

# SLOVENSKI MAKROEKONOMSKI REZULTATI IN ZAHTEVAN DONOS NA OBVEZNICE REPUBLIKE SLOVENIJE

France Križanič, Žan Oplotnik, Vasja Kolšek

42

## ***Povzetek***

*Slovenija je imela v obdobju po 2008 krizo dvojnega dna. Tega ni bilo ne v analizirani skupini članic EU, v skupini gospodarsko razvitih držav izven EU ali pa v skupini velikih držav s srednje visokim dohodkom na prebivalca. Za Slovenijo je bilo v tem obdobju značilno nadpovprečno veliko javnofinančno neravnotežje na eni ter izrazito izboljšanje zunanjega ravnotežja na drugi strani.*

*Povprečen zahtevan donos desetletne obveznice slovenske države je bil v 2012 in 2013 kar 6% ter se je nato leta 2014 znižal na dobre 3%. Glede na oceno kreditnega tveganja povezanega s spreminjanjem slovenskih makroekonomskih rezultatov (2011 – 2014) je pričakovan donos na obveznico slovenske države v letu 2013 nižji, v letu 2014 pa višji od dejanskega.*

***Ključne besede:*** obveznice, donos, javni dolg, mednarodni finančni trg, makroekonomija

***JEL:*** E43, E44, E47, E65, F32, F34, F41, G15, H63

**Abstract**

*Since 2008, Slovenia has faced a double bottom crisis. This characteristics is not otherwise found among the group of analyzed EU Member States, economically developed countries outside the EU or large countries with a medium-high income per capita. During this period, Slovenia has experienced above-average fiscal imbalance on one hand and marked improvement of its external balance on the other.*

*The average annual required yield of Slovenian ten-year bonds in 2012 and 2013 was as much as 6%, then reduced to slightly above 3% in 2014. According to the assessment of the credit risk associated with changes in Slovenian macroeconomic results (2011-2014), the Slovenian ten-year bonds yield should have been in 2013 lower and in 2014 higher than actual.*

**Key words:** *Bonds, Yield, Public debt, International financial markets, Macroeconomics*

**JEL:** *E43, E44, E47, E65, F32, F34, F41, G15, H63*

## 1. Uvod

44

Zahtevan donos na državne obveznice lahko niha iz različnih vzrokov, a je na koncu njegova višina odvisna od kreditnega tveganja kupcev teh obveznic. Kako so v obdobju po nastopu zadnje finančne krize investitorji v svetu ocenjevali posamezne vidike kreditnega tveganja, smo prikazali v članku »Kreditno tveganje in zahtevan donos na državne obveznice po nastopu finančne krize 2009 – 2014« (Križanič F., Oplotnik Ž., Kolšek V., 2015). Tokrat prikazujemo simulacijo rezultatov analize kreditnega tveganja nakupa državnih obveznic za Slovenijo. Primerjavi slovenskih makroekonomskih rezultatov z rezultati drugih v našo analizo zajetih skupin držav sledita simulacija zahtevanega donosa slovenske državne obveznice glede na splošne zakonitosti kreditnega tveganja ter simulacija zahtevanega donosa obveznice slovenske države v primeru večjega poslabšanja gospodarskih razmer.

## 2. Makroekonomski rezultati in zahtevan donos na državne obveznice Slovenije v primerjavi z drugimi državami

V Tabelah 1 do 4 prikazujemo podatke o povprečnem letnem zahtevanem donosu na desetletno državno obveznico Republike Slovenije, skupine izbranih članic EU, skupine najbolj razvitih držav sveta izven EU in skupine velikih držav s srednje visokim dohodkom na prebivalca. Pri tem primerjamo Slovenijo s 23 državami sveta. V vsaki tabeli so pod povprečnim letnim zahtevanim donosom državne obveznice navedeni še osnovni makroekonomski rezultati (BDP, tekoči račun plačilne bilance - % v BDP, inflacija, obrestne mere centralne banke in borzni indeks ter bilanca javnega financiranja - % v BDP). Pri skupinah članic EU, gospodarsko najbolj razvitih držav sveta izven EU ter velikih držav s srednje visokim dohodkom na prebivalca so makroekonomske okoliščine v vsakem obravnavanem letu (od 2009 do 2014) ponderirana vsota rezultatov po posameznih državah. Pri tem je kot utež uporabljen BDP (v dolarjih), ocenjen po pariteti kupne moči.

