalj časa trajajočo nizko gospodarsko rast¹²⁵.

¹²² Moody's Investors Service: Moody's adjusts ratings of 9 European sovereigns to capture downside risks.

¹²³ The Telegraph: S&P cuts Spain's credit rating by two notches to BBB+.

¹²⁴ BBC News Business: Spain credit rating cut by S&P to BBB-.

¹²⁵ Moody's Investors Service: Moody's downgrades Spain's government bond rating to Baa3 from A3.

Bonitetna agencija Moody's je julija 2012 podelila negativen obet (eng. Negative outlook) bonitetnim ocenam **Nemčije**, **Luksemburga** in **Nizozemske** ter ga podobno kot utemeljevanje znižanja bonitetne ocene Portugalske s sklicevanjem na stanje v Grčiji, utemeljila s tem, da si nobena izmed omenjenih držav ne zasluži stabilne bonitetne ocene zaradi povišanega tveganja izstopa Grčije iz evroobmočja. Ter nadaljevala, da v kolikor pa bo Grčija ostala v evroobmočju, velik problem še vedno predstavljata Italija in Španija, saj naj bi breme finančnega paketa pomoči katerikoli izmed omenjenih držav, predstavljal preveliko breme za Nemčijo, Luksemburg in Nizozemsko.

Nadalje pa je Moody's v začetku meseca septembra 2012 EU opozoril še na to, da utegne znižati bonitetno oceno Aaa sklada ESM, v kolikor se bo znižala bonitetna ocena njegovih 4 največjih podpornicam: Nemčije, Francije, VB in Nizozemske.

3.3. Začetek in izvor dolžniške krize evra ter njenega poglobljanja

Večina komentatorjev za začetek evropske dolžniške krize šteje 5. november 2009, to je dan, ko je Grčija naznanila, da njen proračunski primanjkljaj znaša 12.7% BDP oziroma dvakrat več od prejšnjih naznanitev. Kljub temu so mnogi mnenja, da pravi izvor krize sega daleč nazaj, v čase sprejema evra kot skupne denarne valute evroobmočja, v čase prenizke obrestne mere, ki je prevladovala večino prejšnjega desetletja ter v čase oblikovanja strukture delovanja evropskih institucij¹²⁶.

3.3.1. Slabosti EMU

V nadaljevanju bom predstavila po mojem mnenju glavne razloge, ki utegnejo nakazati oziroma bolj jasno orisati zakaj so se finančni trgi v dolžniški krizi evra odzivali kot so se, to je s povišanjem stroškov zadolževanja držav članic evroobmočja. Med omenjene razloge torej spada predvsem način oblikovanja oziroma zasnova ter delovanje EMU ter posledično visoka zadolženost držav članic evroobmočja ter nadalje še dvotirnost oziroma precejšnje razlike med državami članicami evroobmočja, nepripravljenost držav članic sprejeti evro in način reševanja dolžniške krize evra.

¹²⁶ Voss Jason: European sovereign debt crisis: overview, analysis, and timeline of major events in European Debt Crisis.

3.3.1.1. Ustanovitev evropske monetarne unije

Evroobmočje je gospodarska in monetarna unija (t.i. EMU) 17, izmed 27 držav članic Evropske unije, s skupno valuto-evrom, katere monetarno politiko vodi Evropska centralna banka (ECB), s ključno nalogo zagotavljanja stabilnosti cen evroobmočja na srednji rok¹²⁷.

Ideje o enotni valuti oziroma o oblikovanju gospodarske in monetarne unije so si sledile vse od leta 1929, ko je nemški politik Gustav Stresemann na zasedanju Društva narodov zbrane povprašal: “*Kje je evropska valuta, ki jo potrebujemo*”¹²⁸?, zasnove oblikovanja skupne valute pa so bile prvič zapisane v pogodbi, ki je ustanovila EU (eng. Treaty on EU), to je v **Maastrichtski pogodbi**, ki je bila ratificirana 7. februarja leta 1992. Omenjena pogodba namreč določa stopnje, na podlagi katerih je ustanovljena EMU, in sicer: prost pretok kapitala med državami članicami, okrepitev sodelovanja med nacionalnimi centralnimi bankami držav članic ter postopna uvedba evra kot enotne valute držav članic in posledična uveljavitev skupne monetarne politike pod okriljem ECB. Slednje naj bi se doseglo preko uveljavitve konvergenčnih meril, ki naj bi jih države članice EU izpolnjevale tako za prevzem evra kot lastne valute, kakor tudi po vstopu in članstvu v evroobmočju. Poleg tega je Maastrichtska pogodba za nadomestitev nacionalnih valut z enotno valuto-evrom, državam članicam, ki bodo izpolnjevale konvergenčne kriterije, določila jasen datum, in sicer najkasneje do januarja 1999.

Sprejetih pet konvergenčnih kriterijev je tako z namenom zagotoviti nizko in stabilno stopnjo inflacije določilo zahtevano stopnjo inflacije, z namenom zagotovitve močnega fiskalnega položaja držav članic določilo najvišji delež proračunskega primanjkljaja in dolga države, z namenom zagotovitve stabilnosti menjalnega tečaja določilo članstvo v t.i. mehanizmu menjalnega tečaja (eng. exchange rate mechanism-ERM II) ter določilo dolgoročne obrestne mere¹²⁹. Za doseg omenjenih kriterijev je mnogo držav članic EU moralo sprejeti stroge proračune, na podlagi katerih so povišali davke in znižali trošenje države. Vendar zaradi ohlapnega nadzora nad izpolnjevanjem pogojev za vstop v evroobmočje in kasneje slabega nadzora nad izvajanjem dogovorjenega ter

¹²⁷ Mullineux Andy: The Eurozone crisis: escaping the “doom loop”, stran 3.

¹²⁸ Europa, summaries of EU legislation: Towards a single currency, a brief history of EMU.

¹²⁹ Stopnja inflacije je tako lahko bila v letu pred vstopom v evroobmočje oziroma za časa bivanja v evroobmočju le 1.5% višja od povprečja treh najbolj uspešnih držav članic evroobmočja, medtem ko proračunski primanjkljaju in javni dolg države v posamezni državi članici evroobmočja, ob koncu preteklega proračunskega leta ni smel preseči 3% BDP oziroma 60% BDP, razen če bi se država članica znašla v izjemnih okoliščinah, ki bi bile hkrati tudi omejene po trajanju. Članstvo v mehanizmu ERM II je bilo določeno na vsaj dve zaporedni leti pred vstopom države članice v evroobmočje, obenem pa se je zahtevalo spoštovanje omejitve devalvacije valute države članice zoper valuto druge države članice, in sicer prav tako dve leti pred vstopom v evroobmočje. Kot zadnje merilo so bile določene dolgoročne obrestne mere, ki pa niso smele biti za več kot 2% višje od povprečja treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije.

močni želji nekaterih močnejših evropskih gospodarstev o uspehu opisanega projekta, kot bomo videli v nadaljevanju, uveljavitev omenjenih standardov ni bila povsod enotna.

Nadalje je Maastrichtska pogodba sprejela še naslednja "varovala", ki naj bi zagotavljala fiskalno učinkovitost: prepoved financiranja primanjkljajev držav preko centralnih bank, načelo nereševanja držav članic v težavah (eng. no-bailout principle) ter prepoved privilegiranega dostopa javnega sektorja do finančnih institucij.

Evroobmočje je tako nastalo s prenosom odgovornosti za monetarno politiko iz nacionalnih centralnih bank 11 držav članic EU na ECB, januarja leta 1999¹³⁰. V letu 2001 (Grčija) ter med leti 2007 (Slovenija, Malta, Ciper, Slovaška) in 2011 (Estonija), pa je sledil še vstop v evroobmočje in prevzem evra kot domače valute s strani nekaterih preostalih držav članic EU.

Kot del območja s skupno valuto, ECB državam članicam evroobmočja določa ključne obrestne mere, zagotavlja rezerv ter sprejema druge odločitve glede monetarnih ciljev. Države članice pa poleg omenjenega prav tako ne morejo spreminjati svojega menjalnega tečaja oziroma z namenom ohranjanja konkurenčnosti ne morejo devalvirati svoje oziroma skupne valute.

Poleg sklenitve Maastrichtske pogodbe, je leta 1997 17 držav članic evroobmočja sklenilo še t.i. **Pakt stabilnosti in rasti**¹³¹, s katerim so se omenjene države dogovorile spoštovati nizko inflacijo in nizke obrestne mere ter obdržati stopnje javnega dolga in proračunskega primanjkljaja kot so bile dogovorjene z Maastrichtsko pogodbo tudi po vstopu v evroobmočje, vse z namenom zagotovitve stabilnih pogojev za delovanje evra¹³².

Prvotno je Pakt sicer določal, da si morajo vse države članice evroobmočja prizadevati zadržati proračunski primanjkljaj pod 3% BDP ter skupni javni dolg pod 60% BDP¹³³. Vendar je kmalu postalo jasno, da imajo nekatera gospodarstva evroobmočja, kot na primer Grčija, Italija in Portugalska ter tudi Nemčija in Francija težave pri izpolnjevanju pogojev, določenih z Maastrichtsko pogodbo in Paktom. Nemčija je ob visokih stroških združevanja vzhodne in zahodne Nemčije zgolj s težavo ohranjala proračunski primanjkljaj pod dogovorjenimi 3% BDP, podobne težave pa so pestile tudi Francijo, medtem ko se je Italija spopadala predvsem s stopnjo svoje zadolženosti. Nemčija in Francija sta tako kljub opozorilom EK in kaznim ki bi utegnile slediti, 3

¹³⁰ ECB: ECB, ESCB and the Eurosystem, spletna stran ECB.

¹³¹ Gre za temeljni predpis, katerega namen je bil uskladitev nacionalnih fiskalnih politik znotraj EMU.

¹³² Civitas: EU Facts, Stability and growth pact.

¹³³ Preventivni del Pakta (eng. preventive arm) od držav članic zahteva proračune blizu ravnovesja ali v presežku, medtem ko korektivni del Pakta (eng. corrective arm) uvaja postopek prekomernega proračunskega primanjkljaja, ki spodbuja države članice naj čim hitreje, v več fazah in ob strogem nadzoru ter sankcijah popravijo primanjkljaje, ki presegajo 3% BDP-ja. Schuknecht, Moutot, Rother, Stark: The stability and growth pact crisis and reform, stran 14.

leta zapored prekoračili mejo 3% proračunskega primanjkljaja. Leta 2003 pa je ob zavezi omenjenih dveh držav, da bosta v najkrajšem možnem času ponovno dosegli omejitve določene s pogodbo in Paktom, EK namesto globo v višini 0,5% BDP, državam zgolj priporočila, naj proračunska primanjkljaja znižata na dovoljeno mejo do naslednjega leta¹³⁴, medtem ko je Evropski svet državam za uskladitev proračunskih primanjkljajev odobril še dodatno leto, kar je pomenilo, da sta lahko državi mejo proračunskega primanjkljaja, določeno na 3% BDP, kršili še celo leto 2004.

EK zoper omenjeno kršitev tako ni ukrepala v skladu z določbami Pakta, temveč je ob podpori držav članic celo predlagala spremembo Pakta, ki je bila nato z Evropskim svetom dogovorjena leta 2005 in kateri so očitali, da je z zasledovanjem fleksibilnosti vzpostavila preveč ohlapna pravila. Povrh vsega pa naj bi nekaznovanje Francije in Nemčije utegnilo preostalim državam članicam evroobmočja sporočiti, da evroobmočje nima učinkovitih pravil glede proračunskega primanjkljaja in javnega dolga ter da bodo ostali kršitelji v prihodnje morda prav tako ostali nekaznovani.

Ponovna zaskrbljenost, da določene države članice evroobmočja, tokrat predvsem države članice z najvišjo stopnjo zadolženosti, kot je na primer Grčija, ne bodo mogle izpolnjevati ciljev določenih s spremenjenim Paktom, se je pojavila ob izbruhu svetovne finančne krize leta 2008¹³⁵.

Kljub temu se pravila Pakta niso okrepila vse do nastanka evropske dolžniške krize oziroma tekom njenega trajanja, natančneje decembra 2011, ko je Evropski svet sprejel revidirani Pakt, ki uvaja bolj strogo izvajanje določb in sankcij ob kršitvah. Vendar mnogi z omenjeno reformo prav tako niso bili zadovoljni. Menili so namreč, da je dolžniška kriza evroobmočja predvsem simptom pomanjkljivosti in napak pri usklajevanju fiskalne politike, zaradi česar bi morala reforma, v kolikor bi želela oblikovati učinkovite javne finance, okrepiti fiskalno upravljanje ter prenesti določeno stopnjo suverenosti nad makrofiskalnimi cilji na evropsko stopnjo¹³⁶.

Ob poglobitvi evropske krize evra pa je bilo izvajanje Pakta do nadaljnjega zamrznjeno.

Kritiki oblikovanja in ustanovitve EMU tako navajajo, da je želja po ustanovitvi velikega in konkurenčnega evroobmočja, s skupno denarno valuto, ki naj bi pospešil gospodarsko in politično združitev in pripeljal do ustanovitve fiskalne in politične unije sodelujočih držav članic¹³⁷, prevladala nad prvotno zastavljenimi pogoji in merili, zaradi česar naj bi nekatere manj solventne države članice EU prevzele evro, čeprav sploh niso izpolnjevale konvergenčnih kriterijev, določenih

¹³⁴ Nemčija in Francija sta bili v letih, ko sta presegali s Paktom določeno dovoljeno mejo proračunskega primanjkljaja, v recesiji. Posledično so bili prihodki na račun davkov nižji, trošenje v obliki nadomestil brezposelnim pa povišano. Zaradi omenjenega se je EK odločila, da položaja omenjenih držav, ki se spopadata že s težavami v lastnem gospodarstvu, ne bo še dodatno obremenila z naložitvijo globe v višini 0.5% BDP. Guardian.co.uk: What is the stability and growth pact?.

¹³⁵ Civitas: EU Facts: Stability and growth pact.

¹³⁶ Schuknecht, Moutot, Rother, Stark: The stability and growth pact crisis and reform, stran 4 in 5.

¹³⁷ Mullineux Andy: The Eurozone Crisis: Escaping the "Doom Loop", stran 6.

z Maastrichtsko pogodbo. Skrbni pregled vrednotenja ustreznosti vstopa držav članic v evroobmočje naj bi bil namreč šibak, enako šibka pa naj bi bila tudi uporaba pravil, ki naj bi nadzorovale izvedbo celotne operacije¹³⁸. Izrečena mnenja pa lahko kaj hitro podpremo z dejanskim dogajanjem.

V kolikor že omenjenemu nespoštovanju konvergenčnih kriterijev, sprva s strani Nemčije in Francije ter kasneje še s strani preostalih (skoraj vseh) držav članic evroobmočja, dodamo še primer zavajanja Grčije, utegnemo ugotoviti, da imajo kritiki morda prav, ko navajajo, da večina držav članic ni bila pripravljena vstopiti v evroobmočje oziroma da je bil celoten projekt oblikovanja in sprejetja skupne valute preuranjen in preslabo zasnovan.

Grčija je bila namreč v evroobmočje sprejeta kljub neizpolnjevanju konvergenčnih kriterijev¹³⁹, po vstopu v evroobmočje pa je prikrivala resnične podatke o svojih gospodarskih statistikah. Investicijska banka Goldman Sachs naj bi ji namreč pomagala pri oblikovanju izvedenih finančnih instrumentov¹⁴⁰, s katerimi je prelagala primanjkljaj in javni dolg v prihodnost, zaradi česar so takrat prikazane stopnje, ustrezale konvergenčnim kriterijem in zadostovale za nesankcioniranje njenega dejanskega stanja¹⁴¹.

Prav tako je 8 izmed 11 držav članic, ki so se prve pridružile evroobmočju presežalo konvergenčni kriterij javnega dolga, ki je v vseh omenjenih državah znašal nad 60% BDP. Ob tem je mogoče sklepati, da omenjeni kriterij že ob vstopu v evroobmočje, v primerjavi z drugimi kriteriji, ni bil

¹³⁸ Alessi Christopher: The Eurozone in the crisis, Council on Foreign Relations.

¹³⁹ V odločitvi ES, z dne maja 1998 ko se je začela tretja stopnja ustanovitve EMU, Grčija namreč ni izpolnjevala konvergenčnih kriterijev. Potrebna zakonodaja je sicer bila sprejeta in usklajena s skupnostno zakonodajo, vendar je v odločitvi Svet sprejel, da Grčija zaradi povprečne stopnje inflacije pri 5,2%, nesodelovanja v ERM zadostno število let, dolgoročni obrestni meri v povprečju pri 9,8% in previsokega primanjkljaja ne izpolnjuje potrebnih pogojev za sprejem evra. Vir: Odločitev ES z dne 3. maja 1998 v skladu s členom 109j(4) PES, odločitev št. 98/317/EC, 3. maj 1998, EUR-Lex.

Zaradi neizpolnjevanja konvergenčnih kriterijev se je tako za Grčijo uporabila izjema, določena v 122. členu takrat veljavne Pogodbe o Evropski skupnosti (PES). V skladu z njo, je morala EK in ECB vsake 2 leti ali na zahtevo držav članic preveriti ali so konvergenčni kriteriji že izpolnjeni. Grčija je zahtevala, da se omenjena izjema razveljavi 9. marca leta 2000. V svoji odločitvi z dne 19. junija 2000, je ES odločil, da Grčija izpolnjuje zahtevane pogoje za sprejem enotne valute in z 1. januarjem 2001 razveljavil omenjeno izjemo. ES je slednje storil, saj naj bi povprečna stopnja inflacije v letu 1999 znašala 2%, kar je nižje od zahtevane stopnje 2,4%, letni primanjkljaj naj ne bi presežal 3% BDP, medtem ko naj bi se stopnja dolga v razmerju z BDP približevala zahtevani stopnji 60%, dolgoročna obrestna mera pa naj bi leta 1999 znašala 6,4%, kar je nižje od zahtevanih 7,2%. Vir: Odločitev ES 2000/427/EC, EUR Lex.

¹⁴⁰ Šlo naj bi za kredit odobren leta 2001 v višini 2,8 milijarde evrov, ki naj bi se knjižil kot valutni terminski posel, s čimer se je dolg izdan s strani Grčije v ameriških dolarjih in jenu (torej dolg v tuji valuti) zamenjal za dolg v evrih (torej dolg v domači valuti). Pri tem se ni uporabil tržni devizni tečaj, temveč lažni, zgodovinski devizni tečaj, na podlagi katerega se je dolg Grčije na računovodskih izkazih znižal za 2%. Za poplačilo 2,8 milijarde evrov vrednega posojila pa je Grčija sklenila še dodatno pogodbo o zamenjavi, vezano na nihajočo obrestno mero. Klavzulo zaupnosti, ki jo je GS pogojevala, je Grčiji onemogočila, da bi preverila ceno kredita pri konkurentih. Do leta 2005 je vrednost zamenjave zaradi razmer na finančnih trgih kljub prestrukturiranju posojila nanesele že na 5,1 milijarde evrov, letna anuiteta Grčije pa je znašala kar 400 milijonov evrov, medtem ko naj bi celotna provizija GS znašala 600 milijonov evrov. Ponovni dogovor sklenjen leta 2005 je valutni terminski posel prenesel na Narodno grško banko in podaljšal njegovo zapadlost iz leta 2019 do 2037. Vir: Dunbar Nicholas, Martinuzzi Elisa: Goldman secret Greece loan shows two sinners as client unravels.

¹⁴¹ Mullineux Andy: The Eurozone Crisis: Escaping the "Doom Loop", stran 5.

tako strogo spoštovan, saj je določal, da za države, ki presegajo mejo javnega dolga določeno pri 60% BDP zadošča, da njihov javni dolg pada ter se z zadostno stopnjo približuje omenjeni, to je priporočeni stopnji.

Na podlagi omenjenega je očitno, da je bila želja po oblikovanju EMU velika, zato se ob tem utegnemo vprašati, le kaj je bilo tako magičnega, da so evropske institucije ob vstopu in nato še v času trajanja EMU, nekajkrat zamižale vsaj ne eno oko?

Kaj kmalu ugotovimo, da je vstop v evroobmočje državam članicam obljubljal velike gospodarske nagrade, saj so se lahko države članice, katerih bonitetne ocene so bile pred vstopom v evroobmočje nižje od bonitetnih ocen najmočnejših gospodarstev evroobmočja, s tem pa so bili višji stroški njihovega zadolževanja, z vstopom zadolževale pod enakimi pogoji¹⁴² kot države članice z najvišjo bonitetno oceno, podobno pa je veljalo tudi za banke. Razlogi za skoraj identične stroške zadolževanja držav članic evroobmočja naj bi bili posledica finančne integracije območja, ki je odpravila državno specifična tveganja in s tem spodbudila pretok kapitala iz jeder v periferijo evroobmočja¹⁴³. Tako so bile periferne države članice evroobmočja prva leta po prevzemu evra uspešne na račun preostalih držav članic evroobmočja, ki so jim v zameno za lastne koristi, omogočale izjemen dostop do likvidnosti in posojil¹⁴⁴. Države kot so Nemčija in Francija (jedro evroobmočja) so namreč presežek v plačilni bilanci povečevale z izvozom v države kot so Grčija in Španija, ki pa so s presežkom uvoza nad izvozom v plačilni bilanci ustvarile primanjkljaj, ki so ga financirale z zadolževanjem v državah izvoznicah¹⁴⁵. Varovala Maastrichtske pogodbe¹⁴⁶ in pravilo v skladu s katerim proračunski primanjkljaj posamezne države članice evroobmočja ne sme preseči 3% BDP-ja, javni dolg pa 60% BDP-ja, naj bi omejevala fiskalno razsipnost držav članic evroobmočja¹⁴⁷, vendar so se predvsem gospodarstva katerih stroški zadolževanja so bili pred vstopom v evroobmočje precej višji (Grčija, Španija, Italija, Portugalska), ob precej cenejšem zadolževanju kot v preteklosti, pred obema krizama očitno težko uprla večjemu obsegu zadolževanja, ki je bilo kar naenkrat na voljo, po začetku omenjenih kriz pa so se bile zato nekatere

¹⁴² Obdobje, v katerem so bile obveznice vseh držav članic evroobmočja obravnavane enako, to je vse države članice evroobmočja so se zadolževale pod enakimi pogoji, je trajalo med leti 1998 in 2008. Finančni trgi pa so leta 2009 in po njem znotraj evroobmočja začeli razlikovati med različnimi stopnjami kreditnega tveganja. Tako je bilo po prvem finančnem reševanju Grčije, maja 2010 moč opaziti močno povišanje obrestnih mer grških državnih obveznic, medtem ko so nemške padle. Wolf Martin: Why is the eurozone different? Part 1.

¹⁴³ Hren Barbara, Zimic Srečko: Ekonomska neravnovesja med severom in jugom, stran 5.

¹⁴⁴ Hren Barbara, Zimic Srečko: Ekonomska neravnovesja med severom in jugom, stran 5.

¹⁴⁵ Hren Barbara, Zimic Srečko: Ekonomska neravnovesja med severom in jugom, stran 4.

¹⁴⁶ Gre za prepoved financiranja primanjkljajev držav članic preko centralnih bank, prepoved privilegiranega dostopa javnega sektorja do finančnih institucij, načelo v skladu s katerim se državam članicam ne nudi finančne pomoči (eng. no-bailout principle).

