



Strategiji v zadregi

4. april 2019, leto XII, št. 1



NLB Skladi, d.o.o.

Marko Bombač, CFA, FRM

Vodja analiz

Lahko grdi raček Evrope postane naložbena priložnost? (1. del)

Grčija je leta 2017 izšla iz svoje največje gospodarske krize v moderni zgodovini. Od leta 2007 se je namreč tamkajšnje gospodarstvo skrčilo nominalno in realno za več kot četrtno, kar danes velja za največjo recesijo katerekoli razvite kapitalistične države v moderni zgodovini, ki ni posledica vojne. V zadnjih 10 letih so večji upad gospodarske rasti zabeležile zgolj Libija, Jemen, Venezuela, Ekvatorialna Gvineja in skoraj zagotovo tudi Sirija¹. Celo Ukrajina, ki je bila nedavno v skorajšnji vojni z Rusijo, se je odrezala bolje. Zadolženost Grčije glede na BDP je ob močnem znižanju imenovalca porasla nad 180 % BDP. V prvem delu publikacije si pogledjmo, kako je Grčija postala črna ovca evroobmočja.

Pot do grške depresije

Grčija je kljub danes slabemu prizvoku od leta 1950 do 1975 beležila eno najhitrejših stopenj gospodarske rasti na svetu, zadolženost gospodarstva pa je bila v tem obdobju konstantno pod 20 % BDP. Po letu 1980 pa je sledila skokovita rast zadolženosti, deloma na račun pretirano ekspanzivne fiskalne politike, zaradi česar v tem obdobju tudi več kot 10 % letni proračunski primanjkljaji niso bili izjema (slika 1). Ob nizki produktivnosti in močnem znižanju konkurenčnosti je državo prizadela še visoka inflacija in rast zadolženosti, ki je do leta 1993 porasla nad 90 % BDP.

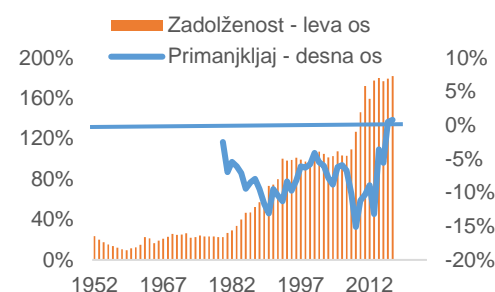
S podpisom Maastrichtske pogodbe leta 1992 so bili položeni temelji za uvedbo evra, ki je postal tudi grški cilj. Za uresničitev tega pa je bila potrebna sprememba ekonomske politike. Grkom je tako uspelo tudi omejiti fiskalno nedisciplino, kar je ustavilo trend rasti stopnje zadolženosti in hkrati prispevalo k znižanju stopnje inflacije s prek 20 % v začetku devetdesetih let na pod 2 % ob prelomu tisočletja oziroma tik preden je Grčija leta 2001 dobila evro. S procesom približevanja evroobmočju se je percepcija tveganosti Grčije močno spremenila (slika 2). V očeh vlagateljev je postalo posojilo tej državi manj tvegano, saj so računali, da bo EU poskrbela za grško javnofinančno (ne)disciplino in ji v primeru težav nudila pomoč. Omenjeno je v kombinaciji s preveč ohlapno denarno politiko ECB, s čimer je ta takrat želela spodbuditi anemično nemško gospodarstvo, skrbelo za priliv kapitala v Grčijo. Tamkajšnji politiki so poceni denar izkoristili za nove fiskalne spodbude, ki so poganjale gospodarstvo. Vlagatelji, lačni višjih donosnosti, so namreč povsem zanemarili njeno javnofinančno sliko in se pri posojanju Grčiji »pretirano« zanašali na kreditne ocene največjih bonitetnih agencij. A globalna finančna kriza je v kombinaciji z razkritjem o ponarejanju preteklih podatkov glede zadolženosti in proračunskega primanjkljaja dvignila na površje vse tegobe grškega gospodarstva. Na kapitalskih trgih se je ob skupni denarni politiki ECB, ki onemogoča reševanje težav prek deprecijacije lastne valute, stopnjeval pritisk na Grčijo. V začetku leta 2010 so tudi bonitetne agencije znižale bonitetno oceno na grški dolg v tvegano (angl. »junk«), kar je državi dokončno zaprlo dostop do kapitalskih trgov.