Tabela 1

Donos desetletne državne obveznice in osnovni makroekonomski rezultati 2009 – 2014 za Slovenijo

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Donos desetletne državne obveznice (%)	4.9	4.4	4.3	6.0	6.0	3.3
BDP (indeks)	100	101	102	100	99	101
Tekoči račun plačilne bilance (% v BDP)	-0.5	-0.1	0.4	3.3	6.3	6.5
Inflacija (indeks)	100	102	104	106	108	108
Obrestne mere centralne banke (%)	1.4	1.0	1.2	0.9	0.5	0.2
Borzni indeks	100	94	74	58	64	79
Bilanca javnega financiranja (% v BDP)	-6.3	-5.9	-6.4	-4.0	-14.7	-6.2

45

V Tabeli 1 vidimo, da je imela Slovenija med 2009 in 2014 krizo dvojnega dna. Primerjava z rezultati v Tabelah 2 do 4 kažejo, da tega, gledano na ravni ponderiranega BDP, ni bilo ne pri analizirani skupini članic EU, ne pri gospodarsko razvitih državah izven EU in ne pri velikih državah s srednje visokim dohodkom na prebivalca. V letu 2014 se je slovenski BDP komajda povzpел nad svojo raven na prvem dnu krize 2009. Specifičen je bil tudi slovenski borzni indeks, ki je bil najnižji šele 2012, leto preden je naš BDP upadel na svoje drugo dno. Za Slovenijo je bilo značilno tudi nadpovprečno veliko javnofinančno neravnotežje na eni ter izrazito izboljšanje zunanjega ravnotežja (6.5% delež presežka na tekočem računu plačilne bilance v BDP leta 2014) na drugi strani. Slednje je na koncu opazovanega obdobja omogočilo povratek gospodarske rasti.

Tabela 2

Donos desetletne državne obveznice in osnovni makroekonomski rezultati 2009 – 2014 v izbranih državah članicah EU<sup>1</sup>

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	Ponderirano povprečje					
Donos desetletne državne obveznice (%)	3.9	3.5	3.7	2.9	2.7	2.1
BDP (indeks)	100	103	106	107	108	109
Tekoči račun plačilne bilance (% v BDP)	0.9	1.0	1.1	1.4	2.2	2.0
Inflacija (indeks)	100	102	105	107	109	109
Obrestne mere centralne banke (%)	1.4	1.0	1.5	1.3	0.8	0.5
Borzni indeks	100	121	119	115	135	153
Bilanca javnega financiranja (% v BDP)	-5.6	-4.7	-3.7	-3.8	-3.0	-3.2

1) Avstrija, Belgija, Češka, Danska, Francija, Italija, Nemčija, Nizozemska, Poljska, Španija, Švedska in UK.

Tabela 3

Donos desetletne državne obveznice in osnovni makroekonomski rezultati 2009 – 2014 v najpomembnejših gospodarsko razvitih državah izven EU<sup>1</sup>

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	Ponderirano povprečje					
Donos desetletne državne obveznice (%)	3.3	3.2	2.9	2.0	2.2	2.2
BDP (indeks)	100	104	106	108	111	113
Tekoči račun plačilne bilance (% v BDP)	-0.9	-0.8	-1.0	-1.3	-0.9	-0.6
Inflacija (indeks)	100	101	102	104	106	107
Obrestne mere centralne banke (%)	0.9	1.1	1.5	1.3	1.2	1.1
Borzni indeks	100	116	121	115	131	146
Bilanca javnega financiranja (% v BDP)	-2.0	-3.9	-2.9	-2.6	-1.9	-1.6

1) Avstralija, Japonska, Kanada, Švica, Južna Koreja in ZDA.

46

Podatki v Tabeli 4 kažejo, da je bila v opazovanem obdobju za velike države s srednje visokim dohodkom na prebivalca v povprečju značilna relativno (glede na gospodarsko razvitejši del sveta) visoka inflacija ter znaten primanjkljaj tako na tekočem računu plačilne bilance kot v konsolidirani bilanci javnega financiranja. Višja inflacija v tej skupini držav je pogojevala precej višje obrestne mere njihovih centralnih bank kot v skupini opazovanih članic EU (Tabela 2) ter gospodarsko najbolj razvitih držav izven EU (Tabela 3). Po drugi strani je bila v skupini držav s srednje visokim dohodkom na prebivalca med 2009 in 2014 rast realnega BDP približno enkrat višja kot v gospodarsko razvitem delu sveta. Tudi po finančni krizi se je nadaljeval proces približevanja gospodarske razvitosti med srednje razvitimi in visoko razvitimi narodnimi gospodarstvi. Precejšnje povečanje borznega indeksa v vseh treh skupinah analiziranih držav kaže na konec finančne krize. Tudi ta kazalec se je od 2009 do 2014 najbolj povečal v velikih narodnih gospodarstvih s srednje visokim dohodkom na prebivalca.

