

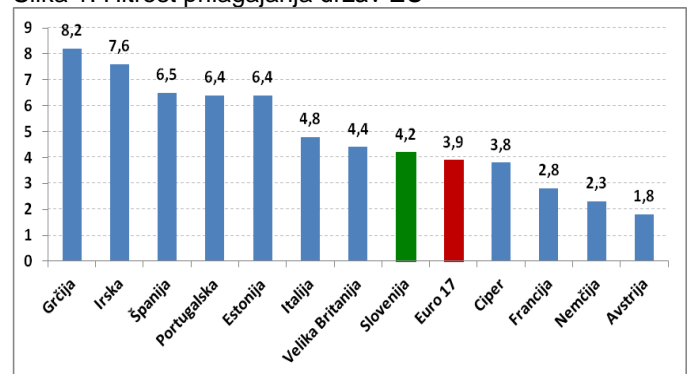
Pomoč Sloveniji samo še vprašanje časa!

V družbi NLB Skladi smo že leta 2010 opozorili na nujnost strukturno-varčevalnih reform, junija letos pa tudi na potrebno sanacijo bančnega sistema ter hkrati napovedali, da bo Slovenija brez hitrega in odločnega ukrepanja prisiljena zaprositi za pomoč. Danes postaja pomoč iz Evropskega mehanizma za stabilnost (ESM) čedalje bolj verjetna, pri čemer se v medijih pogosto omenja pomoč po španskem vzoru, ki je terjala predvsem reforme in prestrukturiranje v bančnem sistemu. Je španski scenarij realen za Slovenijo? Kaj bi pomoč iz sklada ESM pomenila za Slovenijo?

Pomoč Sloveniji po španskem scenariju? Ne!

Španija je namreč že pred prošnjo za pomoč s strukturno-varčevalnimi ukrepi opravila velik del domače naloge. Še več, na sliki 1 lahko vidimo, da je bila pri svojih ukrepih med najbolj aktivnimi članicami držav evroobmočja, kar je poleg ohlapne denarne politike Evropske centralne banke tudi glavni razlog, da se Španija danes za 10-letno posojilo zadolžuje po več kot 2 % točki nižji obrestni meri kot Slovenija. Slovenija namreč kljub dejstvu, da ima visoko nadpovprečne probleme, do danes ni sprejela skoraj nobenih reform, razen dvigov davkov, ki dodatno dušijo gospodarstvo. Zato lahko pričakujemo, da bi prošnji za pomoč, poleg nujnega prestrukturiranja v bančnem sistemu, zelo verjetno sledili tudi strogi pogoji pri varčevalno-strukturnih ukrepih.

Slika 1: Hitrost prilagajanja držav EU



Vir: Euro Plus Monitor.

So banke res največje breme slovenskega gospodarstva?

Slovenija naj bi po napovedih vlade dala tudi za 4 milijarde evrov poroštev slabi banki oz. DUTB, ki se, za razliko od poroštev DARS-u ipd., po metodologiji Eurostata všteta v javni dolg. Del tega zneska, po naši oceni polovico, bo slaba banka dobila nazaj po odprodaji slabih terjatev. Poleg tega na NLB Skladih ocenjujemo, da bo za sanacijo Factor banke in Probanke potrebnih 0,5 milijarde evrov, kar je več od napovedi vlade o 0,4 milijarde evrov visokem strošku sanacije teh dveh bank. Hkrati bodo za sanacijo treh največjih državnih bank po naši oceni potrebne približno 2,5 milijarde evrov, od česar naj bi del zagotovili lastniki hibridnih in podrejenih obveznic. Reševanje evropskih bank gre v smer porazdelitve odgovornosti, s čimer se želi omejiti prihodnji moralni hazard in pretiran strošek za davkoplačevalce. Evropska direktiva namreč pri takšnem načinu reševanja zahteva, da del bremena prevzamejo tudi lastniki bank, ki se jih rešuje, ter imetniki hibridnega in podrejenega dolga. Tako je bila pomoč iz sklada ESM v Španiji pogojena tudi s »striženjem« slednjih, ki so odvisno od podrejenosti instrumenta izgubili od 11 % do 61 % vrednosti naložbe, pri čemer je striženje največje pri najbolj podrejenih instrumentih (slika 2). Glede na evropsko direktivo, način reševanja Factor banke in Probanke ter napovedi vladi bo striženje pri imetnikih hibridnega in podrejenega dolga verjetno 100 %, kar v treh največjih državnih bank pomeni približno 0,5 milijarde evrov, depozitarji in imetniki navadnih obveznic pa ne bodo izgubili ničesar.

Slika 2: Striženje po instrumentih bank

STRIŽENJE (delež nominalne vrednosti)			
	Prednostne delnice	Podrejene obveznice brez dospeljta	Podrejene obveznice z dospelostjo
Bfa-Bankia	38%	36%	13%
Catalunya Banc	61%	40%	15%
Ncg Banco	43%	40%	13%
Banco Gallego	50%	39%	11%

Vir: FROB.

Okvirno bo torej davkoplačevalce nadaljnje čiščenje bančnega sistema stalo 4,5 milijard EUR. Če k temu dodamo še 1,3 milijarde evrov dokapitalizacij v treh največjih državnih bankah s strani tako zasebnih vlagateljev kot države od leta 2008 do danes, pridemo do 5,8 milijard evrov končnega stroška sanacije bank vse od leta 2008 oziroma približno 0,83 milijarde evrov letno. To je veliko, a vseeno opazno manj, kot je letni primanjkljaj samo v pokojninski blagajni, ki znaša že skoraj 1,5 milijarde evrov.