3 programi finančne pomoči in program okrepljenega nadzora

Maja leta 2010 je t.i. trojka (Evropska komisija, ECB in MDS) s prvim programom pomoči v višini 110 milijard evrov, ki je bil pogojen z izvedbo strukturno-varčevalnih ukrepov, preprečila nevračilo grških dolgov oziroma »bankrot«. A zgolj začasno, saj je bila že leto pozneje ob poglobljanju recesije potrebna nova pomoč. Drugi program pomoči v višini 130 milijard evrov je bil odobren februarja leta 2012, pri čemer je bil eden od pogojev tudi 53,5 % odpis nominalne vrednosti dolga zasebnih lastnikov, s čimer se je grški javni dolg znižal za več kot 100 milijard evrov oz. več kot polovico trenutnega BDP. Ko je Grčiji že kazalo bolje, je proti koncu leta 2014 prišlo še do politične krize.

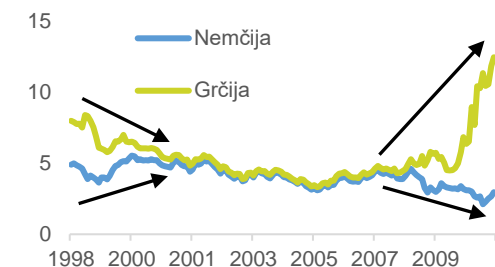
¹ Za Sirijo Mednarodni denarni sklad ne objavlja podatkov.

Slika 1: Grška zadolženost in primanjkljaj



Vir. IMF, Eurostat, NLB Skladi.

Slika 2: Cena zadolževanja



Vir. Bloomberg, NLB Skladi.



Sledile so predčasne parlamentarne volitve, na katerih je zmagala Syriza, ki je želela nov odpis dolga in obljubljala konec varčevanja. A pogajanja niso obrodila sadov in premier Cipras je 27. junija 2015 odločitev preložil na grške državljane. Odločitev je evropske voditelje presenetila, saj je to pomenilo, da Grčija ne bo dobila nove tranše iz drugega programa pomoči, s tem pa je postala prva razvita država, ki Mednarodnemu denarnemu skladu (MDS) ni pravočasno vrnila posojila. ECB je posledično grških bankam zaprla pipico, Grki pa so z namenom preprečitve množičnih odlivov vlog zaprli vrata vseh bank v državi. Hkrati so omejili dvige denarja na bankomatih na 60 evrov dnevno, prav tako pa so za dober mesec zaprli atensko borzo. Na referendumu v začetku julija so Grki sicer zavrnilli pogoje iz paketov finančne pomoči, a kljub temu se je Ciprasova vlada nekaj dni pozneje, 13. julija 2015, dogovorila za tretji, zadnji program finančne pomoči v višini 86 milijard evrov s še strožjimi varčevalnimi pogoji, kot so jih na referendumu zavrnilli volivci. Zadnja tranša iz programov pomoči (15 milijard evrov) so Grki dobili 2 tedna pred uradnim zaključkom programov pomoči 20. avgusta 2018.

Še pred izplačilom zadnje tranše pomoči je Evropska komisija sprejela program okrepljenega nadzora Grčije. V primeru pozitivnih poročil o izvajanju dogovorjenih reform bo Grčija dobila korenček v obliki dodatnega »odpisa« dolga v višini 1,5 milijarde evrov letno².

