

Slovenija = Ciper ? NE

V domačih in tujih finančnih medijih smo v zadnjih dneh priča pravi poplavi novic na temo »Ali je po Cipru naslednja Slovenija?«, »Lahko ciprski ukrepi, predvsem tisti, ki jemljejo premožnim bančnim deponentom, doletijo tudi slovenske varčevalce?«. V nadaljevanju bomo poskusili kar se da nevtravno predstaviti dejstva o podobnostih in razlikah med Ciprom in Slovenijo, pojasniti, kaj od slovenske vlade pričakuje mednarodna finančna javnost (potencialni kupci slovenskih državnih obveznic) in orisati najverjetnejše pogoje za prejem finančne pomoči.

Ciper je bankrotiral. Kot pogoj za prejetje ugodnega posojila v višini 10 mrd EUR so preostale članice evroobmočja (oz. njihovi finančni ministri) od Cipra zahtevale, da najprej sam zagotovi 5,8 mrd EUR. Ker Ciper nima drugega podobno velikega likvidnega premoženja, je država posegla po bančnih depozitih. Zagotovitev denarja po grškem scenariju prek »prostovoljnih odpisov« zasebnih imetnikov ni bila možna, saj je ECB lastnik pomembnega deleža ciprskih državnih obveznic, glede na to, da so te izdane po anglosaksonskem pravu, pa verjetno takšen način odpisa tudi pri zasebnih vlagateljih sploh ne bi bil mogoč. Hkrati bi odprodaja državnega premoženja kot alternativa terjala mesece ali leta, poskus hitrega dogovora z ruskim Gazpromom o prodaji pravic za črpanje ciprskega plina pa ni uspel. Ker se je ciprski bančni balon in posledične slabe naložbe ter izgube napihnil s pomočjo močne rasti predvsem tujih depozitov, je tako rekoč edina opcija posega po premoženju bančnih depozitarjev postala legitimna in dobila blagoslov Evrope.

Kaj se je zgodilo z depoziti? Depoziti do višine 100 tisoč EUR ostajajo povsem nedotaknjeni, nad tem zneskom pa je usoda depozita odvisna od banke, v kateri je. Banka Laiki gre v nadziran stečaj, kar pomeni, da bi lahko njeni lastniki, upniki in depozitarji v delu depozitov prek 100 tisoč EUR izgubili svoj celoten vložek. Bank of Cyprus doleti podobna usoda, s to bistveno razliko, da bo odpis na nezavarovan del depozitov znašal predvidoma okoli 35 %¹. Depoziti na preostalih ciprskih bankah ostanejo v celoti nedotaknjeni. Slednje je v medijih pogosto zamolčano.

Kapitalski trgi se na razplet ciprske krize niso omembe vredno odzvali in se približujejo rekordnim vrednostim. Ciper (podobno kot Slovenija) je namreč dokaj nepomemben za velike svetovne kapitalske trge. Ciper je mala država z le 800 tisoč prebivalci. Njegov gospodarstvo je s 17,8 mrd EUR letnega BDP pol manjše od slovenskega in predstavlja le 0,2 % celotnega gospodarstva evroobmočja. Povezava ciprskega bančnega sektorja s preostalim v evroobmočju je šibka, saj se je njihov bančni sistem financiral pretežno prek privabljanja tujih varčevalcev (predvsem Rusov) in ne prek zadolževanja na evrskem medbančnem trgu².

Metanje Slovenije v isti koš s Ciprom je zgrešeno.

Slovenija ni Ciper, njena javnofinančna slika ni rožnata, a še zdaleč ne tako črna kot ciprska. Bančna sistema sta neprimerljiva, tako po velikosti kot po viru financiranja ter zmožnostih lastne države po plačilu računa za njuno sanacijo. V nadaljevanju podajam dejstva, ki potrjujejo povedano:

1. **Ciprska država je že pred sanacijo skoraj 2-krat bolj zadolžena kot slovenska.** Konec tretjega lanskega četrtertletja (zadnji razpoložljivi primerni podatki Eurostata) je dolg ciprske države znašal 84 % BDP, slovenske države pa 48,2 % BDP³.
2. **Ciprska »luknja« v bančnem sistemu je 4-krat večja od slovenske.** Ciper je v prošnji za mednarodno finančno pomoč navajal potrebo po stabilizaciji bančnega sektorja, za kar so po njihovi oceni potrebovali 10 mrd EUR⁴ oz. kar 56 % BDP. Slovenska vlada pa je v predlogu Zakona o ukrepih Republike Slovenije za krepitev stabilnosti bank⁵ ocenila, da Družba za upravljanje terjatev bank (DUTB oz. »slaba banka«) ne bo potrebovala več kot 4 mrd EUR državnih poroštev in da vrednost dokapitalizacij ne bo preseгла 1 mrd EUR. V skrajnem primeru naj bi torej za sanacijo slovenskega bančnega sektorja potrebovali 5 mrd EUR oz. približno 14 % slovenskega BDP.

