

## 1.8 Donosnost 10-letnih državnih obveznic

**Zahtevana donosnost 10-letnih državnih obveznic se je do tretjega četrletja 2012 večinoma ohranjala na precej visoki ravni, proti koncu leta pa se je pod vplivom ukrepov ECB znižala proti 5 %.** Lani je bila povprečna zahtevana donosnost 10-letnih državnih obveznic (5,9 %) v povprečju za 90 bazičnih točk nad povprečjem 2011. Močno se je povišala že novembra 2011, ko je presegla 7 %, nato pa se je (po kratkotrajnem znižanju v prvem četrletju) do sredine oktobra ohranjala na razmeroma visoki ravni, večinoma med 6 in 7 %, in se šele proti koncu leta znižala proti 5 %.

**Na dinamiko gibanja zahtevane donosnosti 10-letnih slovenskih državnih obveznic so vplivali specifični domači dejavniki in zunanji dejavniki, ki so vplivali na donosnosti v vseh izpostavljenih državah evrskega območja.** Zaradi poslabšanega dojetanja Slovenije na evrskih finančnih trgih, povezanega s prepočasno konsolidacijo javnih financ in izvajanjem strukturnih reform, so se zahtevane donosnosti slovenskih državnih obveznic že v letu 2011 začele gibati podobno kot v skupini ranljivih držav. Zato se je vsako zaostrovanje razmer na evrskem trgu državnih obveznic lani močno izrazilo tudi v gibanju slovenskih zahtevanih donosnosti za slovenske državne obveznice. Glede na prevladujoč vpliv različnih domačih in skupnih dejavnikov so za leto 2012 značilna tri obdobja, med katerimi so nastajale spremembe v gibanju. V prvem obdobju, izrazito predvsem februarja in marca, se je donosnost zniževala predvsem pod vplivom dolgoročnih operacij refinanciranja ECB, in se do marca spustila na 5,06 %. Od marca so na njihovo dinamiko vplivali specifični domači dejavniki in skupni dejavniki v evrskem območju. Med domačimi dejavniki so mednarodne bonitetne agencije izpostavljale negotovost glede sprejetja ukrepov za zmanjšanje javnofinančnega primanjkljaja (do sprejetja ZUJF konec maja 2012), zaostrene domače bančne razmere in njihov negativen vpliv na javne finance, večkratno nakazovanje potrebe po zaprosilu za tujo finančno pomoč, slabe obete za gospodarsko rast, proti koncu leta pa v večji meri tudi dejavnike, povezane s politično nestabilnostjo. Med zunanjimi dejavniki je bil od marca zlasti močan vpliv zaostrovanja dolžniške krize v Španiji, ki je poleg obstoječih domačih dejavnikov vplival na ponovno povišanje zahtevane donosnosti nad 7 % v avgustu<sup>1</sup>, ko so tudi vse večje agencije znižale bonitetno oceno Slovenije in ohranile negativne obete za nadaljnje

ocene. Oktobra so se pod vplivom ukrepov ECB in ukrepov na ravni EU glede nadaljnega povezovanja ekonomske in monetarne unije ter enotnega bančnega nadzora ponovno znižale zahtevane donosnosti v vseh izpostavljenih državah evrskega območja. Za slovenske državne obveznice je to pomenilo ponovno znižanje na raven okrog 5 % ob koncu leta, poleg zunanjih dejavnikov pa je pozitivno vplival tudi umik referendumov o slabi banki.

**Na gibanje zahtevanih donosnosti v evrskem območju vplivajo različni dejavniki, niso pa nujno vedno odraz samo specifičnih fiskalnih in makroekonomskih dejavnikov.** Na gibanje zahtevanih donosnosti v državah evrskega območja od začetka krize vplivajo dejavniki povezani s sprejetimi ukrepi ekonomskih politik, poleg tega pa tudi drugi dejavniki, ki niso vedno nujno povezani z dolgoročnimi fiskalnimi in makroekonomskimi kazalniki v posamezni državi<sup>2</sup>. Že leta 2011 so bile opazne razlike pri gibanjih donosnosti med najbolj izpostavljenimi državami in drugimi državami, ki so temeljile na razlikah v dojetanju finančnih vlagateljev v evrske državne obveznice glede varnosti njihovih naložb, dostikrat pa so nanje poleg gospodarskih razmer vplivali tudi politični dejavniki, nekateri enkratni dogodki in kazalniki razpoloženja, v letu 2012 izraziteje tudi nakazovanje možnosti za razpad evrskega območja oziroma oblikovanje evrskega območja dveh hitrosti. Ob visokih ravneh donosnosti v izpostavljenih državah sredi lanskega leta se je na drugi strani donosnost v Nemčiji znižala že pod 1 %, zelo nizka je bila tudi na Nizozemskem, v Avstriji in Franciji.