Tabela 4

Donos desetletne državne obveznice in osnovni makroekonomski rezultati 2009 – 2014 v izbranih velikih državah s srednje visokim dohodkom na prebivalca<sup>1</sup>

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	Ponderirano povprečje					
Donos desetletne državne obveznice (%)	9.6	9.6	9.4	8.1	8.3	9.3
BDP	100	106	112	116	123	124
Tekoči račun plačilne bilance (%BDP)	-3.4	-2.1	-2.2	-4.4	-5.1	-5.0
Inflacija (indeks)	100	104	110	116	123	131
Obrestne mere centralne banke (%)	8.9	7.3	7.2	6.1	6.0	7.2
Borzni indeks	100	124	132	141	157	179
Bilanca javnega financiranja (% v BDP)	-5.8	-4.3	-4.2	-4.5	-3.7	-4.7

1) Brazilija, Indija, Kitajska, Rusija in Južna Afrika.

Primerjava ponderiranih makroekonomskih rezultatov opazovanih članic EU (Tabela 2) na eni ter gospodarsko najbolj razvitih držav izven EU (Tabela 3) na drugi strani kaže nekoliko počasnejše gospodarsko okrevanje v EU ob nekoliko višji inflaciji, ob boljših rezultatih v zunanji menjavi in ob precej večjem javnofinančnem neravnotežju. Vendar se je tudi to v skupini opazovanih držav EU izboljšalo.

Če Slovenijo (Tabela 1) primerjamo z njeno bližnjo okolico, torej opazovanimi članicami EU (Tabela 2), ima v obdobju 2009 – 2014 podpovprečno in zelo pozno začeto gospodarsko rast na eni ter precej boljše zunanje (tekoči račun plačilne bilance) in nekoliko boljše notranje (inflacija) ravnotežje. Javnofinančni primanjkljaj je nenavadno visok, ekstrem v 2013, a so ga takega ustvarile velike dokapitalizacije poslovnih bank. Tudi brez dokapitalizacij bank pa je očitno, da ima Slovenija strukturni javnofinančni primanjkljaj in temu primerno večje kreditno tveganje za investitorje v njene državne obveznice, kot pa glede na primerjano skupino članic EU. V letu 2014 je bil zahtevan donos na slovensko desetletno obveznico v povprečju 3.3%, medtem ko je bil ustrezen rezultat pri ocenjevanju skupini dvanajstih članic EU tretjino manjši (2.1%).

47

### 3. Simulacija zahtevanega donosa desetletne obveznice slovenske države 2013 – 2014 glede na splošne zakonitosti pri oceni kreditnega tveganja

V članku »Kreditno tveganje in zahtevan donos na državne obveznice po nastopu finančne krize 2009 – 2014« (Križanič F., Oplotnik Ž., Kolšek V., 2015) smo prikazali model, v katerem je zahtevan donos na državne obveznice pojasnjen z makroekonomskimi rezultati (ali tudi spremenljivkami ekonomske politike, kot so obrestne mere centralne banke) danega narodnega gospodarstva. Ta model nam omogoča oceno višine donosa desetletne obveznice slovenske države, kakršna bi bila, če bi zanjo veljali splošni faktorji presoje tveganja kupcev državnih obveznic. Pri izračunu višine zahtevanega donosa smo predpostavljali, da je višina donosa slovenske obveznice leta 2011 približno odslikavala realna (dejanska) tveganja pri plasiranju sredstev v ta vrednostni papir. Za naslednja leta pa se višina donosa slovenske obveznice spreminja v skladu s spreminjanjem faktorjev, ki vplivajo na donos obveznic v svetu in glede na dejanske spremembe neodvisnih spremenljivk (BDP, tekoči račun plačilne bilance,...) v Sloveniji. Nekatere spremenljivke učinkujejo na zahtevan donos državnih obveznic z daljšim - enoletnim ali celo dvoletnim časovnim zamikom (time lag). Tako smo, ob upoštevanju vpliva vseh v modelu zajetih faktorjev, ocenili donos slovenske državne obveznice za leti 2013 in 2014. V obdobju med 2011 in 2014 je na zniževanje tega donosa vplival upad obrestnih mer Evropske centralne banke in izboljšanje slovenskega računa tekočih transakcij, na njegovo povečanje pa je vplivalo močno poslabšanje javnofinančnega ravnotežja. Do tega je med drugim privedla sanacija bančnega sistema v 2013 s končnim učinkom 14.7% deleža javnofinančnega primanjkljaja v BDP. V slovenskem primeru večino sredstev vloženih v poslovne banke in t.i. »slabo banko« še ni bilo porabljenih. Za sedaj je v omenjenem 14.7% deležu javnofinančnega primanjkljaja v našem BDP dobri dve tretjini