¹ <http://www.eurozone.europa.eu/newsroom/news/2013/03/eg-statement-cyprus-25-03-13/>

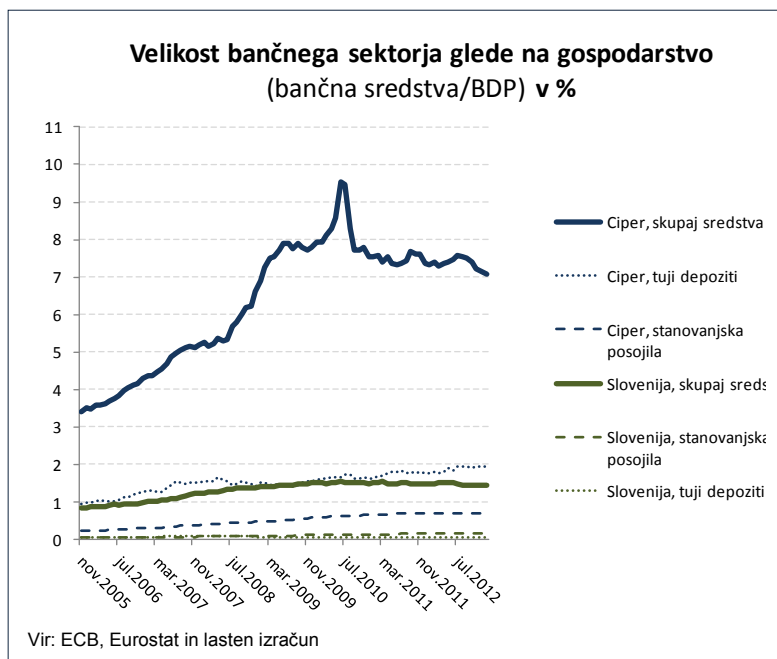
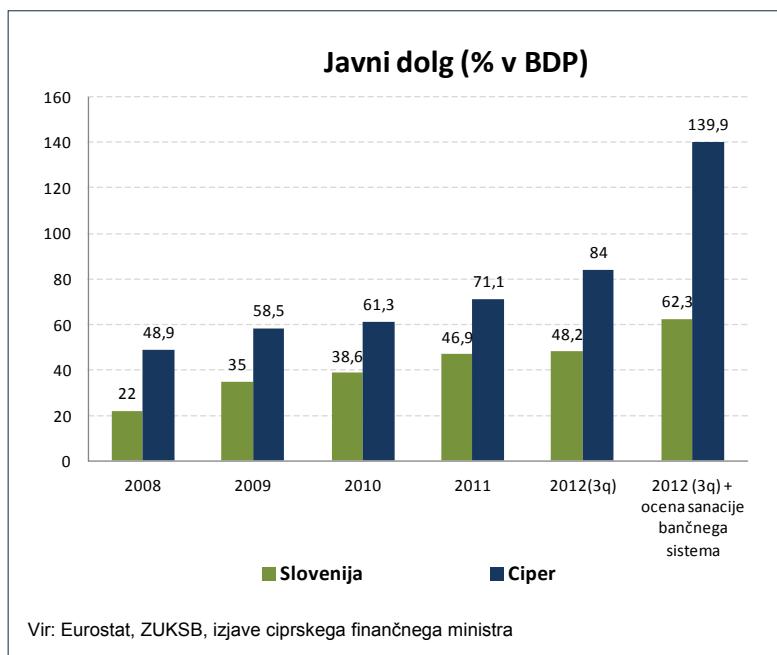
² http://www.ecb.int/stats/money/aggregates/bsheets/html/outstanding_amounts_2013-01.en.html).