¹⁴⁷ Schuknecht, Moutot, Rother, Stark: The stability and growth pact crisis and reform, stran 8.

države, tako zaradi reševanja prezadolženega zasebnega sektorja, kakor tudi zaradi velikega obsega javnega dolga, prisiljene še dodatno zadolževati.

Nadalje so se zaradi poceni zadolževanja in posledično povečanega trošenja v perifernih državah precej povišale cene in plače ter posledično stroški dela, kar pa je države napravile neproduktivne in nekonkurenčne. Ob vse dražjem izvozu svojih produktov, so omenjene države uvoz in gospodarsko rast financirale le s še bolj obsežnim zadolževanjem, ki pa je ustvaril vse višji javni dolg ter primanjkljaj ter omenjene države popeljal v začaran krog. Istočasno pa so države članice jedra evroobmočja varčevale in vodile plačilno politiko, kjer je rast plač zaostajala za rastjo produktivnosti. Nemčija je namreč že izvedeno reformo trga dela in prilagajanjem rasti plač produktivnosti dela, ki je nemške plače precej omejila oziroma njihovo rast celo znižala, okrepila svojo kreditno sposobnost ter obenem pospešila svojo produktivnost in konkurenčnost znotraj evroobmočja ter po svetu¹⁴⁸. Omenjene ukrepe bi morale sprejeti tudi periferne države evroobmočja, s čimer bi po predvidevanjih prav tako okrepile svojo produktivnost in konkurenčnost, kar bi jim vsekakor zagotovilo boljši položaj za boj s krizama, ki sta sledili.

Večji obseg zadolževanja perifernih držav zaradi nizkih stroškov zadolževanja, ob slabih proizvodnih in razvojnih zmogljivostih zaradi rigidne delovne sile in posledično zniževanje gospodarske konkurenčnosti¹⁴⁹, nepremičninski in finančni baloni, hitra rast plač in pomanjkanje sprejetih reform periferije ter obenem izvedba reform, sprejetih s strani držav članic jedra evroobmočja, pa je začel oblikovati ali vsaj povečevati razlike med jedrom in periferijo evroobmočja, ki pa so postale zares vidne šele po začetku svetovne finančne krize v letih 2008-2009.

Zgoraj omenjena strukturna neravnovesja se običajno uravnavajo z nihanjem menjalnega tečaja, ker pa je menjalni tečaj znotraj monetarne unije fiksni, je potrebno namesto devalvacije valute, neravnovesja odpraviti s sprejetjem drugih ukrepov. Države članice jedra evroobmočja od periferije sicer zahtevajo sprejetje varčevalnih ukrepov in strukturnih reform ter povišanje izvoza in posledično zvišanje svoje produktivnosti v primerjavi z jedrom ter znižanje cen in plač za približno 30%¹⁵⁰, vendar naj bi varčevalni ukrepi in strukturne reforme med majem 2010 in aprilom 2012 sicer okrepili grško konkurenčnost in fiskalni položaj, obenem pa prispevali tudi k globoki in dalj časa trajajoči depresiji, dvigu brezposelnosti nad 20% in slabšanju življenjskega standarda

¹⁴⁸ Mullineux Andy: The Eurozone Crisis: Escaping the "Doom Loop" stran 6.

¹⁴⁹ Alessi Christopher: The Eurozone in the crisis, Council on Foreign Relations.

¹⁵⁰ DeLong Bradford J.: Stage three for the Euro crisis?.

prebivalstva¹⁵¹. Omenjenim reformam zato mnogi nasprotujejo, saj menijo, da zgolj varčevalni ukrepi, še posebej v času depresije, le skrčijo gospodarstvo in s tem še oslabijo dolžniški položaj držav. Po mnenju kritikov, utegnejo države omenjene reforme uspešneje in predvsem hitreje izvesti, kadar je vsesplošni gospodarski položaj ugodnejši.

Kljub temu, da so grški dolžniški problemi očitno zanetili dolžniško krizo evra, je le ta po mojem mnenju evropska in ne zgolj grška kriza oziroma kriza periferije. Kljub povečanemu obsegu zadolževanja ob nenadnem dotoku poceni kapitala, se namreč, kot sem že omenila zgoraj, niso prezadolževale zgolj periferne države, temveč tudi države iz jedra evroobmočja. Ob že omenjenem dejstvu, da sta Nemčija in Francija kar 3 leta zapovrstjo kršili določbe Pakta stabilnosti in rasti, naj bi zadolženost Nemčije že leta 2006 preseгла 66 % BDP, zadolženost Francije pa naj bi leta 2010 znašala že 80.3% njenega BDP¹⁵². Nadalje je povprečni proračunski primanjkljaj evroobmočja leta 2010 dosegel že 6.0% BDP, medtem ko naj bi povprečen javni dolg evroobmočja dosegel že 85% BDP ter v 5 državah članicah evroobmočja celo presegl 100% BDP-ja¹⁵³.

Kot sem že omenila, stopnja javnega dolga sama po sebi še ne prikaže dejanskega stanja oziroma še ne predstavlja težave, vendar utegnemo na podlagi ugotovitev MDS ugotoviti, da se je evroobmočje znašlo v položaju, ki je na dolgi rok popolnoma nevzdržen. Zbrani in sicer že zgoraj omenjeni podatki namreč kažejo, da se je skupni javni dolg držav članic evroobmočja med leti 2006 in 2012 povišal iz 5,9 milijard na 8,7 milijard evrov, medtem ko je BDP istih držav zrasel iz 8,6 le na 9,7 milijard evrov, kar pomeni, da je stopnja dolga v državah članicah evroobmočja rastla kar 2.5 krat hitreje kot BDP omenjenih držav¹⁵⁴.

3.3.1.2. Kritike glede zasnove, dokončnega oblikovanja in reševanja težav EMU

Pred oblikovanjem evropske monetarne unije ter ob začetkih njenega delovanja je bilo moč zaslediti številne kritike povezane s samo zasnovo EMU, nadalje pa še kritike povezane z reševanjem njenih dolžniških težav.

¹⁵¹ Simitis Costas, Stourmaras Yannis: Greece did not cause the euro crisis.

¹⁵² Civitas: EU Facts: Stability and growth pact.

¹⁵³ Schuknecht, Moutot, Rother, Stark: The stability and growth pact crisis and reform, stran 5.

¹⁵⁴ Voss Jason: European Sovereign Debt Crisis: Overview, Analysis, and Timeline of Major Events.

3.3.1.2.1. Splošne kritike glede zasnove EMU

Med drugim so tako ameriški ekonomisti, ob primerjavi EMU z monetarno unijo ZDA menili naslednje.

Jonung in **Drea**¹⁵⁵ v svoji študiji, v kateri povzemata objave 170 ameriških ekonomistov o EMU v obdobju od leta 1989 do 2002 navajata, da so ameriški ekonomisti sicer podpirali idejo oblikovanja notranjega trga in ustanovitve evropske monetarne unije, ki naj bi državam članicam na dolgi rok prinesla pomembne gospodarske koristi, vendar obenem omenjata, da je večina ameriških ekonomistov istočasno opozarjala tudi na določene pomanjkljivosti¹⁵⁶.

3.3.1.2.2. Strukturne napake evra

Ob nastajanju ideje o ustanovitvi EMU je bilo mišljeno, da se bodo evroobmočju pridružile vse države članice EU. Vendar temu ni bilo tako, zato danes evroobmočje sestavlja 17 držav članic, medtem ko 10 držav članic EU, skupne valute ni sprejelo, temveč ohranilo neodvisno monetarno politiko. Ker podatki nakazujejo, da je bila gospodarska rast evroobmočja v prvih letih od ustanovitve EMU nižja od gospodarske rasti EU kot celote ter da so se nekatere države članice EU, zunaj evroobmočja, kot na primer VB, Švedska in Danska bolje spopadale s finančno krizo¹⁵⁷, mnogi sklepajo, da so težave evroobmočja, med drugim tudi dolžniška kriza, v veliki meri povezane s samo zasnovo evroobmočja.

Nadalje je bila EMU zgrajena na ideji o ohranjanju razmerja javnega dolga in proračunskega primanjkljaja do BDP ter dolgoročnih obrestnih mer in stabilnosti menjalne valute na skoraj enakih

¹⁵⁵ Jonung Lars, Drea Eoin: The Euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last, US economists on the EMU, 1989-2002.

¹⁵⁶ Navajalo se je predvsem pomanjkanje federalnega davčnega sistema, dvom o sposobnosti delovanja ECB kot povsem neodvisne monetarne avtoritete, dejstvo da omejitve, določene glede zadolževanja, naj ne bi bile najprimernejši ukrep, ki bi zagotovil, da se države članice ne bodo pretirano zadolževale, dejstvo da večina držav članic EU ne bo pripravljena za vstop v monetarno unijo ob datumu, ki je bil predviden oziroma da bi morala biti ustanovitev EMU, brez spremembe konvergenčnih kriterijev občutno odložena, saj sta leta 1994 zgolj Nemčija in Luksemburg izpolnjevali vseh 5 konvergenčnih kriterijev, nujnost uvedbe fiskalnih transferjev znotraj monetarne unije, kot so na primer uveljavljeni v ZDA, **dejstvo** da naj bi se monetarna unija zaradi "izgube" neodvisne monetarne politike težje spopadala z asimetričnimi šoki znotraj nje, mnenje da prosto gibanje kapitala, stabilnost obrestne mere in neodvisna monetarna politika sestavljajo nemogoč trikotnik, ki je na dolgi rok nezdržljiv. Jonung Lars, Drea Eoin: The Euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last, US economists on the EMU, 1989-2002, stran 6, 7, 10 in 17 ter Mullineux Andy: The Eurozone Crisis: Escaping the 'Doom Loop', stran 5 ter Europa: Towards a single currency, a brief history of EMU, summaries of EU legislation.

¹⁵⁷ Jonung Lars, Drea Eoin: The Euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last, US economists on the EMU, 1989-2002, stran 5.

ravneh¹⁵⁸. Menilo se je namreč, da bosta predvsem vzdržna proračunska politika in omejitve povečevanja javnega zadolževanja, prispevali k uspešnemu delovanju in trdnosti EMU. Vendar naj bi po mnenju kritikov, evropski politiki ob tem zagrešili cel kup napak. Tako naj bi bili konvergenčni kriteriji oblikovani preveč optimistično¹⁵⁹ in obenem preveč ohlapno, ob zasnovi naj bi se premalo upoštevale razlike med bodočimi državami članicami evroobmočja, ki naj bi bile po mnenju mnogih preprosto prevelike za učinkovito oziroma težav prosto sobivanje znotraj evroobmočja¹⁶⁰, države članice so kljub oblikovanju enotne monetarne politike obdržale lastno davčno, proračunsko¹⁶¹ in bančno politiko¹⁶² ter še naprej izdajale svoje državne, in ne skupnih evropskih obveznic.

Akademiki, pristaši **teorije optimalnega valutnega področja**¹⁶³ (eng. Optimum Currency area theory), pa so ob zasnovi EMU pričeli z vrednotenjem, koliko izmed pogojev značilnih za optimalno valutno področje, izpolnjujejo države članice evroobmočja oziroma kako blizu optimalni monetarni uniji EMU natanko je.

Tako naj bi bila mobilnost delovne sile v ZDA večja kot v EU, odsotnost enotne fiskalne politike, fiskalnih transferjev ter fleksibilnosti cen in plač in posledično precej večja pogostost asimetričnih

¹⁵⁸ Vse od omenjenega so namreč t.i. konvergenčni cilji, ki jih morajo države članice, kot je že bilo omenjeno zgoraj, izpolnjevati tako ob vstopu v EMU, kakor tudi tekom članstva v njem. Systemic flaws of the Euro are the root of the debt crisis, spletna stran: <http://www.protesilaos.com/2011/07/systemic-flaws-of-euro-are-root-of-debt.html#.UCd9Ps0RL5k>.

¹⁵⁹ Tako naj bi bil konvergenčni kriterij najvišje dovoljene stopnje zadolževanja določene države članice evroobmočja, to je 60% BDP, določen glede na povprečen javni dolg držav članic EU v letu 1990, glede na pričakovano stopnjo proračunskega primanjkljaja, ki naj bi bila 3% BDP ter glede na predpostavko, da bo nominalni BDP rasel po 5% stopnji. Vendar se je že v času oblikovanja konvergenčnih kriterijev izkazalo, da dejanska rast BDP v EU znaša 3%, 2% pa v skladu s politiko ECB znaša pričakovana stopnja inflacije. Jonung Lars, Drea Eoin: The Euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last, US economists on the EMU, 1989-2002, stran 9.

¹⁶⁰ Gre predvsem za razlike, ki so ustvarile t.i. dvotirno Evropo, ki jo sestavlja konkurenčno in produktivno jedro, ki ustvarja presežke in nekonkurenčna ter neproduktivna periferija, ki se pretirano zadolžuje in obenem izpostavlja celotno evroobmočje prihajajočim gospodarskim šokom: velike razlike med proračunskimi presežki držav članic iz jedra evroobmočja in proračunskimi primanjkljaji perifernih držav evroobmočja, za neizkoriščanje velike količine poceni posojil periferije za investicije in možnost povišanja konkurenčnosti in produktivnosti, za sprejem reform na področju trga dela in plačne politike konec 90 let 20. stoletja držav članic iz jedra evroobmočja in istočasno njihov nesprejem s strani periferije evroobmočja.

¹⁶¹ Evrsko območje je tako nova vrsta monetarne unije, kakršne v preteklosti še ni bilo, saj gre za prvo monetarno unijo, v kateri se monetarna politika določa na centralni ravni, medtem ko se fiskalna politika, ki se običajno prav tako izvaja na centralni ravni, izvaja na ravni držav članic evroobmočja. Hojnik Janja: Pravni vidiki reforme gospodarskega upravljanja v EMU, stran 31.

¹⁶² Vloga ECB namreč ni bila oblikovana tako, da bi bila omenjena evropska institucija neposredno udeležena pri nadziranju kreditnih institucij oziroma pri oblikovanju bančne politike EMU.

¹⁶³ Teorijo optimalnega valutnega področja je v 60. in 70. letih prejšnjega stoletja razvil Robert Mundell. Teorija se pri vrednotenju ali je v določenem primeru bolje izbrati monetarno unijo s fiksnim deviznim tečajem ali popolnoma fleksibilen devizni tečaj, osredotoča na razliko med povečano učinkovitostjo čezmejnih transakcij kot posledico uporabe enotne valute in makroekonomsko izgubo neodvisnosti monetarne politike. Jonung Lars, Drea Eoin: The Euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last, US economists on the EMU, 1989-2002, stran 10.

šokov in nezmožnost spopadanja z njimi pa naj bi nadalje nakazovali, da je EU precej bolj oddaljena od položaja optimalnega valutnega področja, kot so na primer ZDA¹⁶⁴.

Nadalje naj bi bilo zaradi prednosti¹⁶⁵ in pomanjkljivosti¹⁶⁶, ki jih prinaša skupna valuta, potrebno pred odločitvijo o ustanovitvi monetarne unije pretehtati tako možne koristi, kakor tudi slabosti¹⁶⁷. Vse od začetka ustanovitve EMU, naj bi se pojavljala zaskrbljenost glede projekta ustanovitve evroobmočja, saj naj bi EMU manjkala tako bančna, kakor tudi fiskalna integracija. Vendar naj bi evropski voditelji kljub temu menili, da se bodo težavam povezanim z izgubo prilagajanja uspeli izogniti s sprejemom ustreznih fiskalnih politik s strani držav članic evroobmočja ter s sprejemom strukturnih reform, ki bi ustvarile fleksibilne plače in fleksibilen trg delovne sile in tako ne le zmanjšale pogostnosti nastanka asimetričnih šokov, temveč ustvarile tudi okolje za lažje in boljše spopadanje z bodočimi asimetričnimi šoki¹⁶⁸.

Dejstvo, da je bilo očitno pomembnejše zasledovati načrtovani cilj ustanovitve EMU, ne glede na to ali je zagotovljena potrebna stabilnost evroobmočja in ne glede na to ali bodoče države članice dejansko izpolnjujejo zastavljene konvergenčne kriterije oziroma v kolikor jih ne, za njihovo kršitev ni predvidena nikakršna sankcija, je državam članicam nakazovalo, da je možno postavljati nacionalne cilje in interese pred interese EMU, omenjeno ravnanje pa naj bi tako v svoji končni fazi povzročilo slabitev skupne evrske valute.

3.3.1.3. Slabosti skladov reševanja EFSF in ESM

Kot odgovor na evropsko dolžniško krizo in z namenom spopadanja z njo, so bili tekom trajanja omenjene krize ustanovljeni novi evropski mehanizmi. Maja 2010 sta bila tako ustanovljena Evropski mehanizem za finančno stabilnost (eng. European Financial Stability Mechanism-EFSM) in Evropski reševalni sklad EFSF¹⁶⁹ (eng. European Financial Stability Facility-EFSF), katerima je sledila še ustanovitev trajnega evropskega sklada, to je Evropskega mehanizma stabilnosti (eng.

¹⁶⁴ Jonung Lars, Drea Eoin: The Euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last, US economists on the EMU, 1989-2002, stran 11.

¹⁶⁵ Med prednosti skupne valute se naj bi tako uvrščali nižji stroški transakcij, odprava valutnega tveganja, večja transparentnost, večja konkurenčnost in povečano trgovanje. Krugman Paul: The conscious of a Liberal, Revenge of the Optimum Currency.

¹⁶⁶ Slabosti skupne valute pa zajemajo ti. "one size fits all" monetarno politiko in izgubo fleksibilnosti oziroma izgubo mehanizmov prilagajanja. Določene spremembe se namreč lažje dosežejo z depreciacijo valute, kot s pogajanjem, možnost prilagajanja pa je potrebna za reševanje bodočih asimetričnih šokov, kakršen naj bi bila tudi trenutna dolžniška kriza evra. Prav tam.

¹⁶⁷ Prav tam.

¹⁶⁸ Krugman Paul: The conscious of a Liberal, Revenge of the Optimum Currency.

¹⁶⁹ Evroobmočje preko sklada EFSF najema kredite z izdajo dolžniških finančnih instrumentov s poroštvom držav članic evroobmočja ter jih kot posojila nameni državi članici, ki je zašla v finančne težave. Posojilo je vezano na izpolnjevanje strogih varčevalnih ukrepov in uveljavitvi strukturnih reform ter namenjeno pomiritvi trga in znižanju obrestnih mer zadolževanja držav članic evroobmočja.

European Stability Mechanism-ESM), zaradi katerega je bilo predhodno potrebno spremeniti Lizbonsko pogodbo¹⁷⁰ in kateri je prevzel naloge EFSF in EFSM, ki so se nanašale na zagotavljanje potrebne finančne pomoči državam članicam evroobmočja.

EFSF

Skupna vrednost sredstev sklada EFSF je ob njegovi ustanovitvi znašala 440 milijard evrov, sestavljena pa je bila iz prispevkov držav članic evroobmočja, in sicer v skladu s točno določenim ključem prispevanja, medtem ko so se odločitve glede razporeditve sredstev sklada sprejemale soglasno¹⁷¹.

Ker je sklad deloval preko izdajanja obveznic, mu je bila tako kot državam, podeljena bonitetna ocena. Prvotne bonitetne ocene podeljene s strani bonitetnih agencij so bile kot sledi: Moody's je skladu podelila oceno Aaa, Fitch AAA in S&P's AA+¹⁷². Razlog za podelitev visokih bonitetnih ocen pa je bil v rezervnem denarnem skladu ter izdaji nepogojnih in nepreklicnih garancij sklada, v višini 120% dejanskih vrednosti, ki jih je EFSF posodil¹⁷³. Ker so garancije znižale zmožnost posojanja sklada pod prvotnih 440 milijard evrov, se je poleti 2011 vrednost sklada povišala na 780 milijard evrov, opuščen je bil rezervni denarni sklad, garancije so se z namenom ohranitve visoke bonitetne ocene povišale iz 120% na 165%, obseg sklada pa se je z namenom obnovitve dostopa držav članic na finančne trge in znižanja obrestnih mer njihovega zadolževanja, razširil še na nakupe državnih obveznic na primarnem in sekundarnem trgu ter z namenom omejitve tveganj, na ukrepe dokapitalizacije in prestrukturiranja bančnih sektorjev držav članic evroobmočja¹⁷⁴.

Glede kritik, ki so jih bili glede zasnove sklada EFSF deležni evropski voditelji je mogoče izpostaviti predvsem prepozne in nezadostne ukrepe sklada, preveliko izpostavljenost močnejših držav članic evroobmočja oziroma možnost širitve dolžniške krize evra v jedro evroobmočja, dogovor držav članic evroobmočja, v skladu s katerim mora sklad obdržati najvišjo oziroma visoko bonitetno oceno, dejstvo da lahko države članice, ki so v finančnih težavah zahtevajo, da do

¹⁷⁰ Pred ustanovitvijo ESM, EU namreč ni poznala pravne podlage za trajni krizni instrument. Tako so pred ustanovitvijo, države članice katerih valuta je evro, marca 2011 spremenile primarno zakonodajo EU, natančneje 136. člen PDEU, ki so mu dodali naslednji odstavek: "Države članice, katerih valuta je evro, lahko vzpostavijo mehanizem za stabilnost, ki se sproži, kadar je to nujno potrebno za zaščito stabilnosti evroobmočja kot celote. Za odobritev potrebne finančne pomoči v okviru mehanizma bodo veljali strogi pogoji". Pogodba o ustanovitvi ESM, spletna stran Evropskega sveta: <http://www.european-council.europa.eu/media/582908/13-tesm2.sl12.pdf>.

¹⁷¹ Bijlsma Michiel, Vallee Shahin: The creation of euro area financial safety nets, stran 7.

¹⁷² Prav tam, stran 8.

¹⁷³ Prav tam, stran 7.

¹⁷⁴ Prav tam, stran 8 in 9.

nadaljnega ne zagotavljajo novih garancij ter posledično nezmožnost izpolnjevanja nalog, ki so bile skladu podeljene ob njegovi uvedbi.

ESM

ESM, kot trajni reševalni mehanizem je bil ustanovljen z namenom nadomestitve in poprave nekaterih napak EFSF.

Prva razlika med omenjenima skladoma je v tem, da ima ESM 80 milijard evrov vrednega ustanovitvenega kapitala, medtem ko je bila kreditna sposobnost EFSF v veliki meri odvisna od vrednosti njegovih sredstev in moči njegovih garantov, to je držav članic evroobmočja¹⁷⁵. S tako zasnovo se je namreč pričakovalo, da bo sklad ESM bolj stabilen, njegova kreditna sposobnost boljša, stroški posojanja pa nižji¹⁷⁶.

Naslednja razlika je v prispevanju v sklad. Medtem, ko so lahko države članice evroobmočja v času lastnih finančnih težav prenehale z izdajanjem novih garancij, obstoječe pa so se porazdelile med preostale države članice, mora vsaka država članica v sklad ESM prispevati kadar in ko je pozvana, ne glede na njen finančen položaj, saj drugače izgubi glasovalne pravice na svetu ESM sklada.

