

Řecko: Konec začátku konce?

Nejvýznamnější zprávou z minulého týdne byl osud plánované záchrany Řecka. Ještě před oznámením však stačily v polovině týdne vyrůst řecké úrokové sazby na úroveň, které indikovaly rychlý příchod bankrotu. 2leté sazby nad 20%, 10leté výnosy na úrovni 11%! Pro srovnání, v Německu se pohybují na 0,8%, respektive 3,05%. Obrázky níže zobrazují vývoj 10 a 2letých výnosů v Řecku.



Zdroj: Bloomberg

Trh vystavil Řecku pomyslnou „stopku“, proto všichni začali hledět do Evropy, a to především do Německa. Zvítězí záchranná akce nebo Řecko spadne pod tíhou vlastních dluhů do bankrotu? Německý ministr financí „kapituloval“ a výsledkem jsou tyto víkendové zprávy:

- Byl dohodnut balíček pomoci na příští 3 roky ve výši 110 mld. EUR, nyní je v procesu schvalování. V případě IMF je schvalovací proces již jen formalitou. Na začátku se hovořilo o 45 mld. EUR.
- V pátek 7/5 se koná speciální Summit k Řecku.
- Nový fiskální program řecké vlády: pracuje s novými makropředpoklady a předpokládá pokles schodku pod 3% HDP až v roce 2014 (původní program cílil r. 2012).
- V období 2010-2012 by měly být řecké úspory celkem 30 mld EUR.
- Nový fiskální program řecké vlády je pro trhy jistě realističtější, nicméně implikuje nárůst veřejného dluhu téměř až na 150% HDP v roce 2013.
- ECB: až do odvolání zrušila pro řecké státní dluhopisy (vč. garantovaných vládou) ratingové limity na kolaterál.
- Řecká vláda prodlužuje balíček na podporu likvidity v bankovním sektoru (17 mld. EUR) a založí Financial Stability Fund pro podporu bank.

Širší souvislosti a další varianty vývoje

Řecko získalo svou nezávislost v 19 století a za těch skoro 200 let novodobé existence již bylo mnohokrát v bankrotovém režimu. Při pohledu na následující čísla by nemělo nikoho překvapit, že se opět tento okamžik blíží. V současnosti činí státní dluh 275 mld. EUR, což se rovná 115% HDP. Deficit státního rozpočtu za loňský rok dosáhl astronomických 14% HDP (Evropský statistický úřad opět zhoršil předchozí data) a S&P snížila rating země na status prašivých bondů, tj. v neinvestičním pásmu.

Základní ukazatele Řecka

	2009	2014
Nominální HDP (mld. EUR)	237,5	225,6
Dluh (%HDP)	113,4	149,2
Deficit (% HDP)	-12,7	-2,9
Úrokové náklady (% HDP)	5	7,2
Dluh (mld. EUR)	269,3	336,7

Zdroj: Evropská komise

Řekové dlouhá léta žili nad své finanční možnosti a nezbude jim nic jiného než šetřit a škrtat zbytné výdaje výměnou za poskytnutí úvěrů. Řecká vláda přišla původně s celkovým balíčkem ve výši 24mld. EUR, který byl nově navýšen na 30 mld. Co v něm nalezneme?

- Zvýšení DPH o 3-5%
- Zvýšení průměrného věku odchodu do důchodu z 55 let na 67
- Zmrazení přijímání nových státních zaměstnanců
- Odstranění 13 a 14 platů ve státní sféře s příjmy nad 3 000 EUR, pro ostatní strop ve výši 1000 EUR
- Zmrazení platů ve státní sféře do roku 2014
- Zvýšení daní na alkohol, hazardní hry
- Zvýšení majetkových daní

Krize zažehnána?

Poskytnutím nových zdrojů financování se Řecko vymanilo z krize likvidity na 2-3 roky (pokud tedy nezačnou ustupovat od svých úsporných plánů). Otázkou je, zda nehrozí v budoucnu krize solventnosti. Vždyť v nadcházejících 5 letech je tato země nucena každý rok získat cca 50mld.EUR, což činí 250 mld. EUR. Přijetím úsporného balíčku se v zásadě nic nemění a pravděpodobnost restrukturalizace závazků (bankrot) je velmi vysoká. Objem dluhů totiž bude nadále růst k hranici 150% HDP! Řeckým problémem není to, že trh se k %recku obrátil zády, ale především strukturální problémy. Mzdové náklady v Řecku za poslední dekádu například vzrostly o 30% výše, než byla produktivita práce. Zatímco v Německu vytvářejí více zboží a služeb za méně peněz, v Řecku, a bohužel v dalších okolních zemích je situace obrácená. Tudy cesta k prosperitě nevede a do budoucna musí cena práce klesnout o cca 20%, aby se stalo Řecko konkurenceschopné.

Jaké existují další scénáře?

Scénář č. 1. Příprava na řízený bankrot

EU spolu s MMF připraví záchranný balíček, který zajistí Řecku potřebu financování na 2-3 roky. S postupem času však všichni zúčastnění zjistí, že objem dluhu nadále poroste a nic není systémově vyřešeno. Výsledkem bude postupná příprava na restrukturalizaci dluhu. Výsledkem bude řízený bankrot.

Vedlejší dopady:

- Růst úrokových nákladů v dalších postižených zemích (Portugalsko, Španělsko, Itálie, atd.)
- Trh bude vyžadovat ujištění a garance pro dluhy z ostatních zemí a možná je již nedostane
- Řetězová reakce restrukturalizace v okolních postižených zemích
- Pokračování poklesu eura
- Německé dluhopisy začnou mít vyšší rizikovou přírážku díky financování postižených zemí
- Problémy se přesunou do bankovního sektoru – zvýšené odpisy a odliv depozit
- Na konci odštěpení problémových států a nástup inflace?