<sup>1</sup> V letu 2012 so tri največje bonitetne agencije dvakrat znižale bonitetno oceno Slovenije, januarja ob reviziji ocen držav v celotnem evrskem območju in trikrat avgusta ob reviziji bonitetnih ocen posameznih držav (glej tabelo).

<sup>2</sup> Na to opozarjajo tudi De Grauwe P. and Y. Ji (2012), De Santis R. A. (2012), IMF Fiscal Monitor Update (2012), Di Cesare A. Grande G, Manna M and Taboga M (2012), Jesenko, M., Roter, M., and Žakelj, L. (2011), in Metiu N. (2012).

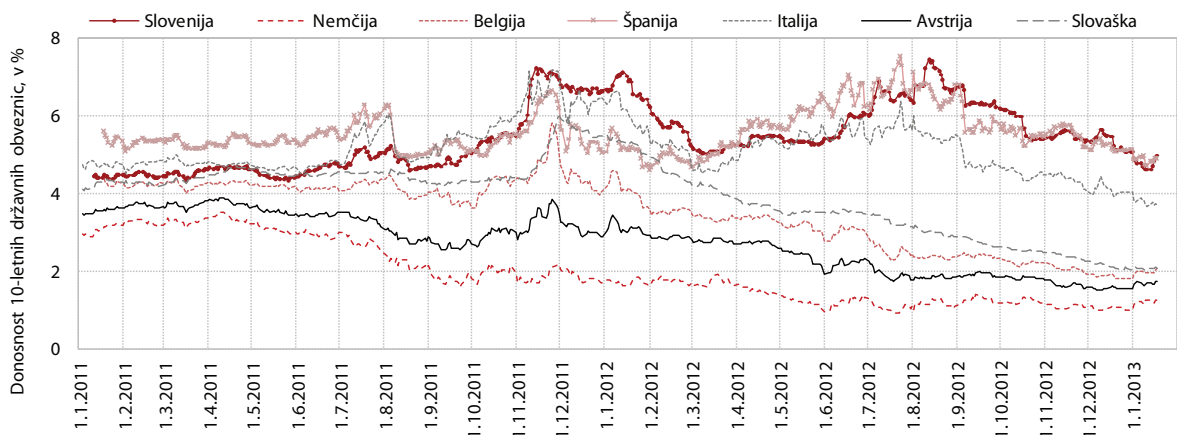
Tabela 1: Bonitetne ocene (marec 2013) in spremembe med letoma 2008 in 2013

Država	Agencija	Stanje marec 2013	Razlika 2013/2008
Grčija	Fitch	CCC	↓12
	Moody's	C	↓16
	S&P	B-	↓10*
Irska	Fitch	BBB+	↓7
	Moody's	Ba1 (neg)	↓10
	S&P	BBB+	↓7
Portugalska	Fitch	BB+ (neg)	↓8
	Moody's	Ba3 (neg)	↓10
	S&P	BB	↓8
Španija	Fitch	BBB (neg)	↓9
	Moody's	Baa3 (neg)	↓12
	S&P	BBB- (neg)	↓8
Italija	Fitch	BBB+ (neg)	↓4
	Moody's	Baa2 (neg)	↓6
	S&P	BBB+ (neg)	↓3
<b>Slovenija</b>	<b>Fitch</b>	<b>A- (neg)</b>	<b>↓4</b>
	<b>Moody's</b>	<b>Baa2 (neg)</b>	<b>↓6</b>
	<b>S&amp;P</b>	<b>A-</b>	<b>↓4</b>

Vir: Standard&Poor's, Moody's, Fitch, 2013.

Opombe: \* Grčija je bila v decembru 2012 najprej znižana na SD (»selective default«), nato pa je bila njena bonitetna ocena zvišana na B-; neg – negativni obeti; razlika – gre za velikost znižanja bonitetne ocene v obdobju.

Slika: Donosnost 10-letnih državnih obveznic



Vir: Bloomberg, 2013.