Vendar ne glede na odpravo določenih pomanjkljivosti EFSF sklada, so mnogi pri zasnovi ESM prav tako opazili določene napake. Prva težava naj bi se tako pokazala v znižanju moči sklada, če bi za finančno pomoč zaprosila ena izmed velikih držav članic evroobmočja¹⁷⁷, saj bi morala država prispevati v sklad od katerega je pred tem pridobila finančno pomoč. Naslednja težava naj bi bila v tem, da je kot način povišanja sredstev sklada predvideno iskanje dodatnih virov financiranja na finančnih trgih, s čimer naj bi bil sklad ESM podvržen podobnim tveganjem kot EFSF¹⁷⁸. Največji problem pa naj bi predstavljalo dejstvo, da je bilo predvideno, da naj bi sklad potrebna finančna sredstva zagotavljal le v skrajnih primerih, to je ob ogroženosti celotnega evroobmočja, ob soglasni odobritvi vseh držav članic ter pod strogimi pogoji. Tako naj bi bilo vprašljivo ali sredstva sklada zadostujejo za reševanje finančnih težav držav članic evroobmočja.

¹⁷⁵ Prav tam, stran 14.

¹⁷⁶ Prav tam, stran 14.

¹⁷⁷ Prav tam, stran 14.

¹⁷⁸ Prav tam, stran 14.

3.3.1.4. Razlike med stroški zadolževanja držav članic in nečlanic evroobmočja

Dejstvo je, da se države članice evroobmočja, ki jih je dolžniška kriza najbolj prizadela, soočajo z vedno večjimi obrestnimi merami ter naraščajočimi stroški zadolževanja. Omenjeno pa naj bi obenem povzročilo, da obrestna mera zadolževanja presega rast BDP, in posledično povzroči da se omenjene države znajdejo v dolžniški pasti, iz katere pa lahko izidejo le ob ustvarjanju velikih presežkov¹⁷⁹, kar pa naj bi bilo zaradi oslabljenega gospodarstva težko dosegljivo. Omenjena dolžniška past pa naj bi še nadalje oslabila zaupanje finančnih trgov ter tako še povišala stroške zadolževanja.

Wolf¹⁸⁰ je zato poskušal ugotoviti, zakaj so obrestne mere državnih obveznic držav članic evroobmočja v primerjavi z državami nečlanicami, tekom dolžniške krize evra višje, ter ugotovil da za to obstajajo različni razlogi.

Mnogi so tako mnenja, da so razlike v stroških zadolževanja posledica prepričanja vlagateljev, da se položaj določenih držav članic evroobmočja še nekaj časa ne bo izboljšal, saj naj bi napovedi nakazovale, da omenjene države še dolgo ne bodo beležile ravni gospodarske rasti, kot so jo v časih pred začetkom finančne in dolžniške krize.

Nadaljnji razlog za slabši položaj držav članic evroobmočja v primerjavi z državami nečlanicami v času dolžniške krize evra, naj bi bil v dodatnih tveganjih, katerim naj bi bile izpostavljene prve. Omenjeno naj bi bilo predvsem posledica dejstva, da države članice evropske monetarne unije nimajo lastne centralne banke, in sicer v tem smislu, da bi jim le ta s tiskanjem denarja in odkupovanjem državnih obveznic priskočila na pomoč, ko države ne bi bile zmožne izpolniti svojih dolžniških obveznosti pravočasno in v celoti ter dejstvu, da omenjenim državam primanjkuje nadzora nad valuto v kateri izdajajo svoj dolg. Slednje tako pomeni, da je položaj omenjenih držav enak, kot če bi državne obveznice izdajale v tuji valuti, kar naj bi na trgu državnih obveznic ustvarilo večje tveganje likvidnosti in večje tveganje nezmožnosti izpolnitve dolžniških obveznosti ter posledično povzročilo beg vlagateljev in tako še nadalje poviševalo stroške zadolževanja¹⁸¹.

Podobno meni tudi **Damijan**¹⁸², ki na podlagi raziskave **Grauwe**-ja in **Ji**-ja ugotavlja, da je prednost držav, ki niso članice monetarnih unij ravno v tem, da lahko kadarkoli in z vsemi sredstvi

¹⁷⁹ Za primer naj bi stroški zadolževanja Španije in Italije znašali nekje med 5% in 6%, medtem ko naj bi njuna pričakovana rast BDP v obdobju 2010 in 2014, napovedana s strani MDS znašala približno 1.2%. Wolf Martin: Why is the eurozone different? Part 2.

¹⁸⁰ Wolf Martin: Why is the eurozone different? Part 2.

¹⁸¹ Wolf Martin: Why is the eurozone different? Part 2.

¹⁸² Damijan P. Jože: Zakaj so finančni trgi v zvezi s Slovenijo ponoreli?

ščitijo svojo valuto preko ukrepov svoje centralne banke, torej preko ukrepov, ki državam članicam evroobmočja niso na voljo.

Damijan nadaljuje, da zadolženost nikoli ni bila razlog na podlagi katerega so finančni trgi ocenjevali tveganost določenih držav in da naj bi finančni trgi ob začetku dolžniške krize začeli izgubljati zaupanje v države članice evroobmočja predvsem zaradi tega, ker le te, kot je že bilo omenjeno zgoraj, izdajajo javni dolg v valuti, ki je ne kontrolirajo in tako ne garantirajo, da bodo bile sposobne in pripravljene poplačati svoje dolgove.

3.4. Prispevek bonitetnih agencij h krizi evra

3.4.1. Kritike bonitetnim agencijam

Tekom svetovne finančne krize so bile bonitetne agencije deležne velike mere kritik glede svojega delovanja. Opazovalce so tako zmotili predvsem konflikt interesov¹⁸³, izključitev odškodninske in kazenske odgovornosti¹⁸⁴, zastavila pa so se tudi vprašanja o njihovi učinkovitosti oziroma zanesljivosti pri podeljevanju bonitetnih ocen, predvsem o njihovi prvotni preveliki optimističnosti ter zapoznelem oziroma premalo odzivnem delovanju, zaradi česar so ostale bonitetne ocene dolgo časa nespremenjene, nakar je kar naenkrat sledilo množično zniževanje bonitetnih ocen.

Vse od začetka dolžniške krize evra pa so bonitetne agencije določenim državam članicam evroobmočja, znižale oziroma zniževale podeljeno bonitetno oceno. Razloge za omenjena zniževanja so nekateri politiki, kot npr. takratni francoski socialistični predsedniški kandidat in trenutni francoski predsednik Francois Hollande, obrnili sebi v prid. Hollande je namreč odločitev bonitetne hiše S&P's o znižanju bonitetne ocene Franciji na AA- označil kot sankcijo gospodarski politiki, ki jo vodi predsednik Sarkozy, saj naj bi bila le ta brez jasnosti, stanovitnosti in

¹⁸³ Očitki se nanašajo predvsem na model poslovanja bonitetnih agencij, ki sledi načelu "izdajatelj plača" (eng. issuer pays) in kjer izdajatelj finančnega instrumenta bonitetni agenciji plača podelitev bonitetne ocene določenemu izdanemu finančnemu instrumentu. Nadaljni konflikt interesov naj bi predstavljale storitve svetovanja, ki jih bonitetne agencije ponujajo kot dodatne storitve ter t.i. nezaželene bonitetne ocene (eng. unsolicited ratings). Prve naj bi izdajatelje finančnih instrumentov spravljale v položaj, v katerem bi le ti utegnili uporabiti storitev svetovanja zaradi strahu, da se bo njihova bonitetna ocena drugače znižala ali zaradi pričakovanja, da bo njihova bonitetna ocena morda višja. Nezaželene bonitetne ocene, ki jih bonitetne agencije podeljujejo določenim izdajateljem finančnih instrumentov na lastno pest oziroma ne da bi slednji omenjeno storitev plačali pa naj bi le te silile k plačilu za podelitev bonitetne ocene, saj naj bi bila drugače izdajateljem podeljena neupravičena nezaželjena bonitetna ocena.

¹⁸⁴ Kritike se nanašajo na poseben status bonitetnih agencij povezan z omejevanjem odškodninske in kazenske odgovornosti za podeljene bonitetne ocene oziroma kot pravijo bonitetne agencije, mnenja. Omenjeno utegne biti sporno, ker finančni trgi bonitetnih ocen ne sprejemajo zgolj kot informacij oziroma mnenj, temveč kot potrdila o tem ali je upravičeno investirati v določen finančni instrument. Pri tem še bonitetne agencije, bonitetne ocene razdeljujejo v t.i. investment grade oziroma vredne investiranja ali non-investment grade, ki ne upravičujejo investiranja vanje.

rezultatov¹⁸⁵. Spet drugi so nezadovoljstvo nad delom bonitetnih agencij pri podeljevanju bonitetnih ocen državam članicam evroobmočja uporabili kot prikaz, po njihovem mnenju, potrebne reforme bonitetnih agencij: “Moramo biti bolj zahtevni glede načina kako bonitetne agencije ocenjujejo dolg držav. Bonitetne ocene namreč igrajo ključno vlogo ne le za države, glede katerih so bile podane bonitetne ocene, temveč za vse države. Znižanje ima takojšen učinek na dražje izposojanje države, slabi države, možni pa so celo vplivi okužbe na sosednja gospodarstva”¹⁸⁶.

Nadaljnji očitki letijo tudi na način pridobivanja informacij, na podlagi katerih bonitetne agencije podeljujejo ocene. V primeru podeljevanja bonitetnih ocen finančnim instrumentom in celo drugim izdajateljem finančnih instrumentov, le ti zahtevane informacije razkrijejo sami, izdajo bonitetne ocene pa bonitetnim agencijam plačajo. Pri državah pa naj bi bonitetne agencije informacije pridobivale na podlagi javno dostopnih podatkov ter gibanjih na finančnih trgih, podeljena ocena pa naj bi bila posledica lastne presoje omenjenih podatkov¹⁸⁷.

Bonitetnim agencijam se očita tudi, da naj bi s stalnim zniževanjem bonitetnih ocen državam članicam evroobmočja v težavah, zaostrele dolžniške težave evroobmočja ter s tem še povečale negotovost na finančnih trgih. Njihovo delovanje naj bi namreč bilo **pristransko**, saj naj bi večinoma ameriške bonitetne agencije bolj ostro nastopile proti evropskim državam in jim v primerjavi z ZDA tudi večkrat in globlje znižale bonitetno oceno. Nadalje naj bi bilo njihovo delovanje **prociklično**, saj naj bi ustvarjale začaran krog, kjer zniževanje bonitetne ocene še bolj oteži reševanje dolžniških težav posamezne države članice evroobmočja, to pa nato povzroči novo znižanje bonitetne ocene, s čimer se še bolj poveča potreba po zunanji finančni pomoči. Poleg tega naj bi bonitetne agencije prepozno izrekale svarila pred tveganji nezmožnosti poplačila dolžniških obveznosti, položaj perifernih držav članic evroobmočja pa naj bi ob prvotnem neukrepanju ocenile prestrogo, s čimer se jim očita **premajhno odzivnost** oziroma **zapoznelost** pri spreminjanju ocen. Nadalje naj ne bi upoštevale vseh **relevantnih dejavnikov**, še posebej naporov držav pri sprejemanju varčevalnih ukrepov in strukturnih reform, ki jih morajo le te izvesti v zameno za odobritev finančne pomoči.

Medtem pa bonitetne agencije kot razloge za znižanje bonitetnih ocen po večini navajajo neodločnost vlad držav članic EU pri sprejemanju konkretnjših ukrepov reševanja evropske dolžniške krize, preveliko izpostavljenost bančnega sektorja evroobmočja evropskih držav z

¹⁸⁵ Bonitetne hiše potrle francoskega premierja, časopis Dnevnik.

¹⁸⁶ Michael Barnier, član Evropske Komisije: The power of credit rating agencies, Kevin Voigt, 15 julij 2011, CNN.

¹⁸⁷ Po mnenju avtorja naj bi znižanje bonitetne ocene s strani S&P avgusta 2011 temeljilo na verjetni politični ohromelosti pri reševanju problema javnofinančnega primanjkljaja. Watson Jonathan: Who rates the rating agencies?

najnižjo bonitetno oceno ter slabe napovedi glede bodočega gospodarskega položaja držav članic evroobmočja¹⁸⁸.

V nadaljevanju se bom osredotočila na po mojem mnenju temeljne kritike, in sicer bom glede na prebrano literaturo presojala ali so bonitetne agencije tekom dolžniške krize evra zoper države članice evroobmočja v primerjavi z njihovim delovanjem zoper ZDA ob ameriški krizi javnega dolga, delovale pristransko. Nadalje ali so tekom dolžniške krize bonitetne agencije res delovale zapoznelo in posledično neupravičeno zniževale bonitetne ocene državam članicam evroobmočja in v kolikor omenjeno drži, ali se je kljub pristranskemu in neupravičenemu delovanju bonitetnih agencij, dolžniška kriza evra res poglobila zaradi zunanjih dejavnikov, kot so zniževanja bonitetnih ocen državam članicam evroobmočja ali je potrebno razlog za to iskati nekje drugje, kot na primer v strukturnih napakah zasnove EMU, previsokih stopnjah javnega dolga evroobmočja iz preteklih let ali celo napačnem spopadanju evropskih politikov z omenjeno krizo?

3.4.2. Teze

3.4.2.1. Teza 1: Pristranskost bonitetnih agencij

Pristransko delovanje bonitetnih agencij bom, kot že omenjeno, preverjala na primerjavi podeljevanja oziroma zniževanja bonitetnih ocen državam članicam evroobmočja tekom dolžniške krize evra in ZDA tekom krize javnega dolga. Zanima me predvsem ali so bonitetne agencije res, tako kot so navajali večinoma vsi evropski politiki delovale pristransko in bile tako ob ameriški krizi javnega dolga veliko bolj prizanesljive pri zniževanju bonitetne ocene ZDA kot pri zniževanju bonitetne ocene držav članic evroobmočja tekom dolžniške krize evra.

EU že vse od julija leta 2011, ko je bonitetna agencija Moody's znižala bonitetni oceni Portugalske in Irske ter njun dolg označila kot neupravičen za investiranje (eng. "junk"), bonitetne agencije označuje kot pristranske. Slednje na primer nakazujejo izjave predsednika EK Jose Manuel

¹⁸⁸ Domen Langerholc: S&P prekinil rast.

Barrosa¹⁸⁹, nemškega finančnega ministra Wolfganga Schaeubla¹⁹⁰, nemške premierke Angele Merkel¹⁹¹ ter drugih predstavnikov evropskih institucij. Vsi izmed omenjenih namreč kritizirajo delovanje “ameriških” bonitetnih agencij¹⁹², ki naj bi kljub prizadevanju držav članic evroobmočja in evropskih institucij pri spopadanju z dolžniško krizo evra, pri podeljevanju bonitetnih ocen delovale pristransko, saj naj bi omenjenim državam nižale bonitetne ocene precej hitreje in globlje kot ZDA, in to kljub temu, da je dolg ZDA prav tako visok, če ne še višji. Kritike pa so se nadaljevale zlasti po znižanju bonitetne ocene 9 državam članicam evroobmočja¹⁹³ s strani S&P sredi januarja 2012 ter 8 državam članicam evroobmočja s strani Moody's mesec dni kasneje. Ob tem zadnjem in množičnem znižanju bonitetnih ocen evroobmočja so evropski politiki namreč poudarjali, da se je bonitetna ocena ZDA znižala prvič, edinkrat in zgolj s strani bonitetne agencije S&P avgusta leta 2011, ko se je ameriškemu Kongresu v zadnjem trenutku, to je tik pred bankrotom države, le uspelo dogovoriti o zvišanju zakonsko določene zgornje meje javnega dolga. Pred tem pa so bonitetne agencije ZDA podeljevale zgolj negativne obete ter jih opozarjale na možnost znižanja njihove bonitetne ocene v prihodnosti, če ZDA ne bodo ravnale v določeni, zapovedani smeri.

Tako se po mnenju Evrope, bonitetne agencije sploh niso odzvale na ameriško krizo javnega dolga ter svoje odločitve vezale zgolj na dobiček, medtem ko so bonitetne ocene držav članic evroobmočja zniževale množično in ne zgolj enkrat in to kljub sprejetju strogih varčevalnih ukrepov in strukturnih reform ter brez natančne in jasne razlage.

¹⁸⁹ Barroso je namreč izjavil, da znižanje bonitetne ocene Portugalske s strani bonitetne agencije Moody's za kar 4 stopnje ter obenem podelitev negativnega obeta na finančne trge prinaša ugibanja ter nejasnosti. Poleg tega se mu zdi čudno tudi to, da nobena bonitetna agencija ne prihaja iz Evrope, kar naj bi po njegovem mnenju kazalo, da utegne na finančnih trgih obstajati pristranskost, ko gre za vrednotenje Evrope. Baker, Luke: Europe alleges that credit rating agencies are bias against EU.

¹⁹⁰ Schaeubel je menil, da je bilo znižanje bonitetne ocene Portugalske s strani bonitetne agencije Moody's v trenutnih razmerah neupravičeno, in to predvsem zato, ker je omenjena država začela izvajati ukrepe za izboljšanje svojega finančnega položaja. Zaradi tega, bi po njegovem mnenju bilo treba omejiti oligopolijo bonitetnih agencij. Baker, Luke: Europe alleges that credit rating agencies are bias against EU.

¹⁹¹ Merklova meni, da se je Evropa predolgo zanašala na mnenja in ocene, ki so prihajale “od zunaj”, to je od agencij zasebnega sektorja, saj ima svoje institucije katerim mora začetni zaupati, le te pa ne smejo dopustiti, da se jim njihova sposobnost podajati ocene odvzame. Baker, Luke: Europe alleges that credit rating agencies are bias against EU.

¹⁹² Moody's in S&P imata namreč sedež v New York-u, ZDA, Fitch pa v Londonu, VB in New Yorku, ZDA. Omenjene 3 bonitetne agencije s sedežem v ZDA pa imajo na trgu kar 95% delež. Credit rating agencies: MEPs want less reliance on “big three”.

¹⁹³ Bonitetna hiša S&P je znižala bonitetno oceno Francije, Avstrije, Španije, Italije, Portugalske, Cipra, Malte, Slovaške in Slovenije.

3.4.2.1.1. Podrobnejši ogled znižanja bonitetne ocene ZDA

4. aprila leta 2011 je finančni minister Timothy Geithner Kongresu ZDA sporočil, da bo zgornja meja javnega dolga ZDA¹⁹⁴, določena na 14.294 trilijone ameriških dolarjev dosežena do 16. maja istega leta, zaradi česar naj bi bilo potrebno sprejeti določene ukrepe¹⁹⁵, ki pa naj bi prav tako zadoščali zgolj do 2. avgusta 2011. Po omenjenem datumu pa naj bi bilo potrebno, bodisi omejiti določene tekoče stroške, bodisi tvegati neplačilo obroka obresti ali glavnice¹⁹⁶. Geithner je tako, z namenom nadaljnjega potrebnega zadolževanja in zavarovanja zaupanja ter kreditne sposobnosti ZDA, Kongres pozval k dvigu zakonsko določene meje zadolževanja države.

18. aprila leta 2011 je S&P potrdila bonitetno oceno ZDA, to je AAA ter ji obenem podelila negativen obet, z obrazložitvijo, da obstaja več kot 30% možnost, da bo bonitetna ocena AAA, ki jo ZDA drži vse od leta 1941, znižana v roku 2 let, v kolikor država ne sprejme načrta, na podlagi katerega bo do leta 2013 znižala proračunski primanjkljaj in javni dolg države v višini vsaj 4 trilijonov ameriških dolarjev¹⁹⁷.

S&P je v svoji obrazložitvi nadalje navedla, da se zaveda da obstajajo predlogi o znižanju proračunskega primanjkljaja, tako s strani predsednika Baracka Obame, kakor tudi s strani ameriškega kongresa z republikansko večino, vendar naj bi med njimi obstajale velike razlike¹⁹⁸, ki pa naj bi po mnenju S&P poviševale tveganje, da politična pogajanja ne bodo prinesla dogovora vse do konca predsedniških volitev leta 2012.

S&P je za konec še omenila, da utegne negativen obet spremeniti v stabilnega, v kolikor bodo ZDA do leta 2013 sprejele in implementirale program proračunske konsolidacije, ki bo vseboval ukrepe znižanja proračunskega primanjkljaja.

Podobno se je zgodilo tudi sredi meseca julija 2011, ko je bonitetna agencija Moody's ZDA podelila negativen obet ter državo opozorila, da bo znižala njeno bonitetno oceno, v kolikor bo ta zamudila s katerimkoli plačilom svojega dolga.

¹⁹⁴ Gre za mejo, ki jo je določil Kongres ZDA z namenom lažjega nadzorovanja trošenja. Zgornja meja javnega dolga tako predstavlja količino dolga, ki si ga ZDA lahko izposodi preko prodaje državnih obveznic ter količino dolga, ki si ga lastijo skrbniški skladi ZDA.

¹⁹⁵ Gre za izplačilo obstoječih in odložitve novih investicij v vladne pokojninske sklade.

¹⁹⁶ United States of America 'AAA/A-1+' Ratings Placed On CreditWatch Negative On Rising Risk Of Policy Stalemate.

¹⁹⁷ Celotno pozitivni makroekonomski scenarij pripravljen s strani S&P, naj bi namreč ob skoraj 4% rasti BDP, za leto 2013 predvideval 4.6% proračunski primanjkljaj in 80% dolg, oboje v primerjavi z BDP. United States of America 'AAA/A-1+' Ratings Placed On CreditWatch Negative On Rising Risk Of Policy Stalemate, spletna stran bonitetne agencije S&P.

¹⁹⁸ Šlo naj bi za razlike kdaj točno naj bi se rezi zgodili in kakšni natančno naj bi bili ukrepi varčevanja.

Le par dni kasneje je S&P ZDA ponovno opozorila, da obstaja 50% možnost, da bo v roku 90 dni znižala njeno bonitetno oceno za eno ali celo dve stopnji, v kolikor dogovor o zvišanju zgornje meje javnega dolga ne bo dogovorjen do konca julija 2011.

Slednje predvsem zato, ker naj bi se vse od spremembe obeta bonitetne ocene ZDA na negativno meseca aprila, povečevalo tveganje nezmožnosti dosega omenjenega dogovora, zaradi česar naj bi bilo tudi tveganje nezmožnosti plačila dolžniških obveznosti ZDA sicer majhno, vendar naraščajoče.

18. julija 2011 pa je sledilo še opozorilo s strani Fitch, ki je navedla, da v kolikor zgoraj omenjeni dogovor ne bo sklenjen do 2. avgusta, bodo ZDA uvrščene na negativno opazovalno listo (eng. negative watch).

2. avgusta 2011 Kongres ZDA in ameriški predsednik s sprejemom Zakona o nadzoru proračuna (eng. Budget Control Act) le dosežejo dogovor o dvigu zgornje meje zadolževanja v treh korakih ter dogovor o znižanju proračunskega primanjkljaja za 900 milijard ameriških dolarjev v obdobju 10 let.