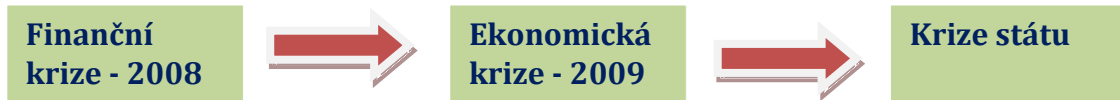
Scénář č. 2. Rychlý nástup bankrotu

Vedlejší dopady:

- Řekové budou doplácet na úsporné balíčky
- Zvýšení sociálního napětí, stávky, chaos
- Rychlé štěpení eurozóny na silnou a slabou část
- „Domino efekt“ v okolních zemích

- Výrazné krátkodobé oslabení eura
- Německé dluhopisy porostou
- Banky ve Francii, Německu a Švýcarsku zaznamenají vysoké ztráty

Vstupujeme do nové éry?



Případ Řecka nám ukazuje, že jsme možná vstoupili do další fáze krize, která nyní bude o státních financích. Řecko je jen špičkou ledovce a může výrazně ovlivnit další průběh událostí.

Podívejme se na finanční potřeby problémových států, které se v zahraničí označují jako země PIIGS – Portugalsko, Itálie, Irsko, Řecko a Španělsko. Pokud vezmeme v úvahu finanční požadavky pro tuto skupinu, dostáváme se do vyšších pater“ – v roce 2010 je nutno cca 600 mld. EUR a do roku 2013 plných 1 900mld. EUR. Nedávné, téměř desetinásobné, navýšení úvěrové kapacity MMF na 700 mld. USD by v případě „zamrznutí“ kapitálových trhů asi nestačilo. – viz tabulka Bank of America níže.

PIIGS' Total Financing Needs					
	2010	2011	2012	2013	Total
Greece					
Debt Maturing	15,772	31,317	31,735	24,878	103,702
Fiscal Deficit	21,770	14,341	7,392	5,469	48,971
Total Fin. Need	37,542	45,658	39,127	30,347	152,673
Portugal					
Debt Maturing	17,939	15,913	8,569	8,190	50,611
Fiscal Deficit	13,467	10,920	7,832	4,915	37,135
Total Fin. Need	31,406	26,833	16,401	13,105	87,746
Spain					
Debt Maturing	76,563	84,037	61,235	51,506	273,341
Fiscal Deficit	102,641	79,520	57,357	33,361	272,879
Total Fin. Need	179,204	163,557	118,592	84,867	546,220
Italy					
Debt Maturing	251,532	192,211	168,208	100,444	712,395
Fiscal Deficit	86,804	86,612	89,407	90,020	352,843
Total Fin. Need	338,336	278,823	257,615	190,464	1,065,238
Ireland					
Debt Maturing	8,587	4,648	5,955	6,028	25,218
Fiscal Deficit	18,636	16,219	12,006	7,947	54,809
Total Fin. Need	27,223	20,867	17,961	13,975	80,027
Total	613,711	535,738	449,696	332,758	1,931,904

Source: BofA

Hrozí přenesení problémů do ostatních zemí?

Určitým varováním je výsledek aukce 9,5mld. EUR 6m pokladničních poukázek v Itálii, kde se požadovaný výnos zvýšil na 0,81%, přičemž odhady hovořily o 0,57%. Také poptávka měřená podílem k nabídce dosáhla pouhých 1,02! Reakce na sebe nenechala dlouho čekat a Irsko odložilo nabídku dluhopisů plánovanou na květen s odůvodněním, že na trhu přetrvávají nepříznivé podmínky.

Slovo na závěr:

Kapitálové trhy dostaly pověstnou pilulku na uklidnění, jejíž efekt postačí Řecku na další 2-3 roky. V hledáčku investorů jsou však další regiony, které mohou dopadnout stejně, jen bude potřeba více peněz na jejich záchranu a zabránit tak morové nákaze v ostatních zemích. Skoro mi to připomíná vývoj v bankovním sektoru v USA v roce 2008. Nejprve tvrdé probuzení s případem Bear Stearns. První záchranný plán byl připraven, pak následovaly další – záchrana hypotečních agentur, AIG,... a pak se řeklo dost. Přišel pád Lehman Brothers, největší korporátní krach v dějinách (dluhy Řecka jsou proti tomu asi trojnásobné). Budeme svědky podobného procesu? Zřejmě ano. Záchranných plánů bude přibývat a s nimi i objem potřebných zdrojů do té doby, než se situace vrátí do normálu. Ale bude nová rovnováha opravdu stabilní? Historie říká, že ne. Ale to uvidíme za několik dalších let. Nyní jsme teprve na začátku a čeká nás bolestivá kúra potřebných reforem, zvýšených daní a rostoucích dluhů. Jedno je ale zřejmé, kdysi bezpečné státní dluhopisy budou rizikovější a naopak kvalitní podnikové dluhopisy mohou být vnímány jako mnohem bezpečnější investice. Velcí investoři to budou mít těžké. Kde hledat nový a bezpečný přístav pro své investice? Bude to Rusko, Čína nebo zvýšený zájem o zlato?



Milan Tomášek
ČP INVEST

P.S.: Objevil jsem velmi zajímavou debatu na téma:

Eurozóna: jeden za všechny a všichni za jednoho?

Doporučuji každému – hovoří se o strukturálních problémech, srovnává se tu Řecko s případem Švédska a Argentinou. Závěr: bez bolestivých reforem, snížených mezd a cen nemá Řecko šanci.