Obsežne reforme za boljšo prihodnost

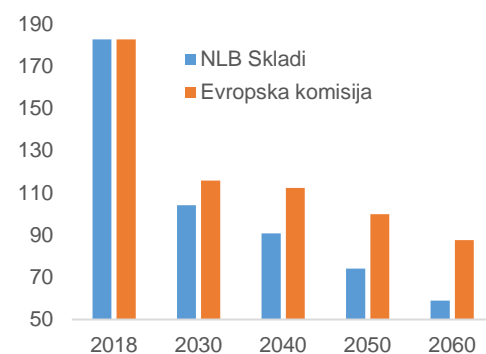
Skoraj 30 let (z izjemo nekaj let pred prevzemom evra) so Grki živeli prek svojih realnih možnosti, zato so bili za ureditev javnih financ in izboljšanje konkurenčnosti ob skupni centralni banki primorani v obsežne varčevalno-strukturne reforme. Te med drugim obsegajo v povprečju 35 % znižanje plač v javnem sektorju in 22 % znižanje minimalnih plač oziroma 32 % znižanje minimalnih plač za mlajše od 25 let. Poleg tega so se pokojnine, odvisno od višine, znižale za med 15 % in 44 %. Za povrh pa so grške oblasti državljane po žepu udarile še z višjimi davki in boljšim nadzorom nad pobiranjem le-teh.

Ob že izvedenih ukrepih in tudi nadaljevanju dogovorjenih reform Evropska komisija pričakuje postopno in počasno nižanje stopnje zadolženosti, ki naj bi po letu 2050 upadla pod 100 % BDP (slika 3). A pri tako dolgi napovedi že majhne spremembe v vhodnih spremenljivkah pomenijo velike spremembe pri končnem rezultatu. Tako je v prva vhodna spremenljivka, ki bode v oči, predpostavljena letna nominalna gospodarska rast v višini 3 %³. To je ob predpostavki 2 % letne inflacije zgolj 1 % realna rast BDP, kar je ob izvedenih reformah, ki Grčijo postavljajo v boljši položaj za naprej, precej pesimistična ocena. Ta rast je tudi precej nižja od skoraj 4 % letne realne rasti BDP v 15-letnem obdobju pred finančno krizo. Ob predpostavki v povprečju 2 % letne realne rasti BDP v prihodnjih 30 letih bi zadolženost že kmalu po leta 2030 upadla pod 100 % BDP in se približala stopnji zadolženosti denimo Francije, katere dolg je v očeh vlagateljev nizko tvegan.

Postopno vračanje zaupanja vlagateljev?

Grčija se je januarja 2019 prvič po zaključku programov pomoči vrnila na kapitalski trg z 2,5 milijarde evrov vredno izdajo 5-letnih obveznic, pri čemer je povpraševanje za štirikrat presegllo celotno izdajo. Poleg tega je bila 3,6 % zahtevana donosnost nižja od planirane (med 3,75 % in 3,85 %). Kljub temu da je to še vedno precej več od varnih obveznic s primerljivo ročnostjo, pa omenjeno kaže, da se zaupanje vlagateljev v finančno vzdržnost Grčije postopoma vrača. Če je vnovično zanimanje vlagateljev po grških finančnih instrumentih upravičeno, si bomo pogledali v drugem delu publikacije.

Slika 3: Projekcija gibanja zadolženosti



Vir. Evropska komisija, NLB Skladi.

Opozorilo: Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska ulica 48, Ljubljana, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 8. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS št. 108/10 s spremembami in dopolnitvami; v nadaljevanju: ZTFI), saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 20. člena Uredbe o zlorabi trga (Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga, v nadaljevanju: Uredba o zlorabi trga). Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 7. členu Uredbe o zlorabi trga. Družba NLB Skladi ne prevzema odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. Družba NLB Skladi je in bo sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njo povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajatelj iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno.

² <https://www.esm.europa.eu/content/and-third-measure-waiver-step-interest-margin>

³ https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip099_en.pdf