Le tri dni kasneje, 5. avgusta 2011 pa S&P prvič zniža bonitetno oceno dolga ZDA iz AAA na AA+, z negativnim obetom, kot razlog pa navede sprejetje neučinkovitega načrta fiskalne konsolidacije ter oslabitev učinkovitosti, stabilnosti in predvidljivosti delovanja ameriških političnih ustanov v času fiskalnih in gospodarskih težav države. S&P namreč napoveduje, da naj bi se dolg ZDA kljub dvigu zgornje meje zadolževanja in sprejetim ukrepom, v prihodnjih letih še poviševal, do konca leta 2012 naj bi tako narasel na 74% BDP, do leta 2021 pa naj bi dosegel že 85% BDP-ja ZDA¹⁹⁹. Nadalje je S&P ob znižanju bonitetne ocene obrazložila, da podeljeni negativen obet pomeni, da utegne bonitetna agencija bonitetno oceno v roku dveh let znižati na AA, v kolikor ZDA ne bodo znižale trošenja, v kolikor bodo obrestne mere zadolževanja še naprej rasle ali v kolikor se bo dolg države še poviševal.²⁰⁰

Od omenjenega znižanja bonitetne ocene ZDA iz AAA na AA+ s strani bonitetne agencije S&P ter podelitve negativnega obeta s strani bonitetnih agencij S&P, Moody's in Fitch, nobena izmed omenjenih bonitetnih agencij, bonitetne ocene ZDA ni več znižala. Vendar to ne pomeni, da znižanj

¹⁹⁹ Za primerjavo, leta 2008 je dolg ZDA znašal le 40% ameriškega BDP-ja. Mullaney Tim: A year after downgrade, S&P'S view on Washington unchanged.

²⁰⁰ Detrixhe John: U.S. loses AAA credit rating as S&P slams debt levels, political process.

ni bilo. Manj znane bonitetne agencije, kot so Weiss Ratings²⁰¹, Egan-Jones Ratings Co²⁰² in Dagong Global Credit Rating²⁰³ so bonitetno oceno ZDA namreč znižale že v času, ko so največje tri bonitetne agencije na zadolženost ZDA zgolj opozarjale.

Weiss Ratings je bila tako prva izmed vseh bonitetnih agencij, manjših ali večjih, ki je znižala bonitetno oceno ZDA. Že meseca aprila 2011 je namreč, zaradi po njenem mnenju pomanjkanja napredka pri zniževanju proračunskega primanjkljaja, ZDA podelila bonitetno oceno C ali pošteno (eng. fair). Sredi julija 2011 je bonitetno oceno ZDA nadalje znižala na C- oziroma glede na ocenjevalno lestvico S&P, na stopnjo, ki ne upravičuje investiranja²⁰⁴.

Podobno je bonitetna agencija **Egan-Jones Ratings Co.** že meseca marca 2011 ZDA podelila negativen obet, nato pa je 16. julija 2011, to je slab mesec preden je to storila bonitetna agencija S&P, kot prva bonitetna agencija s statusom NRSRO, znižala bonitetno oceno ZDA iz AAA na AA+.

Za razliko od bolj znanih bonitetnih agencij pa je z znižanji tudi nadaljevala. Po prvem znižanju meseca julija 2011, je namreč bonitetno oceno ponovno znižala 5. aprila 2012, in sicer iz AA+ na AA, kot je sama navedla zaradi pomanjkanja kakršnegakoli resnega napredka glede reševanja problemov ameriškega gospodarstva ter vse večjega naraščanja dolga ZDA²⁰⁵.

Naslednje znižanje, tokrat iz AA na AA-, pa je sledilo 14. septembra 2012, kot posledica sprejetja 40 milijard ameriških dolarjev vrednega programa²⁰⁶ s strani ameriške centralne banke (eng. U.S. Federal Reserve System-FED), na podlagi katerega naj bi FED mesečno, do konca leta 2012, kupoval vrednostne papirje zavarovane s hipoteko ter nadaljeval s politiko skoraj ničelne obrestne

²⁰¹ Gre za manjše in manj znane bonitetne agencije, glede katerih se postavlja vprašanje ali finančnim trgov sploh lahko posredujejo relevantne informacije, oziroma ali se finančni trgi na njihovo delovanje sploh odzivajo? Slednje predvsem zato, ker je npr. kitajska bonitetna agencija Dagong, ZDA podelila enako bonitetno oceno kot Španiji, medtem ko odzivi finančnih trgov in predvsem posledice znižanja bonitetne ocene omenjenih držav še zdaleč niso bili enaki. Poleg tega gre za razmeroma "mlade" bonitetne agencije, Weiss Ratings je tako prvo bonitetno oceno dolga državi podelila šele leta 2011. Nadalje ima od omenjenih bonitetnih agencij zgolj ameriška bonitetna agencija Egan-Jones Ratings Co. s strani SEC podeljen status NRSRO, in sicer od leta 2007. Omenjena bonitetna agencija se od preostalih razlikuje tudi po tem, da uporablja model poslovanja, v skladu s katerim plačila prispevajo izključno vlagatelji (eng. investor pays business model). Več o omenjenih bonitetnih agencijah na: <http://www.egan-jones.com/>, <http://www.weissratings.com/> in <http://en.dagongcredit.com/index.html>.

²⁰² Glej opombo št. 200.

²⁰³ Glej opombo št. 200.

²⁰⁴ Baden Ben: Meet 3 rating agencies that have already downgraded the U.S.

²⁰⁵ Leong Richard: Egan-Jones cuts U.S. rating on debt burden.

²⁰⁶ Gre za t.i. politiko kvantitativnega popuščanja (eng. quantitative easing) ali s kratico QE3 oziroma tretji ukrep kvantitativnega popuščanja po vrsti. Z omenjenim ukrepom naj bi država povišala ponudbo denarja z nakupom državnih vrednostnih papirjev ali drugih vrednostnih papirjev finančnega trga. Ukrep običajno uporabljajo predvsem centralne banke, z namenom povišanja posojanja in likvidnosti, uporabi pa se predvsem, kadar se obrestne mere znižajo na skoraj 0%, slednje pa ne prinese pričakovanih učinkov. Investopedia, spletna stran: <http://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp#axzz2DJvrxDIS>, november 2012 in Biček Robert: Reševanje nemških bank ali bolni zdravega nese, stran 13.

mere vsaj do sredine leta 2015²⁰⁷. Omenjeno naj bi po mnenju bonitetne agencije slabilo ameriški dolar, višalo inflacijo ter naredilo malo za dvig BDP-ja in s tem le slabilo kreditno kvaliteto ZDA.

Tretja izmed manj znanih bonitetnih agencij, ki je znižala bonitetno oceno ZDA pa je azijska bonitetna agencija **Dagong Global Credit Rating**.

Prvo poročilo o bonitetnih ocenah držav je objavila šele meseca julija 2010, ZDA pa takoj podelila bonitetno oceno AA. Le štiri mesece kasneje je bonitetno oceno še nadalje znižala, in sicer na A+.

Omenjena bonitetna agencija namreč ostro nasprotuje odločanju v Washingtonu, moti jo predvsem neukrepanje na področju upočasnjene gospodarske rasti, visokega proračunskega primanjkljaja in vse višje stopnje javnega dolga, zaradi česar je bonitetna hiša obenem naznanila nadaljnja znižanja bonitetne ocene, v kolikor se v krajšem časovnem obdobju ne bo zgodil pomemben dogodek, ki bo bistveno izboljšal zmožnost in pripravljenost ZDA poplačati svoje dolgove²⁰⁸.

3.4.2.1.2. Napovedi glede posledic znižanja bonitetne ocene ZDA

Pred in predvsem ob znižanju bonitetne ocene ZDA, s strani bonitetne agencije S&P avgusta leta 2011 so si množično sledile napovedi o negativnih posledicah omenjenega znižanja na gospodarstvo ZDA.

Od navedb, da bo znižanje bonitetne ocene dolgoročno povišalo stroške zadolževanja države, saj bodo vlagatelji zaradi povišanega tveganja zahtevali višje donose, kar pa naj bi obenem pomenilo še nadaljnje povečanje skupnega javnega dolga ZDA in s tem posledično potrebo po višanju davkov ali znižanju trošenja, do navedb o zmanjšanju investicij, zaposlenosti in gospodarske rasti ter celo do znižanja vrednosti ameriškega dolarja, v primerjavi z evrom in britanskim funtom ter znižanja bonitetnih ocen bank s sedežem v ZDA. Nadalje bi se utegnilo zgoditi, da bi bili pokojninski in investicijski skladi, ki imajo lahko v lasti zgolj vrednostne papirje z najvišjo bonitetno oceno, torej AAA, prisiljeni le te prodati.

Obenem so ameriške banke opozarjale, da utegne znižanje škodovati gospodarstvu ZDA, in sicer ne le v obliki povišanja stroškov zadolževanja, temveč tudi kot povišanje stroškov najemanja drugih vrst posojil namenjenih predvsem prebivalstvu in podjetjem. Po oceni JP Morgan Chase, ki temelji na dejstvu, da so se stroški zadolževanja 9 državam, ki so od leta 1998 naprej izgubile bonitetno

²⁰⁷ Detrixhe John: Egan-Jones Cuts U.S. Rating to AA- After Fed Adds to Stimulus.

²⁰⁸ Baden Ben: Meet 3 rating agencies that have already downgraded the U.S.

oceno AAA, že naslednji teden zvišali v povprečju za 2 bazični točki, naj bi znižanje bonitetne ocene za eno stopnjo, podražilo zadolževanje ZDA kar za 100 milijard ameriških dolarjev na leto²⁰⁹.

Kljub temu pa so nekateri znižanje bonitetne ocene ZDA pospremili z bolj optimističnimi napovedmi.

Ekonomist Paul Krugman je tako zapisal, da omenjeno znižanje ne predstavlja velikega dogodka, saj so ZDA povsem sposobne trenutno imeti velik proračunski primanjkljaj ter obenem kasneje doseči dogovor glede urejene fiskalne politike. Krugman nadaljuje, da je ob tem vredno omeniti tudi znižanje bonitetne ocene Japonske s strani S&P leta 2002, po katerem se obrestne mere kljub drugačnim pričakovanjem niso povišale²¹⁰.

Prav tako S&P pri obrazložitvi oziroma definiciji bonitetnih ocen, ki jih podeljuje, navaja da bonitetna ocena AA+ še vedno predstavlja močno zmožnost izpolnitve finančnih oziroma dolžniških obveznosti, zaradi česa se kreditna sposobnost države ocenjene z bonitetno oceno AA+ le malo razlikuje od države, ki ji je bila podeljena bonitetna ocena AAA²¹¹.

3.4.2.1.3. Dejanske posledice znižanja bonitetne ocene ZDA

Kaj od omenjenega pa se je res zgodilo? Kar naj bi bilo ob znižanju bonitetne ocene ZDA pomembno, je predvsem dejstvo, kako so znižanje ocenjevali finančni trgi, torej ali je znižanje sploh oziroma v kolikšni meri vplivalo na trg ameriških obveznic.

8. avgusta 2011, prvi dan trgovanja po znižanju bonitetne ocene ZDA s strani S&P, je ameriška borza zabeležila strm padec. Tečaji delnic so padli za približno 7%, vendar so si delnice že naslednji dan opomogle in pridobile 2/3 izgube prejšnjega dne²¹².

Po tem pa večjega vpliva na trg ameriških obveznic, ob zaupanju azijskih vlagateljev, predvsem Kitajske, Japonske ter ob naznanitvi Rusije, da se znižanje bonitetne ocene za eno oceno lahko prezre, ni bilo moč opaziti. Leto dni po znižanju bonitetne ocene pa je bilo mogoče opaziti celo močno znižanje hipotekarnih obrestnih mer²¹³, rast tečaja ameriškega dolarja²¹⁴ ter borznega

²⁰⁹ Detrixhe John, U.S. loses AAA credit rating as S&P slams debt levels, political process.

²¹⁰ Paul Krugman: S&P, The conscience of a liberal, The Opinion Pages.

²¹¹ Ocenjevalna lestvica S&P, spletna stran S&P: <http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us>.

²¹² Mullaney Tim: A year after downgrade, S&P's view on Washington unchanged.

²¹³ Povprečna obrestna mera na 30-letno fiksno hipoteko je zdrsnila na 3.56%, kar je vse od leta 1971 najnižja obrestna mera. Prav tam.

²¹⁴ IntercontinentalExchange Inc. Dollar Index, ki ameriški dolar primerja z valutami 6 največjih trgovinskih partneric ZDA, se je namreč od znižanja bonitetne ocene S&P povišal kar za 12%. Prav tam.

indeksa S&P 500, umiritev stroškov zadolževanja in okrepitev zaupanja vlagateljev v ameriške državne obveznice²¹⁵, kar se je kazalo predvsem pri njihovi višji ceni in obenem nižji obrestni meri.

Na vprašanje kako je mogoče, da so bonitetne agencije kljub visokemu proračunskemu primanjkljaju²¹⁶ in visoki zadolženosti ZDA, ki znaša več kot 70% ameriškega BDP, bonitetno oceno ZDA znižale zgolj enkrat oziroma, da je od pomembnejših treh bonitetnih agencij to storila le S&P, medtem ko sta Moody's in Fitch potrdili bonitetno oceno AAA in državi podelili zgolj negativen obet, istočasno pa so bonitetne agencije državam članicam evroobmočja, kljub sprejetju varčevalnih ukrepov in strukturnih reform ter zavezami o znižanju proračunskega primanjkljaja in zadolženosti, bonitetno oceno znižale vse tri bonitetne agencije, nekaterim državam članicam evroobmočja celo več kot le enkrat, drugače kot da so bonitetne agencije očitno delovale pristransko oziroma so pri vrednotenju kreditne sposobnosti ZDA uporabljale drugačne dejavnike²¹⁷, ne moremo odgovoriti. Lahko pa v nadaljevanju poskušamo ugotoviti kaj bi utegnili biti vzroki za takšno delovanje, torej na podlagi česa so bonitetne agencije vrednotile ZDA kot kreditno sposobno državo in nadalje ali je pristransko delovanje bonitetnih agencij vplivalo na poglobljanje težav evroobmočja oziroma kakšen vpliv je množično znižanje bonitetnih ocen evroobmočja imelo na finančne trge?

Glede na to, da se je "grožnja" glede znižanja bonitetne ocene uresničila, napovedi o resnih finančnih in gospodarskih posledicah pa ne, temveč se je še povečalo zanimanje vlagateljev v ameriške državne obveznice, njihove obrestne mere pa so se posledično znižale, bi lahko zaključili, da večina vlagateljev zaupa, da bodo ZDA kljub težavam pri doseganju dogovorov njenih politikov oziroma kljub znižanju bonitetne ocene, zmožne izpolniti vse svoje dolžniške obveznosti. Nadalje, če primerjamo znižanja bonitetnih ocen držav, kot sta ZDA in Japonska, je mogoče ugotoviti, da sta se le ti bolje spopadli z znižanjem bonitetne ocene, saj znižanje, kljub temu, da ob njem vlagatelji zaradi povišanega tveganja običajno zahtevajo višje donose, ni dosti vplivalo na finančne trge, še več obrestne mere ameriških državnih obveznic so se celo močno znižale.

²¹⁵ Po anketi Bloomberga je kar 46% mednarodnih vlagateljev ameriški trg izbralo kot najbolj potencialni trg leta 2013. Obrestne mere na 10 letne državne obveznice pa so se znižale iz 2.58% na 1.44%. Prav tam in Sweet, Ken, Dow plunges after S&P downgrade.

²¹⁶ Med leti 2003 in 2008 je javnofinančni primanjkljaj ZDA znašal med 2% in 5% BDP, nakar je leta 2009 poskočil kar na 11% BDP.

²¹⁷ Morda sploh ni šlo za namerno pristranskost, vendar posledico zapoznelega dleovanja bonitetnih agencij, ko le te v preteklosti bonitetnih ocen niso zniževale, čeprav bi jih morda morale, zamujeno pa so nadoknadile sedaj. Ne glede na razlog drugačnega obravnavanja, torej bodisi pristranskost, bodisi zapoznelost, ostaja dejstvo, da je bilo delovanje bonitetnih agencij v nekem trenutku neupravičeno. Ostaja tako le še vprašanje kakšne so bile posledice omenjenega neupravičenega delovanja-poglobljanje dolžniške krize evra ali morda neodzivanje finančnih trgov na znižanja, saj bonitetne agencije finančnim trgov ne morejo zagotoviti dodatnih informacij, ki bi sploh lahko vplivale na njihove odločitve?

Ob tem se vprašamo kaj utegne biti razlog za takšen odziv finančnih trgov?

Menim, da so predvsem vlagatelji tisti, ki krojijo stroške zadolževanja držav in da so le ti očitno menili, da je javni dolg ZDA varna naložba. Morda se utegnejo razlogi za to skrivati v dejstvu, da ZDA še vedno držijo najvišjo bonitetno oceno, podeljeno s strani bonitetnih agencij Moody's in Fitch. Prav tako je mogoče, da je dogovor, ki ga je sprejel Kongres ZDA meseca avgusta 2011 nakazal, da so ameriški politiki v ključnih trenutkih zmožni doseči dogovor oziroma sprejeti pomembne rešitve, ki se nanašajo na težave glede zadolževanja države. Poleg tega je večina ameriškega dolga v lasti pokojninskih skladov in centralnih bank oziroma institucij, ki same izvajajo raziskave glede stopnje zadolženosti in kreditne sposobnosti države, zaradi česar informacije bonitetnih agencij na njihove odločitve bistveno ne vplivajo. Nadalje večina finančnih institucij bonitetno oceno AA+ dejansko v veliki meri enači z bonitetno oceno AAA, zato zaradi znižanja bonitetne ocene na AA+, le te vrednostnih papirjev ne začno mrzlično prodajati²¹⁸. Močno kreditno sposobnost ZDA pa naj bi potrjevalo tudi dejstvo, da je ameriška valuta glavna rezervna valuta, saj je več kot 60% rezerv centralnih bank po svetu ravno v ameriških dolarjih²¹⁹, istočasno pa ameriški dolžniški trg velja za enega najbolj likvidnih in transparentnih trgov na svetu.

Medtem pa je **Detrixhe**²²⁰ mnenja, da je veliko zanimanje za ameriške državne obveznice predvsem posledica dalj časa trajajočih problemov Evrope, znakov slabitve gospodarske rasti držav članic evroobmočja ter slabega stanja svetovnega gospodarstva na splošno ter velikosti, prilagodljivost in konkurenčnosti ameriškega gospodarstva.

Razlog zakaj vlagatelji so in še zaupajo ameriškemu dolžniškemu trgu, pa naj bo to zaradi pomanjkanja drugih alternativ ali kateregakoli drugega, zgoraj omenjenega razloga niti ni bistveno. Dejstvo namreč ostaja, da je imelo znižanje bonitetne ocene ZDA le majhen ali celo nikakršen vpliv na tveganje nezmožnosti izpolnjevanja obveznosti s strani omenjene države oziroma da so ZDA kljub znižanju in številnim opozorilom uspeli ohraniti zaupanje finančnih trgov in njihovih vlagateljev, medtem ko državam članicam evroobmočja to ni uspelo. Omenjeno bi utegnilo nakazovati, da niso bile bonitetne agencije tiste, ki so spreminjale oziroma ustvarjale finančni položaj evroobmočja, temveč so bili to vlagatelji, ki so iz določenega razloga očitno presodili, da državne obveznice evroobmočja morda le niso tako varna naložba.

²¹⁸ Bailey Kirk, What does the U.S. credit rating downgrade really mean?.

²¹⁹ Weisbrot Mark: Moody's threat to downgrade US debt is political, not fiscal.

²²⁰ Detrixhe, John, Egan-Jones Cuts U.S. Rating to AA- After Fed Adds to Stimulus.

3.4.2.2. Teza 2: Zazpoznelost oziroma premajhna odzivnost bonitetnih agencij

Bonitetne agencije so pogosto tarča kritik, da jim ne uspe pravočasno napovedati oziroma opozoriti na prihajajoče krize, ko le te nastanejo, pa jim očitajo ne le prenapla zniževanja bonitetnih ocen, s čimer naj bi v že tako stresnih situacijah še bolj zaostriale razmere na finančnih trgih, temveč tudi nezmožnost ustrezno zviševati bonitetne ocene v obdobju po koncu kriz.

Primer navedenega sta tako azijska kriza v letih 1997-1998, kakor tudi svetovna finančna kriza v letih 2008-2009, kjer so bonitetnim agencijam očitali, da pred krizo niso zaznale šibkosti držav izdajateljic finančnih instrumentov oziroma samih finančnih instrumentov, ko pa je kriza nastala, pa so po mnenju kritikov pretirano zniževale bonitetne ocene in s tem še poslabšale že tako slabo situacijo.

Bhatia²²¹ je v svoji raziskavi namreč ugotovil, da sta predvsem bonitetni agenciji S&P ter Moody's v obdobju **azijske krize** med leti 1997-1998 ter malenkost manj v obdobju 1999-2002, podeljevali napačne bonitetne ocene²²², katerih skupni odstotek naj bi znašal okoli dobrih 5%²²³. Avtor je nadalje ugotovil, da opazovanja napačno podeljenih bonitetnih ocen kažejo predvsem na radodarno delovanje, pretirano previdnost in nagnjenost bonitetnih agencij k črednemu obnašanju²²⁴, s tem pa posledično podeljevanje previsokih bonitetnih ocen. Kot razloge za omenjeno delovanje bonitetnih agencij pa avtor navaja predvsem tveganje informacij (eng. information risk)²²⁵, zanašanje na tuje

²²¹ Bhatia Ashok: Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation.

²²² Kot napačno podeljena bonitetna ocena, se je štela bonitetna ocena, ki je bila v roku 12 mesecev bodisi znižana, bodisi zvišana za 3 ali več stopenj, brez upoštevanja znižanj ali zvišanj bonitetnih ocen v, iz ali med bonitetnimi ocenami CCC ali Caa ter nižje. Medtem pa se sprememba bonitetnih ocen za eno ali dve stopnji v roku 12 mesecev šteje kot normalno delovanje bonitetnih agencij oziroma popravljanje prejšnje napačno podeljene bonitetne ocene. Prav tam, stran 38.

²²³ Bhatia Ashok: Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation, stran 39.

²²⁴ Kar 88% podeljenih bonitetnih ocen naj bi bilo namreč skupno bonitetnima agencijama S&P ter Moody's. Običajno je sicer zaželjeno, da so si bonitetne ocene podobne, saj nakazujejo njihovo pravilnost. Vendar čredno obnašanje utegne predstavljati problem kadar gre za napačno podeljene bonitetne ocene, saj utegne napačno podeljena bonitetna ocena s strani ene bonitetne agencije povzročiti tudi podelitev napačne bonitetne ocene s strani druge bonitetne agencije.

²²⁵ Večino podatkov, ki jih bonitetne agencije potrebujejo za podelitev bonitetnih ocen državam, le te pridobijo neposredno od držav, ki jih ocenjujejo, nato pa jih primerjajo še z drugimi podatki, kot na primer podatki MDS in BMP. Vendar se utegne zgoditi, da podeljena bonitetna ocena, bodisi zaradi nesodelovanja določenih držav, bodisi zaradi nezmožnosti države (pravočasno) posredovati določene podatke, ne odraža dejanskega stanja. Po mnenju avtorja pa naj bi bonitetne agencije pomanjkanje pravih informacij nadomestile s konzervativnimi predpostavkami in posledično podelitvijo višjih bonitetnih ocen. Prav tam, stran 43.

analize (eng. analytical constraints)²²⁶, pristranskost prihodkov (eng. revenue bias)²²⁷ in ostale probleme povezane s spodbudami²²⁸.

Nadalje pa naj bi tudi **svetovna finančna kriza** pokazala, da so bile prvotno podeljene bonitetne ocene finančnih instrumentov napačne, saj so se hitro po izbruhu omenjene krize, bonitetne ocene finančnih instrumentov ocenjenih z najvišjo bonitetno oceno znižale tik pod stopnjo visoke tveganosti (eng. junk rating), medtem ko so finančni instrumenti s še nižjimi bonitetnimi ocenami postali odpisani.