investiranih sredstev. Posledica je temeljito izboljšanje neto pozicije slovenskih bank v odnosih s tujino (tako poslovne banke kot Banka Slovenije so neto upnik do tujine) ter večja likvidnost države. To so investitorji na trgu državnih obveznic zaznali in v 2014 prilagodili višino donosa na približno polovico tistega iz 2012 ali 2013 (Tabela 1) ter dobro odstotno točko nižje kot bi ustrezalo statistično zabeleženim rezultatom slovenskega gospodarstva (Tabela 5).

48

V Tabeli 5 je prikazana razlika med dejanskim donosom na obveznice slovenske države in simulirano višino donosa slovenske obveznice (kakšna bi bila glede na kriterije kreditnega tveganja pri plasiranju sredstev v državne obveznice na svetovnem trgu). Pozitiven rezultat kaže, da je bil dejanski zahtevan donos večji od tega, ki bi ustrezal faktorjem kreditnega tveganja za slovensko obveznico. Negativen rezultat kaže, da je bil zahtevan donos obveznice slovenske države nižji, kot bi ustrezalo faktorjem kreditnega tveganja, ki jih kot relevantne upošteva svetovni trg državnih obveznic.

Tabela 5  
Razlika med dejanskim donosom desetletne obveznice Republike Slovenije in njegovo modelsko simulacijo

	Glede na faktorje donosa obveznic			
	23 držav <sup>1</sup>	11 velikih držav <sup>2</sup>	11 razvitih držav <sup>3</sup>	12 članic EU <sup>4</sup>
	odstotne točke	odstotne točke	odstotne točke	odstotne točke
2013	2.5	2.4	2.7	2.7
2014	-1.6	-1.2	-1.3	-1.3

1) Avstralija, Avstrija, Belgija, Brazilija, Češka, Danska, Francija, Indija, Italija, Japonska, Južna Afrika, Južna Koreja, Kanada, Kitajska, Nemčija, Nizozemska, Poljska, Rusija, Španija, Švedska, Švica, UK in ZDA.

2) Avstralija, Brazilija, Francija, Indija, Japonska, Južna Afrika, Kitajska, Nemčija, Rusija, UK in ZDA.

3) Francija, Italija, Japonska, Južna Koreja, Kanada, Nemčija, Nizozemska, Švedska, Švica, UK in ZDA.

4) Avstrija, Belgija, Češka, Danska, Francija, Italija, Nemčija, Nizozemska, Poljska, Španija, Švedska in UK.

V Tabeli 5 vidimo, da je bil donos na slovensko državno obveznico leta 2013 za 2.5 odstotne točke višji, kot bi ustrezalo tveganju investitorjev v ta vrednostni papir. Obratno je bil 2014 donos slovenske desetletne državne obveznice med 1.2 in 1.6 odstotne točke manjši, kot bi ustrezalo tveganju investitorjev pri nakupu obveznice države, ki je leto pred tem uspela doseči 14.7% delež javnofinančnega primanjkljaja v BDP. Pričakovanja<sup>1</sup>, da se bo po prenehanju stigmatizacije Slovenije na svetovnem finančnem trgu (2012 in 2013) in umetnem ustvarjanju strahu, da Slovenija ne bo sposobna poravnati svojih obveznosti, zahtevan donos na slovensko obveznico spustil v bližino tistega, ki je značilen za gospodarsko razvite države, so se uresničila z določenim zamikom. V letu 2014 se je učinek

1 Ocena kreditnega tveganja pri investicijah v slovenske državne obveznice (Križanič F., Oplotnik Ž., Kolšek V., 2014).

prenehanja stigmatizacije kazal v nižjem dejanskem od ocenjenega donosa, leta 2015 pa je zahtevan donos upadel v skladu s pričakovanji<sup>2</sup>.