³ Vir: Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=0&language=en&pcode=teina225>)

⁴ <http://www.cyprus-mail.com/bailout/christofias-bailout-necessary-evil/20121205>

⁵ http://www.mf.gov.si/fileadmin/mf.gov.si/pageuploads/Finan%C4%8Dni_sistem/ZUKSB.pdf (glej 3 točko uvoda, str.4)

3. Dolg ciprske države bo po sanaciji bančnega sektorja narasel na verjetno skrajno mejo vzdržnega, to je 140 % ciprskega BDP. **Dolg slovenske države bi po skrajni oceni sanacije slovenskega bančnega sektorja znašal bistveno nižjih 62 % BDP.** Za primerjavo: dolg Nemčije z AAA bonitetno oceno znaša 81,7 % BDP, evroobmočja kot celote pa 90,0 % BDP (podatki za 3. četrtletje 2012). Težava Slovenije torej ni v obsegu državnega dolga.
4. **Ciprski bančni sistem je prenapihnen**, bančna sredstva presegajo 7-kratnik BDP. Vsota sredstev slovenskih bank znaša 1,4-kratnik slovenskega BDP. Skupno jima je sicer sprožitev depozitne vojne med domačimi bankami, ki je v zadnjih letih močno dvignila depozitne obrestne mere tako na Cipru kot v Sloveniji. Visoke depozitne obrestne mere namreč močno znižujejo dobičkonosnost tekočega poslovanja bank in s tem zmožnost bank, da same sčasoma zagotovijo prepotreben kapital za svojo stabilizacijo.
5. Cipr je imel nekatere **značilnosti davčne oaze** oz. offshore bančnega modela, prijaznega do ruskega kapitala. Slovenija teh značilnosti nima. Tuji depoziti na Cipru v grobem predstavljajo skoraj tretjino vseh ciprskih bančnih depozitov. Ravno ta pretežno ruski denar pa je bil že v preteklosti pogosto kamen spotike med preostalo Evropo (npr. nemškimi finančnim ministrom) in Ciprom, ciprski finančni minister pa se je v preteklosti moral braniti pred očitki evropskih kolegov, da ciprski bančni sistem ne izvaja dosledno evropskih zakonov naperjenih zoper pralce denarja.



Bo slovenska država kmalu bankrotirala oz. potrebovala finančno pomoč?

Verjetno NE. Slovenski državi namreč v letošnjem letu v plačilo zapade predvsem dolg v obliki zakladnih menic. Te imajo ročnost med 3 in 18 meseci in jih v zadnjem letu ali dveh običajno pokupijo slovenske banke in drugi institucionalni vlagatelji. Običajna praksa je, da se za znesek zapadlih zakladnih menic kupi novoizdane zakladne menice istega izdajatelja, torej slovenske države. Slovenske banke so prvotne nakupe deloma financirale prek zadolževanja pri ECB, pri čemer slednja za svoja posojila od bank zahteva ustrezna zavarovanja (prvovrstne vrednostne papirje in kredite), ko teh zmanjka, pa jim nudi tudi izredno likvidnostno pomoč (ELA), vsebinsko torej posojila brez ustreznega zavarovanja. Slovenske banke imajo za posojila pri ECB zastavljeni dve tretjini celotnega za zavarovanje ustreznega premoženja⁶. Na voljo imajo torej še za okvirno 2 mrd EUR posojil ECB. Pričakujemo torej lahko, da bodo, če slovenska država postane nezmožna zadolžiti se na mednarodnih finančnih trgih, na njihovo mesto odločneje stopile slovenske banke in s tem kupile nekaj časa (morda leto dni) slovenski državi za izvedbo ukrepov za povrnitev kredibilnosti na mednarodnem finančnem trgu. Šele če izvedbe ukrepov ne bi bilo ali pa bi bili ti

⁶ Vir: Banka Slovenije, Stabilnost slovenskega bančnega sistema, december 2012, str. 39

neuspešni, potem bi sledila prošnja za finančno pomoč. Je pa potrebno omeniti, da ima seveda tudi dodatno zadolževanje države prek bank pri ECB svoje meje. Ta meja je okvirno 2 mrd EUR in ta znesek ne zadostuje za financiranje proračunskega primanjkljaja (okvirno 1,2 mrd EUR letno) in odločno dokapitalizacijo šibkih slovenskih bank (1 do 3 mrd EUR).

Bi lahko slovenska država enkrat v prihodnje bankrotirala oz. potrebovala finančno pomoč?

Morda, odvisno od proračunskega primanjkljaja oz. dinamike rasti državnega dolga. Problem Slovenije je namreč izjemno visok tekoči proračunski primanjkljaj iz leta v leto in pomanjkanje volje, da bi se znižal – če je verjetnost kratkoročnega bankrota Slovenije skoraj ničelna, je ta verjetnost, raztegnjena na nekaj let, znatna. To pa že danes močno draži srednjeročno zadolževanje in v zadnjih dneh skoraj onemogoča dolgoročno zadolževanje.

Kakšni bi bili pogoji za prejem finančne pomoči, če bi bila ta čez čas nujna?