Poročilo pododbora Senata ZDA je nadalje razkrilo, da sta bonitetni agenciji Moody's in S&P že leta 2006 vedeli, da se trg hipotekarnih posojil spopada z nerednimi plačili in z nezmožnostjo odplačevanja, vendar sta kljub temu izdajali bonitetne ocene netvegane stopnje še vsaj nadaljnjih 6 mesecev.

Tudi brez izvedenih preiskav pa je bilo ob znižanju 90% bonitetnih ocen povezanih z nepremičninskim trgom oziroma ob znižanju bonitetne ocene finančnih instrumentov, ki so bili prvotno ocenjeni z najvišjo bonitetno oceno, nato pa so v roku 18 mesecev pristali pod bonitetno oceno netvegane stopnje, vsakemu opazovalcu trga dokaj jasno, da so bile prvotno podeljene bonitetne ocene napačne ter da je bilo odzivanje bonitetnih agencij na spremembe na finančnih trgih napačno oziroma prepočasno²²⁹.

Glede na omenjeno je mogoče ugotoviti, da so bonitetne agencije že pred svetovno finančno krizo podeljevale napačne bonitetne ocene, da so pred začetkom svetovne finančne krize podeljevale preveč optimistične bonitetne ocene oziroma se niso ozirale na spremembe na finančnih trgih kljub temu, da so zanje vedele ter da so tekom svetovne finančne krize zaradi predhodnega zapoznelega delovanja množično zniževale bonitetne ocene in s tem še poglobile oziroma zaostriale omenjeno

²²⁶ Avtor meni, da so zaradi vedno večjega števila držav, katerim se podeljujejo bonitetne ocene ter profitnega delovanja bonitetnih agencij, ki želijo ustvarjati dobiček s kar se da nizkim številom zaposlenih analitikov, analize vedno bolj temeljile na analizah izvedenih s strani MDS, akademikov in investicijskih bank ali celo drugih bonitetnih agencij ter vedno manj na lastnih analizah. Ravno nezadostno zbiranje in pregledovanje podatkov pa po mnenju avtorja utegne biti razlog za številne napake in napačno podeljene bonitetne ocene. Prav tam, 43.

²²⁷ Ker izdajateljem finančnih instrumentov znotraj določene države naj ne bi bila podeljena višja bonitetna ocena kot je podeljena državi v kateri se nahajajo izdajatelji in ker naj bi znižanja bonitetne ocene te države, v večini primerov sprožila val znižanj bonitetnih ocen njenih izdajateljev avtor meni, da so izdajatelji finančnih instrumentov, predvsem finančne institucije, nad bonitetnimi agencije izvajale določene pritiske, usmerjene v podelitev ugodnih bonitetnih ocen. Prav tam, 45.

²²⁸ Med njimi se kot glavni problem navaja razširitev poslovanja bonitetnih agencij na področje svetovanja, kjer naj bi se po mnenju avtorja ustvaril nov konflikt interesov, saj naj bi bonitetne agencije izdajateljem sprva svetovale kaj morajo storiti z namenom pridobitve najboljše bonitetne ocene, nato pa naj bi istim izdajateljem podelile bonitetno oceno. Prav tam, stran 46.

²²⁹ Mullard Maurice: The credit rating agencies and their contribution to the financial crisis, stran 93 in Panchuk Kerri Ann: Credit ratings agencies a "key cause" of the financial crisis: Senate report.

krizo. Glede na njihov pravkar omenjen prispevek k svetovni finančni krizi v letih 2008-2009 pa se utegnemo vprašati ali so morda podobno vlogo odigrale tudi v dolžniški krizi evra?

Gärtner in Griesbach²³⁰ sta preučevala 262 bonitetnih ocen za 26 držav članic OECD v obdobju 2009 do 2011, ob 2 predpostavkah, in sicer da na obrestne mere državnih obveznic vplivajo pričakovana verjetnost nezmožnosti izpolnitve obveznosti kot jo nakazujejo bonitetne ocene držav²³¹ ter makroekonomske in politične spremenljivke.

Ob tem sta ugotovila, da so bonitetne agencije ob primerjavi z drugimi državami članicami OECD precej bolj strogo obravnavale PIIGS države evroobmočja. Sicer je bilo pričakovano, da bodo bonitetne agencije tekom dolžniške krize bolj kritične pri vrednotenju kreditne sposobnosti držav, in so tudi bile, bonitetne ocene ki so se podeljevale so bile namreč za eno stopnjo nižje od bonitetnih ocen pred krizo. Vendar sta avtorja ugotovila tudi, da so bile PIIGS državam podeljene še za 2.3 stopnje nižje bonitetne ocene²³². Slednje naj bi pomenilo, da so bile, ob enakih političnih in gospodarskih podatkih državam PIIGS podeljene kar za 3.3 stopnje nižje bonitetne ocene²³³.

Tako naj bi bila znižanja državam članicam evroobmočja, ki jih je dolžniška kriza evra najbolj prizadela, napačna oziroma naj bi temeljila na povsem drugačnih kriterijih kot vrednotenja pred krizo²³⁴ ali celo vrednotenja drugih držav.

Na podlagi omenjenega sta avtorja namreč ugotovila, da bi morale glede na objektivno vrednotenje gospodarskih kriterijev znižanje bonitetnih ocen znašati sledeče: Španije pol stopnje in ne tri, Irske eno in pol stopnje in ne sedem, Portugalske pol stopnje in ne osem ter Grčije pol stopnje in ne dvanajst²³⁵.

Ob tem je kljub temu potrebno dodati, da sta avtorja predpostavljala oziroma predvidevala, da znižanje bonitetne ocene držav pomeni povišanje obrestne mere državnih obveznic oziroma stroškov zadolževanja teh držav, poleg tega pa sta študijo izvedla zgolj ob preučevanju bonitetnih ocen bonitetne agencije Fitch. Morda pa razlog za višanje obrestnih mer državnih obveznic držav članic evroobmočja niso bila znižanja bonitetnih ocen in morda so se finančni trgi res drugače odzivali na znižanja bonitetnih ocen držav članic evroobmočja oziroma na njihove težave povezane

²³⁰ Gärtner Manfred, Griesbach Bjorn: Rating agencies, self-fulfilling prophecy and multiple equilibria? An empirical model of the European sovereign debt crisis 2009-2011.

²³¹ Predpostavlja se, da vsakršno znižanje bonitetne ocene države za eno stopnjo, poviša obrestno mero javnega dolga te države za 40 bazičnih točk. Prav tam, stran 10.

²³² Prav tam, stran 14.

²³³ Prav tam, stran 14.

²³⁴ Da vrednotenja pred krizo niso bila izvedena na podlagi enakih dejavnikov kot med krizo sem ugotovila že zgoraj, ko sem primerjala ključne dejavnike na podlagi katerih naj bi bonitetne agencije podeljevale bonitetne ocene pred krizama in med krizama, in sicer je šlo za primerjavo zaključkov raziskav in objav S&P.

²³⁵ Prav tam, stran 27 in 28.

z zadolževanjem, kot so se na znižanja drugih držav? Na omenjeni dve vprašanji bom poskušala odgovoriti z naslednjo tezo.

3.4.2.3. Teza 3: Vpliv spremenjene bonitetne ocene države na stroške njenega zadolževanja

Kiff, Nowak in Schumacher²³⁶ so v svoji raziskavi iz januarja 2012, v kateri so preverjali vpliv podeljenih bonitetnih ocen na stroške financiranja držav izdajateljic obveznic ugotovili, da spremembi bonitetne ocene določene države, ne sledi podobna oziroma pričakovana sprememba na finančnih trgih oziroma, da spremembe bonitetnih ocen zgolj zanemarljivo vplivajo na obnašanje finančnih trgov.

Rezultati izvedene raziskave²³⁷ sicer nakazujejo, da neka povezanost med vplivom podeljenih bonitetnih ocen na finančne trge obstaja, le ta naj bi bila močnejša pri državah s slabšo kreditno sposobnostjo oziroma pri državah, katerim so bile podeljene nižje bonitetne ocene ter da je v času svetovne finančne krize in evropske dolžniške krize mogoče opaziti močnejši vpliv bonitetnih ocen na finančne trge²³⁸. Vendar je analiza sprememb bonitetnih ocen, bodisi znižanj, bodisi povišanj, podeljenih s strani bonitetne agencije Moody's obenem pokazala, da je le 45% delovanja bonitetnih agencij v razvitih gospodarstvih oziroma 51% v razvijajočih gospodarstvih, mogoče povezati s spremembami cen na finančnih trgih v pričakovani smeri, kar pomeni, da je v primeru znižanja bonitetne ocene enako verjetno, da se percepcija finančnih trgov glede kreditne sposobnosti določene države oziroma glede stroškov njenega zadolževanja bodisi poveča, bodisi zniža²³⁹.

Vpliv delovanja bonitetnih agencij pa naj bi se povečal na 67% za razvita oziroma na 63% za gospodarstva v razvoju, kadar so se spreminjala opozorila (torej obeti, mnenja in opazovanja), izdana s strani omenjene bonitetne agencije²⁴⁰.

Nadalje so omenjeni avtorji ugotovili, da naj bi bil vpliv bonitetne agencije Moody's v primerjavi z vplivom preostalih dveh bonitetnih agencij še precej manjši, saj naj bi bila vrednost informacij te bonitetne agencije precej nižja v primerjavi s preostalima dvema. Po njihovem mnenju naj bi

²³⁶ Kiff John, Nowak Sylwia, Schumacher Liliana: Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings.

²³⁷ Raziskava je temeljila na analizi bonitetnih ocen podeljenih 72 državam, s strani treh najpomembnejših bonitetnih agencij: Moody's, S&P ter Fitch, in sicer v obdobju od leta 2005 do sredine leta 2010. Avtorji so vpliv pomembnosti delovanja bonitetnih ocen za finančne udeležence ocenjevali preko sprememb bonitetnih ocen, bodisi znižanja, bodisi zvišanja oziroma odziva finančnih trgov na omenjene spremembe. Odziv so vrednotili v obdobju 40 dni oziroma natančneje v obdobju 20 dni pred spremembo bonitetne ocene in do 20 dni po spremembi. Prav tam, stran 11.

²³⁸ Vpliv naj bi bil tako manjši med leti 2005 do 2007, ko je znašal med 60 in 100 bazičnimi točkami, močno pa se je povečal v letih 2008 do 2010, ko je znašal preko 200, v letu 2009 celo krepko preko 300 bazičnih točk. Prav tam, stran 8.

²³⁹ Prav tam, stran 11.

²⁴⁰ Prav tam, stran 11.

Moody's namreč pri podeljevanju bonitetnih ocen zaostajala za drugima dvema bonitetnima agencijama, saj naj bi v večini primerov znižala bonitetno oceno šele, ko in če sta to že storili drugi dve bonitetni agenciji, če pa tega še nista storili, naj bi raje kot spremembo bonitetne ocene, izdala eno izmed opozoril²⁴¹.

Da dolžniški trgi ignorirajo zniževanja bonitetnih ocen držav menijo tudi **Detrixhe, Faux in Linsell**²⁴², ki so meseca februarja 2012 opazovali podelitev negativnega obeta Veliki Britaniji s strani bonitetne agencije Moody's in znižanje bonitetnih ocen Francije in ZDA s strani bonitetne agencije S&P in ugotovili, da so obrestne mere državnih obveznic VB naslednji mesec padle, čeprav bi bilo pričakovano, da se bodo zaradi negativnega dejanja bonitetne agencije, kar namreč predstavlja negativnen obet, povišale ter da so se stroški zadolževanje po znižanju bonitetne ocene AAA, prav tako nižali tudi Franciji in ZDA.

Nadalje so na podlagi podatkov zbranih v 30 državah, v obdobju več kot 30 let, kateri prikazujejo 314 sprememb bonitetnih ocen ali obetov s strani bonitetnih agencij Moody's ali S&P, avtorji ugotovili tudi, da so se v približno 47% primerov, stroški zadolževanja države katere bonitetno oceno je spremenila ena izmed omenjenih bonitetnih agencij in s tem nakazala, v katero smer bi se morali nagniti stroški njenega zadolževanja, le ti dejansko obrnili v drugo smer²⁴³.

Salmon²⁴⁴ pa trditev, da bonitetne ocene nimajo vpliva na stroške zadolževanja utemeljuje s tem, da naj bi bonitetne agencije, preden dejansko znižajo bonitetno oceno določene države, običajno izdale opozorilo, kar pomeni, da ko dejansko pride do znižanja bonitetne ocene, le to za finančne trge ne predstavlja nikakršne novosti, saj so se finančni trgi odzvali že na samo opozorilo. Da se finančni trgi v večji meri odzivajo na opozorila kot na dejanska znižanja bonitetnih ocen pa so, kot je že bilo omenjeno zgoraj, ugotovili tudi Kiff, Nowak in Schumacher.

Zaostajanje za finančnimi trgi pa po mnenju Salmona pomeni, da obstaja večja verjetnost, da bo povišanje stroškov zadolževanja določene države, napovedalo in posledično povzročilo znižanje bonitetne ocene te države, kot obratno.

Podobno tudi **Afonso, Furceri in Gomes**²⁴⁵, ki so že meseca junija 2011 objavili rezultate svoje raziskave, v kateri so ugotavljali, v kolikšni meri spremembe podeljenih bonitetnih ocen držav ali

²⁴¹ Prav tam, stran 14.

²⁴² Detrixhe John, Faux Zeke in Linsell Katie: Austerity doesn't pay as debt markets ignore rating cuts.

²⁴³ Detrixhe John, Faux Zeke in Linsell Katie: Austerity doesn't pay as debt markets ignore rating cuts.

²⁴⁴ Salmon Felix: Sovereign ratings aren't very important.

²⁴⁵ Afonso Antonio, Furceri Davide, Gomes Pedro: Sovereign credit ratings and financial markets linkages, application to european data.

spremembe v obetih bonitetnih ocen držav²⁴⁶, izdanih s strani treh najpomembnejših bonitetnih agencij, vplivajo na obrestne mere državnih obveznic in zamenjave kreditnega tveganja.

Rezultati so pokazali, da se obrestne mere državnih obveznic odzivajo predvsem na podelitve negativnih napovedi, to je znižanja bonitetnih ocen in podelitve negativnih obetov, največ s strani bonitetne agencije S&P²⁴⁷. Na podlagi njihovih ugotovitev pa naj bi znižanje bonitetne ocene že drugi dan po objavi povišalo obrestne mere državnih obveznic za približno 0.9% v državah članicah evroobmočja oziroma za 0.8% v državah nečlanicah²⁴⁸.

Kratek povzetek zgoraj navedenih zaključkov raziskav nakazuje, da znižanje bonitetne ocene s strani določene bonitetne agencije naj ne bi nujno pomenilo povišanja stroškov zadolževanja določene države.

Finančni trgi so se namreč zgolj v polovici primerov obnašali tako, kot so to napovedale bonitetne agencije, torej da so finančni trgi le v polovici primerov sledili znižanju bonitetne ocene določene države in posledično povišali stroške njenega zadolževanja. Slednje pa nadalje nakazuje, da se finančni trgi, bodisi zaradi slabega delovanja bonitetnih agencij v prejšnjih krizah in posledično izgube zaupanja, bodisi zaradi prepričanja, da se bonitetne agencije oddaljujejo od makroekonomskih in fiskalnih temeljev, ki jih zaznavajo udeleženci finančnih trgov, bodisi zaradi kakšnega drugega razloga, očitno ne ozirajo na mnenja, izdana s strani bonitetnih agencij oziroma se nanje ne ozirajo v meri kot se je sprva predvidevalo.

V zadnji izmed povzetih raziskav, kjer je bilo navedeno, da naj bi se ob znižanju bonitetne ocene ali podelitvi negativnega obeta, obrestne mere znotraj evroobmočja povišale za 0.9%, zunaj evroobmočja pa za 0.8%, po mojem mnenju nadalje nakazuje, da je bil odziv finančnih trgov na znižanje bonitetnih ocen znotraj in izven evroobmočja skoraj povsem identičen ter da očitno niso bila znižanja bonitetnih ocen tista, ki so povzročila hitro naraščanje stroškov zadolževanja držav članic evroobmočja.

Razlogi zakaj so se finančni trgi obnašali drugače kot so jim "nakazovale" bonitetne ocene ostajajo neznani, vendar dejstvo, da se finančni trgi niso ozirali na negativne obete podeljene ZDA tekom ameriške krize javnega dolga in so ZDA v nasprotju z opozorili bonitetnih agencij znižali stroške

²⁴⁶ Podatki na podlagi katerih so avtorji prišli do zaključkov so bili zbrani v obdobju med januarjem 1995 in oktobrom 2010, obsegali pa so spremembe bonitetnih ocen držav, torej bodisi znižanja, bodisi zvišanja in spremembe v obetih bonitetnih ocen. Prav tam, stran 20.

²⁴⁷ Prav tam, stran 4.

²⁴⁸ Prav tam, stran 13, 20 in 21.

zadolževanja ter nadalje da finančni trgi ob znižanju bonitetnih ocen držav tako tekom svetovne finančne krize, kakor tudi dolžniške krize evra v več kot polovici primerov le tem niso sledili, ostaja.

Morda so razlogi za “ignoriranje” dela bonitetnih agencij posledica njihovih napak tekom let ali morda dejstva, ki ga je razkrila ena izmed zgoraj omenjenih raziskav, in sicer da naj bi na finančne trge bolj kot znižanja bonitetnih ocen vplivali podeljeni negativni obeti, kar bi lahko nakazovalo, da se finančni trgi očitno v večji meri odzovejo že na podeljene negativne obete in na podlagi le teh povišajo stroške zadolževanja držav, ko pa sledi dejansko znižanje bonitetne ocene, pa se nanj ne ozrejo oziroma so takrat bonitetne agencije tiste, ki sledijo dejanjem finančnih trgov.

Morda pa sta razlog za omenjeno delovanje finančnih trgov v svoji raziskavi odkrila **De Grauwe** in **Ji**²⁴⁹. Avtorja sta namreč ugotovila, da finančni trgi pred letom 2008 niso bili zaskrbljeni glede visokih stopenj dolga v razmerju do BDP ter da so podcenjevali tveganja povezana s prezadolženostjo nekaterih držav²⁵⁰, medtem ko se je omenjeno po letu 2008 kar naenkrat spremenilo, vendar le v državah članicah evroobmočja, kar naj bi se v omenjenih državah odražalo s preveliko zaskrbljenostjo vlagateljev glede visokih stopenj javnega dolga držav članic evroobmočja in posledičnim povišanjem stroškov njihovega zadolževanja²⁵¹. Slednje se namreč v preostalih državah²⁵², ki prav tako beležijo visoke stopnje javnega dolga oziroma se njihova zadolženost prav tako povečuje, ni dogodilo, saj finančni trgi njihovih visokih stopenj zadolženosti naj ne bi presojali kot glavno merilo nezmožnosti izpolnjevanja dolžniških obveznosti. Kot razloge za omenjeno pa avtorja navajata: “bivanje” držav članic evroobmočja v monetarni uniji²⁵³, podcenjevanje tveganj povezanih z visoko zadolženostjo v perifernih državah evroobmočja pred krizo in precenjevanjem tveganj po letu 2010, kar naj bi po mnenju avtorjev v omenjenih državah sprva povzročilo razcvet nepremičninskega trga in potrošnje ter nesprejem zakonodaje, ki bi omejila zadolževanje, nato pa solventno krizo, paniko na finančnih trgih, recesijo in sprejem pretiranih varčevalnih ukrepov²⁵⁴.

²⁴⁹ De Grauwe Paul, Ji Yuemei: Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone.

²⁵⁰ Prav tam, stran 7.

²⁵¹ Prav tam, stran 17.

²⁵² Avtorja kot “preostale” države navajata: Avstralijo, Japonsko, Novo Zelandijo, Dansko, Norveško, Švedsko, ZDA in VB. Prav tam, stran 7 in 8.

²⁵³ Po njenem mnenju naj bi bile monetarne unije namreč bolj dojemljive za likvidnostne krize.

²⁵⁴ Prav tam, stran 18.

3.5. Možni scenariji konca evropske dolžniške krize

V nadaljevanju na kratko povzemam situacije, v katerih se utegne znajti evroobmočje oziroma celotna EU ob koncu dolžniške krize, kot jih vidijo nekateri ekonomisti, evropski politiki in akademiki.

3.5.1. Reševanje evropske dolžniške krize z varčevalnimi ukrepi in strukturnimi reformami

Za omenjeno situacijo, ki se utegne zgoditi, v kolikor bi vse šlo po zastavljenem načrtu, se zavzemata predvsem Nemčija in Francija, po njunem vzoru pa tudi preostali voditelji evroobmočja. Ideja je v tem, da se ohranitev evra kot skupne valute ter povrnitev vsesplošne gospodarske rasti celotnega evroobmočja in s tem posledično zmanjšanje bremena javnih financ, znižanje stroškov zadolževanja ter povrnitev izgubljene konkurenčnosti perifernih držav članic evroobmočja, zagotovi preko strogih varčevalnih ukrepov in strukturnih reform.

Po mnenju zagovornikov omenjene "rešitve", bi bila najpomembnejša posledica omenjenih ukrepov povrnitev zaupanja, zaradi katerega bi bili finančni trgi zopet pripravljeni posojati denar vladam držav članic evroobmočja in njihovim bankam pod ugodnimi pogoji. Posledično, bi se sprostil kreditni krč in banke bi začele posojati več, obenem pa bi potrošniki zopet začeli trošiti, podjetja pa ponovno investirati. Evropa bi se sicer utegnila spopasti z recesijo, vendar bi uspela rešiti evro kot skupno valuto in se na dolgi rok uspela izvleči iz svojih dolžniških težav.

Reševanju dolžniške krize z varčevalnimi ukrepi, čeprav so države v recesiji, namesto s spodbuditvijo gospodarske rasti mnogi, med njimi tudi Paul **Krugman**²⁵⁵, nasprotujejo ter jo označujejo kot škodljivo in nesmiselno. So namreč mnenja, da varčevalni ukrepi v času depresije, le to zgolj poglobijo, saj skrčijo gospodarstvo in s tem še oslabijo dolžniški položaj držav²⁵⁶, zaradi česar državam naj ne bi uspelo odpraviti javnofinančnih deficitov in spraviti javnega dolga na vzdržno raven²⁵⁷. Bolj primerno naj bi zato bilo zagnati gospodarsko rast in s tem pomiriti finančne

²⁵⁵ Krugman Paul: Death of a Fairy Tale, 26. april 2012, The New York Times, The Opinion pages: http://www.nytimes.com/2012/04/27/opinion/krugman-death-of-a-fairy-tale.html?_r=0, september 2012. Da je fiskalna konsolidacija potrebna, vendar da je lahko učinkovita le, če je izvedena ob pravem trenutku menijo tudi drugi ekonomisti: Paul de Grauwe, Giancarlo Corsetti, Alberto Alesina, Francesco Giavazzi. Več o tem in vir: Damijan P. Jože: Fiskalna konsolidacija v času depresije je samomor.

²⁵⁶ Krugman Paul: Death of a Fairy Tale. Podobno Damijan v Damijan P. Jože: Fiskalna konsolidacija v času depresije je samomor, kjer opisuje raziskavo profesorja Johna Van Reenena, ki je s preučevanjem fiskalne konsolidacije VB ugotovil, da bo le ta v 10 letih zaradi strogega varčevanja izgubila 16.6% svojega BDP. Damijan se tako strinja, da je z izvajanjem fiskalne konsolidacije po krizi, izpad BDP-ja manjši.