Vprašajmo se še, kakšen bi bil zahtevan donos na obveznico slovenske države v primeru večje porušitve ravnotežja na našem trgu. Pri tem simuliramo neravnotežje, ki bi bilo realno možno oziroma, ob določenih pogojih, verjetno. To je 5% upad realnega BDP, poslabšanje zunanjskega ravnotežja, tako da bi se delež stanja na tekočem računu plačilne bilance v BDP znižal za 5 odstotnih točk, dvig obrestne mere Evropske centralne banke za 5 odstotnih točk ter poslabšanje našega javnofinančnega ravnotežja (merjeno kot delež v BDP) za 5 odstotnih točk. Rezultate omenjenih sprememb (vsake posebej, se pravi ne vseh skupaj ali povezano) predstavljamo v Tabeli 6.

49

V Tabeli 6 vidimo, da bi se donos na slovensko državno obveznico tudi v siceršnjih razmerah značilnih za 2014 (torej že visok javnofinančni primanjkljaj leto prej) gibal pod 5% v primeru globoke recesije, okoli 5.1% v primeru precejšnjega poslabšanja zunanjskega ravnotežja, okoli 5.5% v primeru krepkega poslabšanja javnofinančnega ravnotežja in okoli 6.5% v primeru drastičnega (za 5 odstotnih točk) povečanja obrestnih mer Evropske centralne banke. Ker Slovenija deli usodo članic EU, je pričakovati, da bo pri njej učinek poslabšanja gospodarskih razmer podoben kot pri analizirani skupini članic EU (zadnji stolpec Tabele 6).

Tabela 6  
Donos obveznice RS v 2014 ob predpostavki večjega poslabšanja gospodarskih razmer

	Velike in manjše države	Velike države	Gospodarsko razvite države	EU
	23 držav	11 velikih držav	11 razvitih držav	12 članic EU
	%	%	%	%
Ocenjen donos ceteris paribus	4.9	4.5	4.6	4.6
BDP (v \$ po pariteti kupne moči) - 5%	4.9	4.5	4.6	4.6
Bilanca javnega financiranja [% v BDP] - 5 o.t.	5.8	5.2	5.5	5.5
Obrestna mera centralne banke [%] + 5 o.t.	8.2	7.5	12.9	6.5
Tekoči račun plačilne bilance [% v BDP] - 5 o.t.	5.4	5.1	4.9	5.1

<sup>2</sup> Od januarja 2015 dalje se zahtevan donos na desetletno obveznico Republike Slovenije v glavnem (s posamičnimi nihaji navzgor) giblje med 1.5% in 2%.



## 4. Sklepi

Po nastopu finančne krize v 2008 je imela Slovenija krizo dvojnega dna. S tega vidika je bila gospodarska kriza v Sloveniji specifična. Za Slovenijo je bilo v tem obdobju značilno nadpovprečno veliko javnofinančno neravnotežje na eni ter izrazito izboljšanje zunanjega ravnotežja na drugi strani.

50

Donos na slovensko obveznico je bil leta 2013 za 2.5 odstotne točke višji, kot bi ustrezalo tveganju investitorjev v ta vrednostni papir. Obratno je bil 2014 donos slovenske desetletne državne obveznice med 1.2 in 1.6 odstotne točke manjši, kot bi ustrezalo tveganju investitorjev pri nakupu obveznice države, ki je leto pred tem uspela s projektom »sanacije bank« doseči 14.7% delež javnofinančnega primanjkljaja v BDP.

Donos na slovensko državno obveznico bi se 2014 v primeru globoke recesije gibal pod 5%, v primeru precejšnjega poslabšanja zunanjega ravnotežja okoli 5.1%, v primeru krepkega poslabšanja javnofinančnega ravnotežja okoli 5.5% in v primeru drastičnega povečanja obrestnih mer Evropske centralne banke okoli 6.5%.

## 5. Literatura in viri podatkov

Križanič F., Oplotnik Ž., Kolšek V., 2014: Ocena kreditnega tveganja pri investicijah v slovenske državne obveznice, *Gospodarska gibanja*, št. 465, februar 2014, EIPF, Ljubljana, str. 27-40;

Križanič F., Oplotnik Ž., Kolšek V., 2015: Kreditno tveganje in zahtevan donos na državne obveznice po nastopu finančne krize 2009 – 2014, *Gospodarska gibanja*, št. 480, avgust 2015, EIPF, Ljubljana, str. 32-46;

Podatki so zbrani iz:

- a. *Trading Economics*, New York City (<http://www.tradingeconomics.com/>) in
- b. *World Economic Outlook Database*, April 2015, IMF (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>).

### *Programska oprema*

*EViews 7.1*