Pogoji trojke za dodelitev ugodnega posojila državi v finančnih škripcih so odvisni od specifik države in vzrokov, ki so jo v neugodno finančno situacijo pripeljale. V Grčiji je bilo to »prebogato« življenje Grkov in še posebej javnih uslužbencev, na Cipru ekstremno napihnjen bančni sistem. Zato smo v Grčiji videli močno krčenje izdatkov proračuna, na Cipru kontroliran stečaj banke. V Sloveniji je ključen problem poleg luknje v bančnih bilancah, ki v veliki meri izvira iz nepremičninsko-gradbenega sektorja in finančnih holdingov, tekoči primanjkljaj in neučinkovit javni sektor. V zameno za pridobitev finančne pomoči bi najverjetneje morali sprejeti pogoje usmerjene v prestrukturiranje bančnega sektorja tako na ravni posameznih bank (npr. plan prestrukturiranja zaradi prejemanja državne pomoči) kot celotnega bančnega sektorja, pa tudi v dosledno izvajanje ukrepov državnega varčevanja in racionalizacije⁷. Specifika Slovenije je visok delež državnega lastništva v slovenskih podjetjih, tudi takih, ki so za samo delovanje države povsem nepomembna (nestrateška). Pričakujemo torej lahko, da bi bila eden izmed specifičnih slovenskih pogojev za prejem pomoči tudi zahteva po prodaji državnih deležev v slovenskih podjetjih in bankah. Slednje poleg neposrednega polnjenja proračuna s kupninami viša tudi dolgoročno perspektivo in konkurenčnost slovenskega gospodarstva.

Ali bi se lahko strošek sanacije slovenskega bančnega sistema prenesel tudi na nezavarovan del depozitov?

Ne. Račun za sanacijo slovenskih bank tudi v skrajno pesimistični različici ni tako visok, da bi zadolženost slovenske države lahko zvišal prek 120 % BDP (glej točko 3. na strani 2). To je neformalna meja, ko so pogoji za finančno pomoč v preteklih primerih pričeli postajati usmerjeni v odpise dolga, torej neposredne izgube upnikov države (kot je bil primer v Grčiji), če to ni dovolj pa tudi drugih upnikov (npr. bančnih upnikov propadlih bank v ciprskem primeru). Četudi bi zadolženost Slovenije preseгла to mejo, kar je skrajno neverjetno, pa bi pred depozitarji izgube doletele zasebne lastnike državnega dolga ter lastnike bančnih delnic in obveznic. Šele če ti odpisi dolga ne bi bili dovolj za znižanje dolga pod okvirno 120 % BDP, bi morda prišli na vrsto nezavarovani deli depozitov (nad 100 tisoč EUR). Verjetnost, da se to zgodi v Sloveniji, je po mojem mnenju praktično nična, zlasti pri t.i. »sistemskih« bankah. Sicer je posredni namen omejitve zneska pri jamstveni shemi ravno to, da večji deponenti delijo usodo drugih oseb, ki so propadli banki posojali denar, vendar tega glede na ustroj finančnega sistema v Sloveniji ni pričakovati.

Je to pomembno za vlagatelje na kapitalske trge?

Niti ne. Tečaji bančnih delnic in obveznic tako na Cipru kot drugod že v znatni meri odražajo vsa omenjena tveganja, za »normalnega« vlagatelja, ki globalno razprši premoženje, pa sta bančni sistem tako Cipra kot Slovenije t.i. »nesistematično« tveganje, torej nekaj, kar niti ni pomembno. Nenazadnje pa je potrebno vedeti, da so neposredne naložbe v vrednostne papirje in vzajemne sklade v lasti vlagateljev. Vrednost vlagateljeva premoženja je torej odvisna le od vrednosti naložb (delnic, obveznic) vzajemnega sklada in ne od morebitne bridke usode prodajalca vzajemnih skladov ali družbe, ki vzajemni sklad upravlja.

Zaključek

Slovenija ni Ciper in ukrepi, ki smo jim priča na Cipru (nadzorovan stečaj banke in izgube premožnih depozitarjev), v Sloveniji niso verjetni. Tuja pomoč pri dokapitalizaciji bank v zameno za odločno prestrukturiranje bančnega sektorja in izvedbo privatizacije, po drugi strani ni povsem izključena. Prepreči pa jo lahko le odločna izvedba

⁷ <http://www.esm.europa.eu/about/assistance/spain/index.htm>

ukrepov za povrnitev stabilnosti v slovenski bančni sistem in izboljšanje konkurenčnosti slovenskega gospodarstva, ki ni mogoča brez obsežne privatizacije.

Blaž Hribar, CFA
vodja analiz