²⁵⁷ Damijan P. Jože: Fiskalna konsolidacija v času depresije je samomor.

trge, znižati stroške zadolževanja in povečati fiskalne prihodke in tako zmanjšati breme javnega dolga²⁵⁸.

S slednjim so se očitno strinjale tudi bonitetne agencije. S&P je namreč znižanje bonitetne ocene Francije, Avstrije, Portugalske, Italije, Španije, Malte, Slovaške in Slovenije meseca januarja 2012, prav tako utemeljila s tem, da zgolj varčevalni ukrepi ne bodo rešili dolžniške krize evra, saj po njihovem mnenju reforme, ki temeljilo zgolj na fiskalni konsolidaciji kaj kmalu lahko postanejo samouničevalne²⁵⁹.

3.5.2. Oblikovanje bančne, fiskalne, politične unije

Zagovorniki ideje, da se izvor dolžniške krize evra skriva v dejstvu, da je evroobmočje prva monetarne unija take vrste, kot njeno rešitev tako omenjajo ustanovitev bančne, fiskalne, politične oziroma celo vseh treh vrst omenjenih unij.

Pri vprašanju na kakšen način, oziroma v katerem vrstnem redu torej poglobiti gospodarsko in monetarno unijo ter zagotoviti njeno stabilnost pa vidimo, da obstaja veliko število mnenj, kaj pravzaprav storiti in kje začeti, a še večje število nasprotovanj in kritik, ki otežujejo sklenitev konkretnega dogovora.

3.5.3. Izstop Grčije iz evroobmočja

Izstop Grčije, države ki predstavlja zgolj 2% BDP-ja evroobmočja²⁶⁰, iz območja skupne valute zastavlja mnoga vprašanja glede možnih posledic, ki bi ob njenem izstopu utegnile doleteti tako Grčijo, kakor tudi preostale države članice evroobmočja. Glavni razlog zakaj je temu tako, je na kratko najbolje povzel zunanji minister VB in nekdanji predsednik odbora ministrov Sveta Evrope, William Hague, ki je članstvo v evroobmočju primerjal z ujetostjo v stavbi, ki gori in nima požarnih izhodov²⁶¹.

Pred sprejetjem Lizbonske pogodbe leta 2007, namreč skupnostna zakonodaja izstopa države članice iz EU sploh ni predvidevala, oziroma je bil ta teoretično mogoč le ob pogajanjih, soglasnem strinjanju in posledični spremembi Pogodbe, ki ureja delovanje EU²⁶².

²⁵⁸ Damijan P. Jože: Mlačno in nekoristno, stran 6.

²⁵⁹ Credit FAQ: Factors behind our rating actions on eurozone sovereign governments, spletna stran S&P: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245327305715>.

²⁶⁰ Kollwe Julia: "Grexit"-how does a country leave the euro?

²⁶¹ Elliot Larry, Inman Phillip: Eurozone in new crisis as ratings agency downgrades nine countries.

²⁶² Athanassiou Phoebus: Withdrawal and expulsion from the EU and EMU-some reflections, stran 30.

Kot že omenjeno, je bila možnost izstopa iz EU dodana s sprejetjem Lizbonske pogodbe leta 2007, in sicer v njenem 50. členu²⁶³. Kljub temu je potrebno poudariti, da omenjeni člen ne omenja možnosti izstopa iz evroobmočja, temveč zgolj izstop iz EU, zaradi česar v skladu s skupnostno zakonodajo izstop iz evroobmočja, brez izstopa iz EU, pravno ni mogoč. Participacija v EMU je namreč pravna obveznost vseh držav članic EU²⁶⁴.

Izstop iz EU (šlo bi za t.i. dogovorjeni prostovoljni izstop, eng. negotiated voluntary withdrawal), bi Grčija tako morala naznaniti Svetu, le ta pa bi nato določil smernice za nadaljnji odnos Grčije in preostalih članic EU. Opisani izstop bi bil dokončen, kar pomeni, da bi morala Grčija za ponovni vstop v EU zaprositi, evropski voditelji pa so že glasno izjavili, da bi ob ponovnih pristopnih pogajanjih previdno preučili, ali Grčija dejansko izpolnjuje vse pristopne pogoje²⁶⁵.

Kaj pa bi izstop Grčije pomenil za evroobmočje? Kot navaja **Jus**²⁶⁶ je ena izmed značilnosti denarnih obveznosti ta, da niti okoliščine, ki izhajajo iz sfere dolžnika, kot na primer nezmožnost izpolnitve dolžniških obveznosti, niti okoliščine, ki izhajajo iz sprememb monetarnega sistema, dolžnika ne odvežejo njegovih denarnih obveznosti²⁶⁷. Slednje pomeni, da bi bila Grčija ob izstopu iz evroobmočja še vedno zavezana izpolniti svoje dolžniške obveznosti.

Ob tem pa se zastavi naslednje vprašanje, in sicer: v kateri valuti bi Grčija poplačala prejeta posojila?²⁶⁸ Dejstvo je, da bi se tuji posojilodajalci zaradi razvrednotenja nove grške valute najverjetneje otepali poplačila v njej in želeli poplačilo v evrih, medtem pa bi slednje za Grčijo utegnilo predstavljati preveliko breme in možnost, da Grčija svojih obveznosti ne bi bila zmožna odplačati v celoti²⁶⁹. V obeh primerih je dokaj verjetno, da bi tuji upniki utrpeli izgube²⁷⁰, bodisi v obliki odpisov, bodisi v obliki reprogramiranja dolgov. Nezmožnost poplačila dolžniških obveznosti pravočasno in v celoti, pa bi morda utegnila negativno vplivati tudi na določene finančne institucije, ki bi bile v primeru defaulta Grčije zaradi obsežnosti izplačil zamenjav kreditnega tveganja, nezmožne izvršiti le te v celoti. Zaradi medsebojne povezanosti pa bi izgube najverjetneje utrpele

²⁶³ V skladu s 50. členom Lizbonske pogodbe (UL C 115, 9.5.2008) se lahko vsaka država članica odloči za izstop iz EU, o svoji nameri pa mora obvestiti Svet. Le ta določi smernice, ki so podlaga za sklenitev sporazuma o podrobnostih izstopa oziroma določitev okvira za njun nadaljnji odnos. Vir: Pogosta vprašanja, spletna stran evropa.gov.si: http://www.evropa.gov.si/si/vsebina/pogosta-vprasanja/pogosta-vprasanja/news/e949fc377e/?tx_evropafaq_pi1%5Bq%5D=582.

²⁶⁴ Athanassiou Phoebus: Withdrawal and expulsion from the EU and EMU-some reflections, stran 28.

²⁶⁵ Prav tam, stran 28.

²⁶⁶ Jus Miran: Denarne obveznosti po izstopu države iz EMU, stran 6.

²⁶⁷ Prav tam, stran 6.

²⁶⁸ Prav tam, stran 6.

²⁶⁹ Sivy Michael: Euro Crisis: Why a Greek exit could be much worse than expected.

²⁷⁰ Samo Nemčija naj bi bila do Grčije izpostavljena v višini 100 milijard evrov oziroma 4% svojega BDP. Vir: Damijan P. Jože: Mlačno in nekoristno, stran 6.

tudi banke imetnice grškega dolga ter države, katerih banke držijo grški dolg, morda celo do te mere, da bi morale nekatere, najbolj šibke med njimi, zaradi odobritve finančne pomoči bančnemu sektorju prav tako zapustiti evroobmočje²⁷¹.

Dejstvo je, da nihče ne more v celoti predvideti, kaj bi izstop Grčije dejansko pomenil za državo izstopnico samo, kakor tudi za preostale države članice evroobmočja, zato bo za kaj podrobnejšega od zgolj napovedi, potrebno počakati do konca zadnjega dejanja, če bo do njega sploh prišlo.

Vse napisano, kljub temu, da je opisano na primeru Grčije, z manjšimi spremembami oziroma prilagoditvami velja tudi za katerokoli drugo državo članico EMU, ki bi iz skupne monetarne unije želela izstopiti.

3.5.4. Izključitev Grčije ali katerekoli druge države članice iz evroobmočja

Ko že govorimo o prostovoljnem izstopu Grčije iz evroobmočja, velja napisati še nekaj besed na temo izključitve Grčije ali katerekoli druge države članice skupne valute, iz evroobmočja. Pri tem se postavlja vprašanje ali bi države članice lahko omenjeno dosegle proti volji izključene države?

Slednje bi se na primer utegnilo zgoditi, če bi države članice EMU ugotovile, da lahko rešijo evro zgolj, če določena država ali morda večje število le teh območje skupne valute zapusti, ker naj bi le na takšen način ponovne uspele okrepiti svojo konkurenčnost.

Athanassiou²⁷² ugotavlja, da trenutno ne obstaja nikakršna določba, ki bi omogočala, da se lahko državo članico izključi bodisi iz EU, bodisi iz EMU. O tem se je sicer že večkrat razpravljalo na medvladnih konferencah, nazadnje ob oblikovanju Lizbonske pogodbe, a je bila ideja na koncu vedno opuščena. Po mnenju avtorja je to tudi pravilno, saj bi bila uvedba omenjene določbe ne le pravno, temveč tudi konceptualno vprašljiva.

3.5.5. Nadzorovana ločitev držav članic evroobmočja

Gre predvsem za situacijo, ko bi se države članice evroobmočja zaradi nestrinjanja v pogledih pri reševanju dolžniške krize evra utegnile dogovoriti za nadzorovano ločitev in ustanovitev dveh območij, prvega s severno in drugega z južno evropsko valuto oziroma evroobmočja, ki bi ga na eni

²⁷¹ Kolewe Julia: "Grexit"-how does a country leave the euro?

²⁷² Athanassiou Phoebus: Withdrawal and expulsion from the EU and EMU-some reflections, stran 32.

strani sestavljale zdajšnje periferne države članice evroobmočja, na drugi strani pa države članice, ki predstavljajo jedro evroobmočja.

3.5.6. Širitev mandata ECB

Tekom dolžniške krize evra je bilo mogoče zaslediti številna mnenja oziroma predvsem kritike povezane z ukrepanjem ECB. Mnogi namreč kljub zavedanju, da ECB v skladu s svojo politiko oziroma omejitvami skupnostne zakonodaje ne more sprejemati določenih ukrepov²⁷³ vseeno menijo, da omenjene krize brez intervencije ECB ni mogoče rešiti.

ECB jo do sedaj EMU sicer nudila "pomoč" v obliki zniževanj obrestnih mer, 3-letnih posojil z nizko obrestno mero, namenjenih sprostitvi kreditnega krča bančnega sektorja, neomejenim nakupom državnih obveznic na sekundarnem trgu ter posredno v vlogi nadzornika bančnega sistema pri ukrepu neposredne dokapitalizacije bank iz sklada EFSF oziroma kasneje iz sklada ESM.

Vendar mnogi menijo, da ECB za reševanje skupne valute ni storila dovolj predvsem na področju blaženja recesije preko znižanja obsega varčevalnih ukrepov, ki se za periferne države zahteva v letu 2013, na področju kapitalne neustreznosti evropskih bank, ki ustvarja kreditne krče širom periferije ter na področju omilitve težkega gospodarskega in političnega položaja, s katerim se sooča Grčija²⁷⁴.

Po drugi strani zagovorniki ECB menijo, da je pravilno, da slednja zagotavlja potrebno pomoč, vendar se države članice in banke EMU ne morejo zgolj zanašati na konstantno pomoč in pričakovati, da bo ECB reševala probleme, ki ležijo zunaj njene pristojnosti, medtem ko same ne želijo sprejeti potrebnih reform²⁷⁵. ECB je z ukrepi, sprejetimi v skladu s podeljenim mandatom, sicer znižala tveganja v evroobmočju in vrnila zaupanje vlagateljev, vendar le ti v nikakršni meri niso in ne morejo rešiti strukturnih problemov skupne evrske valute, saj so na koncu države članice tiste, ki morajo sprejeti in izvajati ključne reforme za izstop evroobmočja iz dolžniške krize.

Dejstvo je, da nihče ne more v celoti predvideti, na kakšen način in kdaj se bo končala dolžniška kriza evra in kakšne posledice bodo ob tem utrpele države članice evroobmočja, upamo lahko le, da

²⁷³ Mandat ECB je namreč omejen na omejevanje inflacije, skupnostna zakonodaja pa ECB in nacionalnim centralnim bankam prepoveduje neposreden nakup državnih obveznic držav članic v težavah, saj slednje predstavlja kršitev 123. člena PDEU. Vir: Pogodba o delovanju EU, Consolidated version of the Treaty on the functioning of the EU, Official Journal of the EU, stran 53.

²⁷⁴ Lachman Desmond: Has the ECB really solved the Euro Crisis?.

²⁷⁵ Kuehnen Eva: Praet says ECB cannot solve debt crisis alone.

se ne bodo uresničile misli izrečene s strani zgodovinarja Erica Hobsbawma: “Edina gotova stvar glede prihodnosti je ta, da bo presenetila tudi tiste, ki so jo najboljše predvideli”²⁷⁶.

4. ZAKLJUČEK

Glede na prebrano literaturo in preko zastavljenih tez sem ugotovila, da so bonitetne agencije v dolžniški krizi evra igrale zgolj stransko vlogo. Ključna vloga je namreč pripadla finančnim trgom.

Delovanje bonitetnih agencij tekom dolžniške krize evra je sicer bilo pristransko in neupravičeno, saj so bonitetne ocene držav članic evroobmočja zniževale pogosteje in globlje, pri tem pa so uporabljale drugačne kriterije kot za preostale države, ki so prav tako beležile visoke stopnje javnega dolga. Vendar tekom dolžniške krize evra, delovanje bonitetnih agencij očitno ni bil ključni oziroma glavni dejavnik, ki je vplival na vlagatelje oziroma finančne trge in posledično na poglobitev dolžniške krize evra. Finančni trgi so se v neki meri namreč, bodisi zaradi napak bonitetnih agencij v preteklosti, bodisi zaradi kakšnega povsem drugačnega razloga, prenehali zanašati in odzivati na podeljene bonitetne ocene držav oziroma se nanje niso odzivali enako kot nekoč.

Kljub temu menim, da bi bilo treba napačno in neupravičeno delovanje bonitetnih agencij sankcionirati, področje njihovega delovanja pa reformirati. Ob tem sem mnenja, da ukinitve bonitetnih agencij ni pravilna rešitev, saj menim, da nekateri vlagatelji niso v položaju, ko bi lahko sami ocenjevali določene finančne instrumente in/ali njihove izdajatelje, le ti se tako še vedno v veliki meri zanašajo na izdane bonitetne ocene, ki jim nudijo preproste in razumljive informacije. Teme na kakšen način bi bilo treba spremeniti oziroma prilagoditi vlogo in delovanje bonitetnih agencij, se na tem mestu ne bom dotaknila, saj sem tekom pisanja diplomske naloge ugotovila, da le ta zajema preveliko količino mnenj, predlogov in nato še nasprotnih predlogov za to mesto.

Tako se bom raje vrnila na dolžniško krizo evra in vlogo, ki so jo v njej, po mojem mnenju, igrale bonitetne agencije. Kot sem že omenila, se finančni trgi že vse od svetovne finančne krize v letih 2008 in 2009 na podeljene bonitetne ocene ne odzivajo več tako kot v preteklosti. V ameriški krizi javnega dolga leta 2011 so se finančni trgi tako ob znižanju bonitetne ocene ZDA, sicer zgolj za eno stopnjo in le enkrat, vendar ob dejstvu, da je bilo to prvo znižanje bonitetne ocene v zgodovini

²⁷⁶ Customer reviews The Age of Empire, Eric Hobsbawm.

ZDA, odzvali povsem nepričakovano, saj so se obrestne mere ameriških državnih obveznic pošteno znižale.

Situacija v dolžniški krizi evra sicer ni bila povsem identična, saj so se finančni trgi na razmere v evroobmočju odzvali z močnim povišanjem stroškov zadolževanja držav članic evroobmočja, vendar kljub temu podobna, saj sem preko zastavljenih tez in na podlagi prebrane literature ugotovila, da so finančni trgi v manj kot polovici primerov znižanjem bonitetnih ocen držav sledili s povišanjem stroškov njihovega zadolževanja. Slednje namreč pomeni, da finančne trge očitno niso vodile informacije pridobljene s strani bonitetnih agencij, temveč lastna pobuda.

Še več, ugotovljeno dejstvo, da naj bi na finančne trge bolj kot znižanja bonitetnih ocen vplivali podeljeni negativni obeti celo nakazuje, da so finančni trgi že na podlagi podeljenih negativnih obetov očitno povišali stroške zadolževanja držav, medtem ko so se bonitetne agencije na omenjena povišanja stroškov zadolževanja držav članic evroobmočja odzvale z znižanjem njihovih bonitetnih ocen. Omenjeno naj bi tako ustvarilo situacijo, v kateri so se bonitetne agencije zgolj odzivale na dogodke, ki so se na finančnih trgih že dogodili.

Podobno kot v ameriški krizi javnega dolga, kjer po mojem mnenju finančni trgi niso sledili podeljenim bonitetnim ocenam predvsem zaradi preteklih napak bonitetnih agencij in dejstva, da so vlagatelji očitno ocenili, da so ameriške državne obveznice varna naložba, so razlogi za delovanje finančnih trgov v evropski dolžniški krizi po mojem mnenju prav tako posledica nezaupanja bonitetnim agencijam ter nezaupanja v samo evroobmočje.

Kot razloge za prvo lahko navedem predvsem preteklo neuspešno delovanje bonitetnih agencij in morda celo dejstvo, da so finančni trgi, ob večletnem zatrjevanju bonitetnih agencij, da so podeljene bonitetne ocene zgolj mnenja, in ne priporočila glede nakupa ali prodaje določenega finančnega instrumenta, končno začeli le te, kot take tudi obravnavati.

Razlogi za nezaupanje v evroobmočje pa po mojem mnenju ležijo v strukturnih napakah evropske monetarne unije. Tako naj omenim predvsem monetarno unijo, ki je "prva svoje vrste", prevelike razlike med periferijo in jedrom evroobmočja, dalj časa trajajoče neizpolnjevanje in nesankcioniranje Maastrichtskih kriterijev ter neuspešno in nepravilno spopadanje evropskih politikov s samo dolžniško krizo evra.

Bonitetne agencije so s pristranskim in neupravičenim delovanjem ter množičnimi znižanji bonitetnih ocen držav članic evroobmočja sicer vplivale na finančne trge, vendar njihov vpliv ni bil tako močan kot so se je sprva zatrjevalo. Dejstvo je, da so bili finančni trgi tisti, ki so na koncu, na

lastno pobudo ocenili, da državne obveznice določenih držav članic evroobmočja očitno niso varna naložba.

Za konec naj tako povzamem le še misel ekonomista Willem Butler-ja, ki je izjavil, da je kriviti bonitetne agencije za nastalo dolžniško krizo evra podobno temu, da vržemo stran termometer samo zato, ker je pokazal da imamo vročino²⁷⁷.

5. LITERATURA IN VIRI

Afonso Antonio, Gomes Pedro, Rother Philipp: What "hides" behind sovereign debt ratings?, Working Paper series No. 711 Januar 2007, ECB 2007.

Afonso Antonio, Furceri Davide, Gomes Pedro: Sovereign credit ratings and financial markets linkages, application to European data, ECB Working paper series No 1347, Junij 2011, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1347.pdf>, september 2012.

A Guide to Moody's Sovereign Ratings, Avgust 2006, spletna stran Moody's: <http://www.moodys.com.br/brasil/pdf/SovGuide2006.pdf>, avgust 2012.

Alessi Christopher: The Eurozone in crisis, 23. julij 2012, Council on foreign relations: <http://www.cfr.org/eu/eurozone-crisis/p22055>, oktober 2012.

Allen Katie: Greece secures private-sector backing for crucial debt swap, 9. marec 2012, The Guardian: <http://www.guardian.co.uk/business/2012/mar/09/greece-private-sector-backing-debt-swap>, september 2012.

Athanassiou Phoebus: Withdrawal and expulsion from the EU and EMU-some reflections, december 2009, ECB Legal working paper series No 10, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scplps/ecblwp10.pdf>, november 2012.

Bacon Derek: The Greek run, 19. maj 2012, The Economist: <http://www.economist.com/node/21555572>, september 2012.

Baden Ben: Meet 3 ratings agencies that have already downgraded the U.S., 22. julij 2011, US News, <http://money.usnews.com/money/business-economy/articles/2011/07/22/meet-3-ratings-agencies-that-have-already-downgraded-the-us>, september 2012.

Bailey Kirk: What Does the U.S. Credit Rating Downgrade Really Mean?, avgust 2011, spletna stran Dummies.com: <http://www.dummies.com/how-to/content/what-does-the-us-credit-rating-downgrade-really-me.html>" <http://www.dummies.com/how-to/content/what-does-the-us-credit-rating-downgrade-really-me.html>, julij 2012.

²⁷⁷ Green Megan: Ratings agencies running the show in Ireland and Europe.

Baker Luke: Europe alleges that credit rating agencies are bias against EU, 6. julij 2011, spletna stran Huffington Post Business: http://www.huffingtonpost.com/2011/07/06/europe-vs-credit-raters_n_891244.html, junij 2012.

BBC News Business: Timeline-The unfolding eurozone crisis, 13 junij 2012, spletna stran BBC: <http://www.bbc.co.uk/news/business-13856580>, avgust 2012.

BBC News Business: Spain credit rating cut by S&P to BBB-, 10. oktober 2012, spletna stran BBC News: <http://www.bbc.co.uk/news/business-19905747>, november 2012.

Berenson Alex: Debt rankings finally fizzle, but the deal fizzled first, 29. november 2001, The New York Times: <http://www.nytimes.com/2001/11/29/business/29RATI.html>, januar 2012.

Bhatia Ashok Vir: Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation, Oktober 2002, IMF Working Paper, IMF 2002.

Biček Robert: Reševanje nemških bank ali bolni zdravega nese, 29. september 2012, Časopis Dnevnik, priloga Objektiv, stran 13.

Bijlsma Michiel, Vallee Shahin: The creation of euro area financial safety nets, Bruegel working paper, Julij 2012, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/732-the-creation-of-euro-area-financial-safety-nets/>, avgust 2012.

Blackden Richard: SEC investigates role of ratings agencies Moody's and Standard & Poor's ahead of the financial crisis, 18. november 2011, The Telegraph: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/8583387/SEC-investigates-role-of-ratings-agencies-Moodys-and-Standard-and-Poors-ahead-of-the-financial-crisis.html>, januar 2012.

Blackstone Brian, Walker Marcus: European Bank Chief Pushes Back, 19. november 2011, The Wall Street Journal: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204517204577046501705055174.html>, januar 2012.

Bloomberg: German government bonds, 20. januar 2013, Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany/>, januar 2013.

Bonitetne agencije morajo nositi več odgovornosti za svoje ocene, vir: spletna stran Evropskega parlamenta: <http://www.europarl.europa.eu/news/sl/headlines/content/20110526FCS20303/2/html/Bonitetne-agencije-morajo-nositi-ve%C4%8D-odgovornosti-za-svoje-ocene>, januar 2012.

Bonitetne hiše potrle francoskega premierja, 17. januar 2012, časopis Dnevnik: <http://www.dnevnik.si/svet/1042502682>, marec 2012.