Sanacija bančnega sistema, ki je ožilje gospodarstva, je nujno potrebna, a so verjetno ravno tako ali celo še bolj potrebni ostri strukturno-varčevalni ukrepi. Zadolženost Slovenije se bo zaradi sanacije bank in približno 1,5 milijarde evrov visokega primanjkljaja v letu 2013 zvišala Slovenije s 54,1 % BDP konec 2012 na 77 % konec 2013 (slika 3), pri čemer je porast zadolženosti iz naslova dokapitalizacije bank odvisen samo od tega, ali bo dokapitalizacija bank izvedena v letošnjem ali šele prihodnjem letu. To je resda še vedno pod evropskim povprečjem, vendar pa za državo brez kredibilne zgodovine na kapitalskih trgih velja bistveno nižji prag pri zadolževanju. Tako bo tudi po končani bančni sanaciji nujna izvedba varčevalno-strukturnih reform (predvsem znižanje pokojnin in števila zaposlenih v javnem sektorju), ki bo znižala danes nadpovprečno visok proračunski primanjkljaj, kar bo omejilo nadaljnjo rast zadolženosti.

Kakšen bo vpliv pomoči na Slovenijo?

Iz slike 4 lahko vidimo, da se je Španiji po prošnji za pomoč julija 2012 strošek zadolževanja močno znižal. Začetno znižanje negotovosti ter s tem cene zadolževanje in rasti tečajev delnic španskih družb sicer sovпада tudi z napovedjo Evropske centralne banke o bolj ohlapni denarni politiki, nadaljnje nižanje cene španskega zadolževanja in rast tečajev delnic pa je posledica predvsem sprejemanja varčevalno-strukturnih ukrepov in prestrukturiranja bank ter s tem gospodarsko svetlejšje prihodnosti.

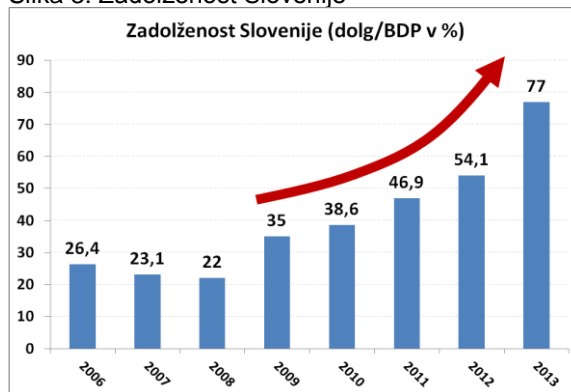
Kljub temu bi bilo za Slovenijo najboljšje, če sami sprejmemo reforme in saniramo banke ter si na ta način povrnemo pri vlagateljih izgubljeno kredibilnost, s čimer tujim vlagateljem pokažemo, da zmoremo sami pomesti pred svojim pragom. To bi nam srednje in dolgoročno najbolj znižalo ceno zadolževanja, saj bi nam kupci slovenskih državnih obveznic lažje verjeli, da bomo tudi v prihodnje, če bo to potrebno, sami sprejeli nujne ukrepe. Ker pa je takšna rešitev nizko verjetna, je pomoč ESM oziroma Trojke boljša izbira kot vzdrževanje trenutnega »statusa quo«, saj se lahko v tem primeru politiki pri sprejemanju nujno potrebnih reform izgovarjajo na pogoje iz pomoči.

Pomoč bi tako zaradi sprejemanja potrebnih strukturnih ukrepov iz danih zavez in zmanjšanja negotovosti pri tujih vlagateljih imela pozitiven učinek na gospodarsko rast in posledično tudi na tečaje delnic. Zaradi znižanja tveganja v očeh tujih vlagateljev bi se znižala cena zadolževanja Slovenije, vendar manj kot v primeru, če bi težave rešili sami. Hkrati bi bili tudi depoziti v saniranih bankah bolj varni, zato lahko v tem primeru pričakujemo nižanje depozitnih obrestnih mer, kar bi ustvarilo pogoje za cenejše kreditiranje gospodarstva in gospodinjstev. Po drugi strani bi bila takšna pomoč zaradi sprejemanja reform negativna predvsem za tiste, pri katerih so dohodki oziroma prejemki povezani z državnimi transferji.

Kakor koli že, pomoč Sloveniji iz sklada ESM je po našem mnenju samo še vprašanje časa, saj vlada, ne glede na barvo, ne namerava sprejeti reform za povečanje kredibilnosti na tujih trgih in s tem znižanje cene zadolževanja. Pogoji iz pomoči bodo posledično zagotovo precej ostrejši kot v Španiji in bodo obsegali ostre strukturno-varčevalne ukrepe. Mi za razliko od Špancev, ki so že pred prošnjo za pomoč sprejeli precej ukrepov, z resnimi reformami namreč nismo še niti začeli.

Marko Bombač, CFA
višji upravitelj premoženja

Slika 3: Zadolženost Slovenije



Vir: SURS, Eurostat in lastni izračuni.

Slika 4: Hitrost prilagajanja držav EU



Vir: Euro Plus Monitor.

Opozorilo: Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Trg republike 3, 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 osebne priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 8. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS št. 108/10 – UPB3, 78/11, 55/12 in 105/12-ZBAN-1-J; 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 389. člena ZTFI. 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 373. členu ZTFI. 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 katerikoli 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, 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 osebne premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajateljev 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.