Bonitetne ocene: Pravica ali krivica?, Tema meseca, Oktober 2011, Perspektiva DZU, d.o.o.: http://www.perspektiva.si/fileadmin/perspektiva/dokumenti/Tema_meseca/Tema_meseca_oktober_2011_-_Bonitetne_ocene.pdf, 3. oktober 2011.

Bratanič Jan: Paul Krugman: Prihodnost evra v rokah Frankfurta in Berlina, 6. oktober 2012, časopis Dnevnik, stran 9.

Bratanič Jan: ECB slovenskim bankam ne bo zaprla vrat, 26. januar 2012, Časopis Dnevnik: <http://www.dnevnik.si/poslovni-dnevnik/poslovni/novice/1042505002>, januar 2012.

Bratanič Jan, Svenšek Katja: Skoraj ni gospodarskega projekta, ki bi prenesel trenutne obrestne mere, 17. januar 2012, Časopis dnevnik: <http://www.dnevnik.si/poslovni-dnevnik/poslovni/novice/1042502727>, januar 2012.

Bratanič Jan, Svenšek Katja: Omejitev zadolževanja z ustavo večini članic EU ne diši, 25. januar 2012, Časopis Dnevnik: <http://www.dnevnik.si/poslovni-dnevnik/poslovni/novice/1042504798>, januar 2012.

Bruselj bo predlagal spremembe pravil za bonitetne agencije, 15. november 2011, časopis Dnevnik: http://narocanje.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042487694, januar 2012.

Cantor Richard, Packer Frank: Determinants and Impacts of Sovereign Credit Ratings, Oktober 1996, FRBNY Economic Policy Review, <http://www.newyorkfed.org/research/epr/96v02n2/9610cant.pdf>, maj 2012.

Chambers John, Gurwitz Zev: Sovereign Defaults and Rating Transition Data, 2011 Update, 2. marec 2012, spletna stran Standard&Poor's: http://img.en25.com/Web/StandardPoorsRatings/Sov_Default_2011.pdf, junij 2012.

Cha Eunjung Ariana, U.S. credit rating downgrade: the Armageddon scenario, 19. april 2011, Washington Post, http://www.washingtonpost.com/blogs/political-economy/post/us-ratings-downgrade-the-armageddon-scenario/2011/04/19/AFnE0n5D_blog.html, september 2012.

Chibber Kabir: How would Greece leave the euro?, 9. maj 2012, BBC News: <http://www.bbc.co.uk/news/business-15575751>, november 2012.

Ciovacco Chris: European debt crisis explained, 18. december 2011, YouTube: <http://www.youtube.com/watch?v=LKsZ1hqHBHU&feature=endscreen&NR=1>, september 2012.)

Coffee John C. Jr, Understanding Enron: It's about the gatekeepers, stupid, 30. julij 2002, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 207, <http://mba.tuck.dartmouth.edu/mdm/AlumniLearningLinks/CoffeeOnEnron.pdf>, september 2012.

Coggan Philip: The debt trap: ranking the suspects, 1. februar 2010, The Economist: Buttonwood's notebook: financial markets: http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2010/02/debt_crisis_-_how_countries_rank, september 2012.

Cotterill Joseph: S&P downgrades Spain to AA, 28. april 2010, Financial Times, spletna stran: <http://ftalphaville.ft.com/blog/2010/04/28/214791/sp-downgrades-spain-to-aa/>, avgust 2012.

Coulter Carol: European solution to euro crisis is "wrong", 1. oktober 2012, The Irish Times: <http://www.irishtimes.com/newspaper/finance/2012/1001/1224324667785.html>, november 2012.

Council reaches agreement on measures to strengthen economic governance, 15. marec 2011, Council of the EU, Reference: PRES/11/63, http://europa.eu/rapid/press-release_PRES-11-63_en.htm?locale=en, oktober 2012.

Credit rating agencies: MEPs want less reliance on "big three", 20.12.2011, spletna stran Evropskega parlamenta: <http://www.europarl.europa.eu/news/en/pressroom/content/20111219IPR34550/html/Credit-rating-agencies-MEPs-want-less-reliance-on-big-three>, maj 2012.

Credit Rating Agencies-NRSROs, 12. maj 2011, spletna stran U.S. Securities and Exchange Commission: <http://www.sec.gov/answers/nrsro.htm>, avgust 2012.

Customer reviews: The Age of Empire, Eric Hobsbawm, december 2004, amazon.com: <http://www.amazon.com/Age-Empire-1875-1914-Eric-Hobsbawm/dp/0679721754>, december 2012.

Cvelbar Matic, STA: Pojem zlato pravilo ni fiskalno pravilo?, 19. avgust 2012, časopis Finance: <http://www.finance.si/992881/Pojem-zlato-pravilo-ni-fiskalno-pravilo>, oktober 2012.

Damijan P. Jože: Mlačno in nekoristno, 16. junij 2012, časopis Dnevnik, priloga Objektiv, stran 6.

Damijan P. Jože: Zakaj so finančni trgi v zvezi s Slovenijo ponoreli?, 16. avgust 2012, časopis Finance: <http://www.finance.si/680816/Zakaj-so-financi-trgi-v-zvezi-s-Slovenijo-ponoreli>, oktober 2012.

Damijan P. Jože: Fiskalna konsolidacija v času depresije je samomor, 2. oktober 2012, Damijan blog: <http://damijan.org/2012/10/02/fiskalna-konsolidacija-v-casu-depresije-je-samomor/>, november 2012.

De Grauwe Paul, Ji Yuemei: Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone, 1. januar 2012, Center for European Policy Studies Working document, No. 361.

DeLong Bradford J.: Stage three for the Euro crisis?, 27. september 2012, blog Project Syndicate: <http://www.project-syndicate.org/commentary/northern-southern-europe-european-union-by-j-bradford-delong>, oktober 2012.

De Santis Roberto: The Euro area sovereign debt crisis: Safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal. European Central Bank. Working Paper series No. 1419, februar 2012.

Detrixhe John, Faux Zeke in Linsell Katie: Austerity doesn't pay as debt markets ignore rating cuts, 19. junij 2012, Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-18/austerity-doesn-t-pay-as-debt-markets-ignore-rating-cuts.html>, september 2012.

Detrixhe John, U.S. loses AAA credit rating as S&P slams debt levels, political process, 6. avgust 2011, spletna stran Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2011-08-06/u-s-credit-rating-cut-by-s-p-for-first-time-on-deficit-reduction-accord.html>, avgust 2012.

Detrixhe John, Egan-Jones cuts U.S. rating to AA- after Fed adds to stimulus, 14. september 2012, Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/news/2012-09-14/egan-jones-cuts-u-s-rating-to-aa-after-fed-adds-to-stimulus.html>, september 2012.

Dorgan George: Eurobonds, fiscal or banking union are all pure utopia, 31. avgust 2012, SNBCHF.com: <http://snbchf.com/2012/08/eurobonds-pure-utopia/>, november 2012.

Dorning Mike, Detrixhe John, Katz Ian: Downgrade Anniversary shows investors gained buying U.S., Bloomberg News, 16. julij 2012, <http://www.bloomberg.com/news/2012-07-16/downgrade-anniversary-shows-investors-gained-buying-u-s-.html>, september 2012.

Dunbar Nicholas, Martinuzzi Elisa: Goldman secret Greece loan shows two sinners as client unravels, 6. marec 2012, Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/news/2012-03-06/goldman-secret-greece-loan-shows-two-sinners-as-client-unravels.html>, maj 2012.

Elliot Larry, Inman Phillip: Eurozone in new crisis as ratings agency downgrades nine countries, 14. januar 2012, The Guardian: <http://www.guardian.co.uk/business/2012/jan/13/eurozone-crisis-france-credit-rating-aaa>" <http://www.guardian.co.uk/business/2012/jan/13/eurozone-crisis-france-credit-rating-aaa>, junij 2012.

Elliot Larry, Traynor Ian: Greek debt crisis: Europe feels schokwaves as bailout falters, 28. April 2013, The Guardian, www.guardian.co.uk/business/2010/apr/28/greek-debt-crisis-europe-bailout, januar 2013.

Ellis John: Why A US Credit Rating Downgrade Isn't Going To Happen, 2. avgust 2011, Business Insider: <http://articles.businessinsider.com/2011-08>" <http://articles.businessinsider.com/2011-08> 02/politics/30061498_1_credit-rating-moody-s-investor-services-global-economy, julij 2012.

Enron ratings chronology since October 15, 2001, 18. marec 2002, Swissait: http://www.swissait.com/SAVdb/files/enron_and_s__p.htm" http://www.swissait.com/SAVdb/files/enron_and_s__p.htm, marec 2012.

European Commission: EU moves closer to banking union, 14. december 2012, spletna stran EK: http://ec.europa.eu/news/economy/121214_en.htm, januar 2013.

Euromonitor International: The US Debt Crisis and Downgraded Credit Rating has Global Implications, 31. avgust 2011, Euromonitor International: <http://blog.euromonitor.com/2011/08/the-us-debt-crisis-and-downgraded-credit-rating-has-global-implications.html>, julij 2012.

European Debt Crisis, 6. december 2012, The New York Times: http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/e/european_sovereign_debt_crisis/index.html, september 2012.

EU ratifies crisis makeover to Stability and Growth Pact, 30. september 2011, Euractiv: <http://www.euractiv.com/euro-finance/eu-ratifies-crisis-makeover-stab-news-507996>, oktober 2012.

Europe press release: Stability and Growth Pact reform: Commission proposes to amend underlying regulations, 20. april 2005, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-05-449_en.htm?locale=en, oktober 2012.

Eurostat news release: Euro area government debt down to 87.4% of GDP EU27 up to 82.2%, 6. februar 2012, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-06022012-AP/EN/2-06022012-AP-EN.PDF, november 2012.

Evropa bo dobila svojo bonitetno agencije, 29. april 2012, spletna stran RTV Slovenije: <http://www.rtvlo.si/gospodarstvo/evropa-bo-dobila-svojo-bonitetno-hiso/282092>, maj 2012.

Furman Jason, Stieglitz Joseph E., Bosworth Barry P., Radelet Steven: Economic Crises: Evidence and insights from East Asia, Brookings Paper on Economic Activity. Vol.1998, No.2, pp. 1-135.

Foley-Fisher Nathan: Explaining Sovereign Bond-CDS Arbitrage Violations During the Financial Crisis 2008-09, oktober 2010, http://www.webmeets.com/files/papers/SAEE/2010/482/JMP_Nathan_Foley_Fisher.pdf, september 2012.

Gaertner Manfred, Griesbach Bjorn: Rating agencies, self-fulfilling prophecy and multiple equilibria? An empirical model of the European sovereign debt crisis 2009-2011, Junij 2012, Discussion Paper no. 2012-15, elektronska objava: <http://www1.vwa.unisg.ch/RePEc/usg/econwp/EWP-1215.pdf> <http://www1.vwa.unisg.ch/RePEc/usg/econwp/EWP-1215.pdf> , avgust 2012.

Gaspari Mitja: Problemi in poti reševanja krize, 27. oktober 2012, časopis Dnevnik, priloga Objektiv, stran 11.

Gauthier-Villars David, Forelle Charles: Europe hit by downgrades, 14. januar 2012, The Wall Street Journal: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204542404577158561838264378.html>" <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204542404577158561838264378.html>, junij 2012.

Glass-Steagall Act (1933), The New York Times, Times Topics: http://topics.nytimes.com/topics/reference/timestopics/subjects/g/glass_steagall_act_1933/index.html, december 2012.

Goldstein Steve: S&P, Fitch lower Italy's credit rating, 19. oktober 2006, The Wall Street Journal, spletna stran: <http://www.marketwatch.com/story/sp-and-fitch-cut-italys-credit-rating-citing-deficit>, avgust 2012.

Gortsos Christos: The Greek banking system during the Greek debt crisis, september 2011, predstavitev Hellenic Bank Association.

Greek debt default: Investors' and Risk Managers' Perspective, april 2012, <http://www.riskdata.com/resources/greek-debt.html>, september 2012.

Greek Sovereign CDS Credit Event Frequently Asked Questions, 9. marec 2012, spletna stran ISDA: <http://www2.isda.org/greek-sovereign-cds/>, oktober 2012.

Greene Megan: Ratings agencies running the show in Ireland and Europe, 20. julij 2011, spletna stran The Guardian: <http://www.guardian.co.uk/business/ireland-business-blog-with-lisa-ocarroll/2011/jul/20/ratings-agencies-ireland-europe>, julij 2012.

Guardian.co.uk: What is the stability and growth pact?, 27. november 2003, The Guardian: <http://www.guardian.co.uk/world/2003/nov/27/qanda.business>, oktober 2012.

Harrison Edward, What are the differences between QE1, QE and QE2?, 20. junij 2011, Credit writedowns: <http://www.creditwritedowns.com/2011/06/qa1-versus-qa2-versus-qa3.html>, november 2012.

Hill, Claire A.: Why Did Anyone Listen to the Rating Agencies After Enron?, 26. avgust 2009, Vol. 4, No. 2, str. 283-294, University of Maryland, spletna stran: http://www.law.umaryland.edu/academics/journals/jbtl/issues/4_2/4_2_283_Hill.pdf, februar 2012.

Hill, Claire A.: Regulating the Rating Agencies, 2004, Washington University Law Quarterly, Vol. 82, p. 43, spletna stran: <http://ssrn.com/abstract=452022>" <http://ssrn.com/abstract=452022>, marec 2012.

Hill, Claire A.: Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform, 2011, University of Minnesota Law School, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 11-37, spletna stran: <http://ssrn.com/abstract=1922865>" <http://ssrn.com/abstract=1922865>, februar 2012.

Hojnik Janja: Pravni vidiki reforme gospodarskega upravljanja v EMU, 31. maj 2012, Pravna praksa-2012, številka 21, stran 31, GV Založba.

Hren Barbara, Zimic Srečko: Ekonomska neravnovesja med severom in jugom, stava na garažne podjetnike, 24. november 2012, časopis Dnevnik, priloga Objektiv, stran 4 in 5.

Iman Phillip: Greek debt crisis, timeline, 9. marec 2012, spletna stran The Guardian: <http://www.guardian.co.uk/business/2012/mar/09/greek-debt-crisis-timeline>, maj 2012.

Investopedia, spletna stran: <http://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp#axzz2DJvrxDIS>, november 2012.

ISDA EMEA Determinations Committee: Restructuring Credit Event Has Occurred with Respect to The Hellenic Republic, News release, 9. marec 2012, <http://www2.isda.org/news/isda-emea-determinations-committee-restructuring-credit-event-has-occurred-with-respect-to-the-hellenic-republic>, oktober 2012.

Jeram Jan: Vloga bonitetnih agencij in reguliranje njihovega delovanja, 1. marec 2012, št. 8, Pravna praksa, Priloga.

Jonung Lars, Drea Eoin: The Euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last, US economists on the EMU, 1989-2002, 10. november 2009, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication16345_en.pdf, oktober 2012.

Jus Miran: Denarne obveznosti po izstopu države iz EMU, 7. junij 2012, Pravna praksa-2012, številka 22, stran 6, GV Založba.

Kaminska Izabella: S&P cuts Portugal's ratings two notches to A-, 27. april 2012, Financial Times, spletna stran: <http://ftalphaville.ft.com/blog/2010/04/27/213326/sp-cuts-portugals-ratings-two-notches-to-a/>, avgust 2012

Kenda Albina: Bonitetne agencije potrebujejo strožja pravila, 15. november 2011, spletni časopis Finance: <http://www.finance.si/330258/Bruselj-bonitetne-agencije-potrebujejo-strojja-pravila> januar 2012.

Kenny Thomas: What is the European Debt Crisis?, About.com: <http://bonds.about.com/od/advancedbonds/a/What-Is-The-European-Debt-Crisis.htm>, september 2012.

Kerley David, Arnall Dan: Standard & Poor's Defends Lowering U.S. Credit Rating, 6. avgust 2011, spletna stran ABC News: <http://abcnews.go.com/Business/standard-poors-defends-lowering-us-credit-rating/story?id=14245427>" <http://abcnews.go.com/Business/standard-poors-defends-lowering-us-credit-rating/story?id=14245427>, julij 2011.

Kiff John, Nowak Sylwia, Schumacher Liliana: Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings, januar 2012, IMF Working paper, http://www.economy.gov.ae/Arabic/DocLib/IMF%20Working%20Paper_CRA%202012.pdf, maj 2012.

Kocbek Darja: Bonitetne agencije in njihove ocene, 16. december 20120, Mladina št. 50: <http://www.mladina.si/52621/bonitetne-agencije-in-njihove-ocene/>, januar 2012.

Kollewe Julia: Eurozone debt deal reaction-as it happened, 27. oktober 2011, The Guardian Business Blog: <http://www.guardian.co.uk/business/blog/2011/oct/27/eurozone-debt-deal-live-coverage-reaction>, september 2012.

Kollewe Julia: How does a country leave the euro?, 15. maj 2012, Aol: <http://money.aol.co.uk/2012/05/15/grexit-how-does-a-country-leave-the-euro/>, november 2012.

Kollewe Julia: Euro rebounds from 10-month dollar low, 26. marec 2010, The Guardian, spletna stran: www.guardian.co.uk/business/2010/mar/euro-rebounds-us-dollar-low, januar 2013.

Konczal Mike: A year after S&P's rating downgrade, US Treasuries trade 1% lower, 5. avgust 2012, Next New Deal, the blog of the Roosevelt Institute, <http://www.nextnewdeal.net/rortybomb/year-after-sps-rating-downgrade-us-treasuries-trade-1-lower>, september 2012.

Krugman Paul: The Conscience of a Liberal, 24. junij 2012, The New York Times, spletna stran: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/06/24/revenge-of-the-optimum-currency-area/>, avgust 2012.

Krugman Paul: Death of a Fairy Tale, 26. april 2012, The New York Times, The Opinion pages: http://www.nytimes.com/2012/04/27/opinion/krugman-death-of-a-fairy-tale.html?_r=0, september 2012.

Kuehnen Eva: Praet says ECB cannot solve debt crisis alone, 26. november 2012, Reuters: <http://www.reuters.com/article/2012/11/26/us-ecb-praet-idUSBRE8AP0YC20121126>, november 2012.

Lachman Desmond: Has the ECB really solved the Euro Crisis?, 25. september 2012, Yahoo Finance: <http://finance.yahoo.com/blogs/the-exchange/ecb-really-solved-euro-crisis-010007584.html>, november 2012.

Langerholc Domen: S&P prekinil rast, 18. januar 2012, Časopis Dnevnik: <http://www.dnevnik.si/mnenja/komentarji/1042503044>, januar 2012.

Leong Richard: Egan-Jones cuts U.S. rating on debt burden, 6. april 2012, Reuters, september 2012.

Lewis, Helen: Eurozone crisis: ratings agency downgrades nine countries, 14. januar 2012, New Statesman: <http://www.newstatesman.com/blogs/the-staggers/2012/01/french-economy-blow->

removing-2" <http://www.newstatesman.com/blogs/the-staggers/2012/01/french-economy-blow-removing-2>, avgust 2012.

Lugarič Karmen: Dvojna vloga bonitetnih agencij, 18. april 2011, Časopis Delo: <http://www.delo.si/brez%20kategorije/dvojna-vloga-bonitetnih-agencij.html>, januar 2012.

Luke Jim: Is debt-to-GDP a good measure?, 4. avgust 2012, EconProph: <http://econproph.com/2011/08/04/is-debt-to-gdp-a-good-measure/>, oktober 2012.

Mahn Kevin: Should the U.S. credit rating downgrade concern you?, 8. avgust 2011, Forbes: <http://www.forbes.com/sites/advisor/2011/08/08/should-the-u-s-credit-rating-downgrade-really-concern-you/> <http://www.forbes.com/sites/advisor/2011/08/08/should-the-u-s-credit-rating-downgrade-really-concern-you/>, julij 2012.

Manso Gustavo: Feedback Effects of Credit Ratings. 17. november 2011, American Economic Association, spletna objava: <http://faculty.haas.berkeley.edu/mopp/conference/manso.pdf> <http://faculty.haas.berkeley.edu/mopp/conference/manso.pdf>, januar 2012.

Markets and the euro crisis: Choose your poison, 21. november 2011, Economist: <http://www.economist.com/comment/1135346> <http://www.economist.com/comment/1135346>, januar 2012.

Marn Urša: Krivda bonitetnih agencij, 13. maj 20120, Mladina št. 19: http://www.mladina.si/50604/krivda_bonitetnih_agencij/?utm_source=tednik%2F201019%2Fkrivda%5Fbonitetnih%5Fagencij&utm_medium=web&utm_campaign=oldLink, januar 2012.

Mason Paul: Agencies and agency - getting the sequence right in the euro crisis, 18. januar 2012, BBC News Business: <http://www.bbc.co.uk/news/business-16613193>, september 2012.

McDermott John: Moody's downgrades Portugal on... Grece fears, 5. julij 2012, Financial Times, spletna stran: <http://ftalphaville.ft.com/blog/2011/07/05/613516/moodys-downgrades-portugal-on-greece-fears/>, avgust 2012.

Mead Nick, Blight Garry: Eurozone crisis: three years of pain, a timeline of key events, 2. november 2012, The Guardian: <http://www.guardian.co.uk/business/interactive/2012/oct/17/eurozone-crisis-interactive-timeline-three-years>, december 2012.

Measuring the measurers: Credit rating could do with more competition, and a bit more rigour, 31. maj 2007, The Economist: <http://www.economist.com/node/9267952>, maj 2012.

Mellios Constantin, Paget-Blanc Eric: Which factors determine sovereign credit ratings?, spletna stran: http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/169-mellios_paper.pdf, december 2012.

Mencinger Jože: Je evro mogoče rešiti s fiskalno unijo?, 31. maj 2012, Pravna praksa-2012, številka 21, stran 26, GV Založba.

Miller Simon: Who rates the rating agencies?, 2. junij 2011, Financial risks today: http://www.financialriskstoday.com/ratings_june.php http://www.financialriskstoday.com/ratings_june.php, junij 2012.

Moya Elena: Investors' fears grow over Greek economy, 30. november 2009, The Guardian, spletna stran: www.guardian.co.uk/business/2009/nov/30/greece-economy-budget-deficit-fears, maj 2012.

Moody's Investors Service: Rating Symbols and Definitions, stran 5, spletna stran bonitetne agencije Moody's: http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004, december 2012.

Monaghan Angela, Fletcher Richard: Eurozone will collapse this year, says Nouriel Roubini: 28. januar 2012, The Telegraph: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9046365/Eurozone-will-collapse-this-year-says-Nouriel-Roubini.html>" <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9046365/Eurozone-will-collapse-this-year-says-Nouriel-Roubini.html>, maj 2012.

Morgenson Gretchen: A Bank Crisis Whodunit, With Laughs and Tears, 29. januar 2012, The New York Times: http://www.nytimes.com/2011/01/30/business/30gret.html?_r=0, januar 2012.

Muir David: Financial markets rebound after Europe's leaders bail out Greece, 10. maj 2010, ABC world news, spletna stran: www.abcnews.go.com/WN/markets-rebound-european-leaders-bail-greece/story?id=10608764#.UZIK1c0RL5k, januar 2013.

Mullaney Tim: A year after downgrade, S&P's view on Washington unchanged, 7. avgust 2012, Usa Today Money, <http://usatoday30.usatoday.com/money/economy/story/2012-08-03/us-debt-downgrade-one-year/56832980/1>, september 2012.

Mullard Maurice: The credit rating agencies and their contribution to the financial crisis, The Political Quarterly, Vol. 83, No. 1, str. 77-95, januar-marec 2012, elektronska objava: <http://onlinelibrary.wiley.com/store/10.1111/j.1467-923X.2012.02268.x/asset/j.1467-923X.2012.02268.x.pdf?v=1&t=hb7sogt9&s=a095efd6416598fd693d7eaa82b85aee30400a4d>, maj 2012.

Mullineux Andy: The Eurozone crisis: escaping the "doom loop", 12. november 2012, University of Birmingham, elektronska objava: <http://ssrn.com/abstract=2176670>, november 2012.

Nelson M. Rebecca: Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress, 29. februar 2012, Congressional research service, <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R41838.pdf>, oktober 2012.

Nahtigal Matjaž: Kakšno Unijo potrebujemo državljani?, 16. junij 2012, časopis Dnevnik, priloga Objektiv, stran 7.

Newman Rick: Another U.S. credit downgrade is coming-and it won't matter, 20.11.2012, US News Money: <http://www.usnews.com/news/blogs/rick-newman/2012/11/20/another-us-credit-downgrade-is-comingand-it-wont-matter>, november 2012.

Oak Robert: Greece defaulted after all, 10. marec 2012, The Economist populist: <http://www.economicpopulist.org/content/greece-defaulted-after-all>, oktober 2012.

Greene Megan: Ratings agencies running the show in Ireland and Europe, 20. julij 2011, The Guardian: <http://www.guardian.co.uk/business/ireland-business-blog-with-lisa-ocarroll/2011/jul/20/ratings-agencies-ireland-europe>, maj 2012.

Odločitev ES z dne 3. maja 1998 v skladu s členom 109j(4) PES, 3. maj 1998, EUR-Lex: http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=en&type_doc=Decision&an_doc=1998&nu_doc=317, september 2012.

Odločitev ES 2000/427/EC, 1. januar 2001, EUR Lex: http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=en&type_doc=Decision&an_doc=2000&nu_doc=427, september 2012.

Panchuk Kerri Ann: Credit ratings agencies a “key cause” of the financial crisis: Senate report, 14. april 2011, Housingwire: <http://www.housingwire.com/news/credit-ratings-agencies-key-cause-financial-crisis-senate-report>, april 2012.

Partnoy Frank: How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers, University of San Diego, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 07/46, maj 2006.

Partnoy, Frank: The Paradox of Credit Ratings, 2001, University of San Diego Law & Econ Research Paper No. 20., spletna stran: <http://ssrn.com/abstract=285162>, marec 2012.

Partnoy, Frank: The Siskel and Ebert of financial markets?: Two thumbs down for the credit rating agencies, 1999, Washington University Law Quarterly, Vol. 77, number 3, spletna stran: HYPERLINK "<http://lawreview.wustl.edu/inprint/77-3/773-619.pdf>" <http://lawreview.wustl.edu/inprint/77-3/773-619.pdf>, februar 2012.

Persson Mats, Ruparel Raoul: The eurozone banking union: A game of two halves, december 2012, Open Europe, <http://www.openeurope.org.uk/Content/Documents/Pdfs/bankinguniontwohalves.pdf>

Peston Robert: S&P's logical but tactless eurozone warning, 5. december 2011, spletna stran BBC News, <http://www.bbc.co.uk/news/business-16043981>, junij 2012.

Petrakis Maria: Greece's Sovereign Credit Rating Cut to A- by S&P, 14. januar 2009, Bloomberg, spletna stran: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aklfQ2FM.8Zg&refer=home>, avgust 2012.

Peura Samu, Soininen Jarno: One, two, three, four types of default, 23. marec 2005, Sampo bank, elektronska objava: <http://ssrn.com/abstract=685881> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.685881>, september 2012.

Pogodba o delovanju EU, Consolidated version of the Treaty on the functioning of the EU, Official Journal of the EU C 83/47, 30. marec 2010, stran 53, spletna stran eur-lex europa: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:en:PDF>, avgust 2012.

Pogodba o ustanovitvi ESM, spletna stran Evropskega sveta: <http://www.european-council.europa.eu/media/582908/13-tesm2.sl12.pdf>, september 2012.

Pogosta vprašanja, 29. junij 2011, spletna stran evropa.gov.si: http://www.evropa.gov.si/si/vsebina/pogosta-vprasanja/pogosta-vprasanja/news/e949fc377e/?tx_evropafaq_pi1%5Bq%5D=582, november 2012.

Pollack Lisa: What comes first: European banking, political, or fiscal union?, 18. junij 2012, Financial Times, blog FT Alphaville: <http://ftalphaville.ft.com/2012/06/18/1048541/what-comes-first-european-banking-political-or-fiscal-union/>, september 2012.

Povšnar Tanja: Pakt stabilnosti in rasti-kritična analiza, diplomsko delo, avgust 2005, http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/povsnar1986.pdf, januar 2012.

Rating agencies running the show in Europe and US, spletna stran Euro area debt crisis: <http://economistmeg.com/2011/07/20/ratings-agencies-running-the-show-in-europe-and-us/>, avgust 2012.

Ratings downgrade: Average common denominator, 15. januar 2012, Economist: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2012/01/ratings-downgrade-0>" <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2012/01/ratings-downgrade-0>, januar 2012.

Reinhart Carmen, Rogoff Kenneth: Growth in a time of debt, januar 2010, NBER Working paper No. 15639: <http://www.nber.org/papers/w15639>, november 2012.

Riecher Stefan: Roubini says euro-area crisis spreading from periphery to core, 14. november 2012, Bloomberg, spletna stran: <http://www.bloomberg.com/news/2012-11-14/roubini-says-euro-area-crisis-spreading-from-periphery-to-core.html>, november 2012.

Riley Charles: S&P downgrades U.S. credit rating, 6. avgust 2011, CNN: http://money.cnn.com/2011/08/05/news/economy/downgrade_rumors/index.htm" http://money.cnn.com/2011/08/05/news/economy/downgrade_rumors/index.htm, julij 2012.

Rogers Simon, Sedghi Amy, Burn-Murdoch John: Credit ratings: How Fitch, Moody's and S&P rate each country, 26. julij 2012, The Guardian, spletna stran: <http://www.guardian.co.uk/news/datablog/2010/apr/30/credit-ratings-country-fitch-moodys-standard>, avgust 2012.

Roubini Nouriel: Evru spet pohaja sapa, 20. april 2012, Časopis Finance: <http://www.finance.si/350247/Evru-spet-pohaja-sapa>, avgust 2012.

RoubiniNouriel: Grčija mora oditi, 18. maj 2012, časopis Finance: <http://www.finance.si/353026/Nouriel-Roubini-Gr%C4%8Dija-mora-oditi>, maj 2012.

Roubini Nouriel: Greece's private creditors are the lucky ones, 7. marec 2012, The Financial Times: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f0f0708e-679d-11e1-b6a1-00144feabdc0.html#axzz2Edhh4LIy>, september 2012.

Roubini Nouriel: The Rising Risk of a Systemic Financial Meltdown: The Twelve Steps to Financial Disaster, 5. februar 2008, spletna stran: http://media.rgemonitor.com/papers/0/12_steps_NR" http://media.rgemonitor.com/papers/0/12_steps_NR, februar 2012.

Sahadi Jeanne, U.S. hits debt ceiling, 17. maj 2011, CNN Money: http://money.cnn.com/2011/05/16/news/economy/debt_ceiling_deadline/index.htm, september 2012.

S&P credit watch on 15 eurozone nations, bailout fund, 6. december 2011, spletna stran USA Today: <http://usatoday30.usatoday.com/money/economy/story/2011-12-05/s-and-p-eurozone-nations-credit-watch/51658710/1>, maj 2012.

Salmon Felix: Sovereign ratings aren't very important, 19. junij 2012, Reuters: <http://blogs.reuters.com/felix-salmon/2012/06/19/sovereign-ratings-arent-very-important/>, september 2012.

Sattar, Ammara: Role of credit rating agencies in financial crisis 2008, 31. maj 2011, spletna stran: Articlesbase: <http://www.articlesbase.com/credit-articles/role-of-credit-rating-agencies-in-financial-crisis-2008-4840260.html>" <http://www.articlesbase.com/credit-articles/role-of-credit-rating-agencies-in-financial-crisis-2008-4840260.html>, marec 2012.

Schlesinger Jill: Europe debt meltdown: How did we get here?, 8. junij 2012, CBS Money Watch: http://www.cbsnews.com/8301-505123_162-57449818/europe-debt-meltdown-how-did-we-get-here/, september 2012.

Schuknecht, Moutot, Rother, Stark: The stability and growth pact crisis and reform, september 2011, ECB: Occasional paper series: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp129.pdf>, oktober 2012.

Schwarcz, Steven L.: Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox, 2002, University of Illinois Law Review, Vol. 2002, No. 1, 2002, Duke Law School, Public Law Working Paper No. 18, spletna stran: <http://ssrn.com/abstract=267273>, februar 2012.

Simitis Costas, Stournaras: Greece did not cause the euro crisis, 26. april 2012, The Guardian: <http://www.guardian.co.uk/global/2012/apr/26/greece-europe-north-south-divide>, september 2012.

Sivy Michael: Euro Crisis: Why a Greek exit could be much worse than expected, 22. maj 2012, Time Business and money: <http://business.time.com/2012/05/22/euro-crisis-why-a-greek-exit-could-be-much-worse-than-expected/>, september 2012.

Sivy Michael: Why Europe's downgrades matter, 19. december 2011, Time: Business and Money: <http://business.time.com/2011/12/19/why-europes-downgrades-matter/>, november 2012.

Sjolin Sara: Yields jump on new Greek bonds after restructuring, 12. marec 2012, Market Watch, The Wall Street Journal: http://articles.marketwatch.com/2012-03-12/markets/31146622_1_yields-jump-credit-default-swaps-bonds, september 2012.

Smith David Gordon: The World from Berlin 'Ratings Agencies Are Not Responsible for Crisis', 17. januar 2012, Spiegel Online: <http://www.spiegel.de/international/europe/the-world-from-berlin-ratings-agencies-are-not-responsible-for-crisis-a-809601.html>" <http://www.spiegel.de/international/europe/the-world-from-berlin-ratings-agencies-are-not-responsible-for-crisis-a-809601.html>, junij 2012.

Smith Helena: Greece hails rebirth of a nation as EU and IMF agree to release loans, 27. november 2012, The Guardian: <http://www.guardian.co.uk/business/2012/nov/27/greece-hails-rebirth-creditors-agree-loans>, december 2012.

Sorg Mart, Ivanova Nadežda: Roots of the weaknesses of the Euro, 1. junij 2011, University of Tartu, Discussions on Estonian Economic Policy, spletna stran: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1885861, januar 2012.

spletna stran Association of Credit Rating Agencies in Asia, About us: <http://acraa.com/final.asp> in ACRAA Members: <http://acraa.com/acraamembers.asp>, november 2012.

spletna stran European Securities and Markets Authority-ESMA, About ESMA in Registered CRA's : <http://www.esma.europa.eu/page/Credit-Rating-Agencies>, november 2012.

spletna stran bonitetne agencije Moody's:

- trenutne bonitetne ocene držav: Moody's: <http://www.moodys.com/researchandratings/market-segment/sovereign-supranational/sovereign/005005001/4294966288%204294967014/4294967230/0/0/-/0/-/-/-/-/-/~/en/global/pdf/rra>, februar 2013.
- About Moody's ratings: <http://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx>, maj 2012;
- Global Credit Research, 14.9.2011, spletna stran Moody's: http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Societe-Generale-long-term-ratings-to-Aa3-on?lang=en&cy=global&docid=PR_225833, avgust 2012;
- Moody's downgrades Spain's government bond ratings to A1, negative outlook, 18.10.2011, spletna stran Moody's: http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Spains-government-bond-ratings-to-A1-negative-outlook--PR_228099, avgust 2012;
- Moody's downgrades Greece to C from Ca, 2.3.2012, spletna stran Moody's: http://www.moodys.com/page/viewresearchdoc.aspx?docid=PR_239375&WT.mc_id=MDCAalerts_realtime, avgust 2012;
- Moody's downgrades Spain's government bond rating to Baa3 from A3, on review for further downgrade, 13.6.2012, spletna stran Moody's: http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Spains-government-bond-rating-to-Baa3-from-A3--PR_248236, avgust 2012;
- Limitations to uses of Ratings: <http://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx>, maj 2012;
- Moody's comments on Greek debt exchange, 9. marec 2012, http://www.moodys.com/research/Moodys-comments-on-Greek-debt-exchange--PR_240125, oktober 2012;
- Moody's downgrades Greece to A2 from A1, 22. december 2009, http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-A2-from-A1--PR_192460, maj 2012;
- Moody's downgrades Greece to Ba1 from A3, stable outlook, 14. junij 2010, http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-Ba1-from-A3-stable-outlook--PR_200910, maj 2012;
- Moody's places Greece's Ba1 rating on review for possible downgrade, 16. december 2010, http://www.moodys.com/research/Moodys-places-Greeces-Ba1-rating-on-review-for-possible-downgrade--PR_211375, maj 2012;

- Moody's downgrades Greece to B1 from Ba1, negative outlook, 7. marec 2011, http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-B1-from-Ba1-negative-outlook--PR_215151, maj 2012;
- Moody's places Greece's ratings on review for possible downgrade, 9. maj 2011, http://www.moodys.com/research/Moodys-places-Greeces-ratings-on-review-for-possible-downgrade--PR_218672, maj 2012.
- Moody's downgrades Greece to Caal from B1, negative outlook, 1. junij 2011, http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-Caal-from-B1-negative-outlook--PR_220046, maj 2012;
- Moody's downgrades Greece to Ca from Caal, developing outlook, 25. julij 2011, http://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Greece-to-Ca-from-Caal-developing-outlook--PR_223246, maj 2012;
- Moody's Investors Service: Moody's adjusts ratings of 9 European sovereigns to capture downside risks, 13. februar 2012, http://www.moodys.com/research/Moodys-adjusts-ratings-of-9-European-sovereigns-to-capture-downside--PR_237716, maj 2012;
- The Same Rating from Different Agencies Only Looks the Same: <http://www.moodys.com/ratings-process/Same-Rating-Different-Agencies-Only-Looks-the-Same/002004002>, maj 2012.

spletna stran bonitetne agencije S&P:

- trenutne bonitetne ocene držav: <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us>, februar 2013;
- AAA/A-1+ Rating on United States of America affirmed, outlook revised to negative, 18. april 2011, <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245302886884>, september 2012;
- Beers David: Global Credit Portal, Republic of Italy, 19. september 2011, spletna stran bonitetne agencije S&P: <http://img.en25.com/Web/StandardandPoors/RepublicofItaly.pdf>, avgust 2012;
- Credit FAQ: Factors behind our rating actions on eurozone sovereign governments, 13. januar 2012, <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245327305715>, avgust 2012;
- Credit Ratings Definitions & FAQs, www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us, december 2012;
- S&P: How we rate sovereigns, 13. marec 2012: http://www.standardandpoors.com/spf/ratings/How_We_Rate_Sovereigns_3_13_12.pdf, oktober 2012;
- Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions, 30. junij 2011, spletna stran S&P: <http://www.cotizalia.com/archivos/cz/201107059430062011.pdf>, avgust 2012;

- United States of America 'AAA/A-1+' Ratings Placed On CreditWatch Negative On Rising Risk Of Policy Stalemate, 14. julij 2011, spletna stran S&P: http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DUnitedStatesofAmerica_AAAA_7_14_11.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1243932109521&blobheadervalue3=UTF-8, september 2012;
- United States of America Long-Term Rating Lowered To 'AA+' Due To Political Risks, Rising Debt Burden, Outlook Negative, 5. avgust 2011, spletna stran S&P: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245316529563>" <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245316529563>, julij 2011;
- What Credit ratings are & are not: Credit ratings are expressions of opinion about credit risk, <http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/>, maj 2012.

spletna stran bonitetne agencije Fitch:

- trenutne bonitetne ocene držav: <http://www.fitchratings.com/gws/en/sector/overview/sovereigns>, februar 2013;
- Understanding Credit Ratings-limitations and usage: http://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions/index.cfm, maj 2012.

spletna stran Evropske centralne banke:

- www.ecb.int

Stability and Growth Pact, 19. februar 2007, Euractiv: <http://www.euractiv.com/euro-finance/stability-growth-pact-links dossier-188321>, oktober 2012.

Statement on Financial Gatekeepers, 13. april 2010, Council of Institutional Investors, The Voice of Corporate Governance: <http://www.cii.org/UserFiles/file/Statement%20on%20Financial%20Gatekeepers.pdf>, september 2012.

Stavrou Protesilaos: Systemic flows of the Euro are the root of the debt crisis, 4. julij 2011, spletna stran: <http://www.protesilaos.com/2011/07/systemic-flaws-of-euro-are-root-of-debt.html#.UCd9Ps0RL5k>, julij 2012.

Steinhauer Jennifer: Debt bill is signed, ending a fractious battle, 2. avgust 2011, The New York Times: <http://www.nytimes.com/2011/08/03/us/politics/03fiscal.html?scp=2&sq=debt%20deal%20passes&st=cse>, september 2012.

Steinhauser Gabrielle: Experts try to chart path for exit from currency, 17. maj 2012, The Wall Street Journal: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303879604577408464141355748.html>, november 2012.

Strupczewski Jan: Euro zone debt jumps to 90 pct/GDP in Q2, 24. oktober 2012, Reuters: <http://www.reuters.com/article/2012/10/24/eurozone-debt-q-idUSB5E8KQ02H20121024>, december 2012.

Sweet Ken: Dow plunges after S&P downgrade, 8. avgust 2011, CNNMoney.com: http://money.cnn.com/2011/08/08/markets/markets_newyork/index.htm, september 2012.

The euro crisis: Is everything fixed?, 16. december 2011, Economist: <http://rss.economist.com/blogs/freeexchange/2011/12/euro-crisis-3>" <http://rss.economist.com/blogs/freeexchange/2011/12/euro-crisis-3>, januar 2012.

The euro crisis: Just a tiny recession, 11. januar 2012, Economist: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2012/01/euro-crisis-0>, januar 2012.

The plans for reducing the deficit, 21. november 2012, The New York Times: <http://www.nytimes.com/interactive/2011/07/22/us/politics/20110722-comparing-deficit-reduction-plans.html>, september 2012.

The Telegraph: S&P cuts Spain's credit rating by two notches to BBB+, 26. april 2012, spletna stran the Telegraph: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9230367/SandP-cuts-Spains-credit-rating-by-two-notches-to-BBB.html>, maj 2012.

Towards a single currency: a brief history of EMU, 19. julij 2011, Europa, summaries of EU legislation: http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/introducing_euro_practical_aspects/125007_en.htm, september 2012.

Trading Economics: Euro area GDP growth rate, 12. junij 2012, <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth>, december 2012.

Turnbull Stuart, Wakeman Lee: Why Markets need naked Credit Default Swaps, 11. september 2012, The Wall Street Journal: <http://online.wsj.com/article/SB10000872396390443686004577639753399337204.html>, september 2012.

USA Financial Crisis Inquiry Commission Report, 27. januar 2001, spletna stran: <http://fcic.law.stanford.edu/report/>" <http://fcic.law.stanford.edu/report/>, april 2012.

Vladni portal z informacijami o življenju v Evropski uniji: <http://www.evropa.gov.si/si/pravni-red/pogodbe/>, november 2012.

Voigt Kevin: Explainer: The power of credit rating agencies, 15. julij 2011, CNN: <http://edition.cnn.com/2011/BUSINESS/07/15/credit.ratings.agency.explain/index.html>" <http://edition.cnn.com/2011/BUSINESS/07/15/credit.ratings.agency.explain/index.html>, junij 2012.

Voss Jason: European Sovereign Debt Crisis: Overview, Analysis, and Timeline of Major Events, 21. november 2011, CFA Institute: Enterprising investor: practical analysis for investment professionals: <http://blogs.cfainstitute.org/investor/2011/11/21/european-sovereign-debt-crisis-overview-analysis-and-timeline-of-major-events/>, junij in november 2012.

Wahrig Laura, Gancedo Vallina Isabel: Eurostat, statistics in focus No 27/2012, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-SF-12-027/EN/KS-SF-12-027-EN.PDF, december 2012.

Waibel Michael: Steering Sovereign Debt Restructurings Through the CDS Quicksand, 14. julij 2012, University of Cambridge - Faculty of Law; Lauterpacht Centre for International Law, elektronska objava: <http://ssrn.com/abstract=2017772> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2017772>, september 2012.

Watch the Greeks, not the agencies, 16. januar 2012, Economist: <http://www.economist.com/comment/1211592>" <http://www.economist.com/comment/1211592>, januar 2012.

Watson Jonathan: Who rates the rating agencies? spletna stran International Bar Association: <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=e174fbc0-2bcb-42be-9144-956dbed4d5d2>, junij 2012.

Weisbrot Mark: Moody's threat to downgrade US debt is political, not fiscal, 13. september 2012, The Guardian: <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2012/sep/13/moodys-threat-downgrade-us-debt-political-fiscal>, september 2012.

Weisman Jonathan: Moody's warns that U.S. may face debt downgrade, The New York Times, 11. september 2012, http://www.nytimes.com/2012/09/12/business/moodys-issues-warning-on-us-debt.html?_r=0, oktober 2012.

White, Lawrence J.: Markets: The credit rating agencies, 2010, The Journal of Economic Perspectives, Volume 24, Number 2, pomlad 2010, pp. 211-226.

Whiteaker Chloe: Austerity doesn't pay as credit markets ignore rating cuts-Interactive graphic, 18. junij 2012, Bloomberg, <http://go.bloomberg.com/multimedia/sovereign-debt-ratings/>, september 2012.

Wolf Martin: Why is the eurozone different? Part 1, 18. maj 2012, Martin Wolf Exchange, Financial Times: <http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange/2012/05/18/why-is-the-eurozone-different/>, september 2012.

Wolf Martin: Why is the eurozone different? Part 2, 19. maj 2012, Martin Wolf Exchange, Financial Times: <http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange/2012/05/19/why-is-the-eurozone-different-part-2/>, september 2012.

Wolf Martin: Why is the eurozone different? Part 3, 23. maj 2012, Martin Wolf Exchange, Financial Times: <http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange/2012/05/23/why-is-the-eurozone-different-part-3/>, september 2012.

Younglai Rachele, Lynch N. Sarah: Credit Rating Agencies Triggered Financial Crisis, 13. april 2011, Huffington Post Business: http://www.huffingtonpost.com/2011/04/13/credit-rating-agencies-triggered-crisis-report_n_848944.html, avgust 2012.

IZJAVA O SAMOSTOJNEM DELU

Podpisani/a _____BERLAN NEŽA__ se zavedam, da mora biti diplomska naloga rezultat samostojnega dela, raziskovanja in preučevanja, ter da je vsak poskus, da tuje delo predstavim kot lastno, v nasprotju z akademsko etiko in s pričakovanimi moralnimi prepričanji pravnika.

Potrjujem tudi, da sem seznanjen/a z navodili o navajanju, ki jih določa Pravilnik o diplomski nalogi.

Zavedam se, da je plagiatorstvo težja kršitev dolžnosti študentov.

S svojim podpisom zato jamčim, da je predložena diplomska naloga plod mojega samostojnega dela in da sem pri njenem pisanju upošteval/a določbe Pravilnika o diplomski nalogi.

Ljubljana, _28.5.2013_____

Podpis:_____