IFP
Inštitút finančnej politiky
Ministerstvo financií SR
www.finance.gov.sk/ifp

Komentár 2012/13

8. júna 2012

# Grécky bankrot by verejné financie Slovenska mohol stáť 723 mil. eur

Pripravili: *Erik Bugyi, Juraj Franek*

**Súčasná politická situácia v Grécku zvýšila riziká bankrotu, ktorý by pravdepodobne ohrozil ekonomický vývoj v celej eurozóne. Dôsledky samotného neriadeného defaultu Grécka sú neisté a ťažko predpovedateľné. V tomto komentári počítame s priamymi fiškálnymi nákladmi bankrotu Grécka, ktorý by spôsobil jednorazové zvýšenie deficitu verejnej správy o 701 mil. eur (1,0% HDP) v okamihu vyhlásenia platobnej neschopnosti Grécka a výpadok v úrokových príjmoch rozpočtu vo výške 11 mil. eur ročne (0,02% HDP). Za roky 2012 a 2013 tieto sumy predstavujú náklad vo výške 723 mil. eur, čo v prepočte na jedného obyvateľa vychádza na 134 eur.**

*Vývoj v Grécku*

Nedávny politický vývoj v Grécku zintenzívnil diskusie o pokračujúcej dlhovej kríze v eurozóne. Grécko v súčasnosti čelí najvážnejšej hospodárskej kríze a kríze verejných financií v jeho novodobých dejinách. Svetová hospodárska a finančná kríza naplno odkryla štrukturálne nedostatky jeho hospodárstva, a prudký prepad HDP bol úzko prepojený s radikálnym zhoršením vývoja dlhu a deficitu. Deficit verejnej správy Grécka dosiahol v roku 2009 úroveň 15,6% HDP a dlh prudko vystúpil z úrovne 107% HDP v roku 2007 na 129% HDP v roku 2009 a krajina prestala byť schopná financovať si svoje záväzky bez medzinárodnej pomoci. Finančná pomoc od krajín eurozóny a Medzinárodného menového fondu (MMF) bola podmienená výraznými úspornými opatreniami, ktoré krajina priebežne realizuje. Možno to dokumentovať na vývoji cyklicky očisteného primárneho salda, ktoré sa z deficitnej úrovne 9,8% HDP v roku 2009 dostalo do prebytku vo výške 1,5% HDP v roku 2011, čo predstavuje zlepšenie o 11,3 p. b. za dva roky.[1]

**Tabuľka č.1: Vývoj verejných financií v Grécku (ESA 95, % HDP)**

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|
| Saldo verejnej správy | -6,5 | -9,8 | -15,6 | -10,3 | -9,1 |
| Primárne saldo VS | -2,0 | -4,8 | -10,4 | -4,7 | -2,2 |
| **Cyklicky očistené primárne saldo VS** | **-3,5** | **-5,7** | **-9,8** | **-3,1** | **1,5** |
| **Hrubý dlh verejnej správy** | **107,4** | **113,0** | **129,4** | **145,0** | **165,3** |

*Zdroj: Eurostat, EK*

Závislosť krajiny od medzinárodnej finančnej pomoci prehlbuje problémový grécky bankový sektor, ktorého primárnym zdrojom financovania sa tiež prostredníctvom ECB stáva zahraničie.

*Politický pat v Grécku...*

Hospodárska kríza a pokles životnej úrovne viedli v májových voľbách k podpore odporcov úsporných programov a k dočasnej neschopnosti politických strán zostaviť novú vládu. Politický pat v Grécku výrazne narušil pribiehajúcu finančnú pomoc, keďže sa v júni očakávalo schválenie ďalšieho úsporného balíčka. Prípadné neprijatie opatrení zvýšilo neistotu nielen ohľadom vývoja

[1] Za účelom vernejšieho zobrazenia konsolidačného úsilia gréckej vlády (t. j. ochoty šetriť) by bolo potrebné cyklicky očistené primárne saldo VS upraviť ešte aj o jednorazové vplyvy. Tieto údaje však nie sú k dispozícii. Nárast dlhu aj deficitu bol čiastočne zvýraznený aj zreálnením ich štatistického vykazovania.

v samotnom Grécku, ale aj ohľadom vývoja v celej eurozóne. Euro voči doláru prudko oslabilo a ceny akcií vrátane celosvetových poklesli.

*...môže ohroziť vývoj v eurozóne*

Hrozba neriadeného gréckeho bankrotu („Grefault") a jeho prípadný následný odchod z menovej únie („Grexit") predstavujú v súčasnosti najvýraznejšie riziko pre ekonomický vývoj eurozóny. Podiel gréckej ekonomiky na eurozóne je nízky (v súčasnosti dosahuje menej než 3%). Hlavným rizikom Grexitu pre eurozónu je však rozšírenie súčasnej nedôvery v schopnosť štátov splácať dlh na ďalšie krajiny, ktorá by mohla viesť k ich následnému odchodu z eurozóny. Ďalším rizikom spojeným s odchodom Grécka je možnosť narušenia homogénnosti eurových vkladov v eurozóne. V princípe by to znamenalo, že hodnota eura vloženého napríklad v Španielsku by sa nerovnala hodnote eura v nemeckej banke. Ľudia by totiž reálne počítali s možnosťou prekonvertovania eura do novej štátnej meny. Tento efekt je citeľný aj teraz (odlev depozitov z krajín periférie dosiahol v roku 2011 podľa Banky pre medzinárodné zúčtovania 180 miliárd eur), ale precedensom Grécka by sa výrazne zosilnil („bank run"). Uvedený vývoj by mohol nepriaznivo vplývať na finančný systém v celej eurozóne, čo by mohlo mať následne nepriaznivý dopad na vývoj všetkých ekonomík obchodných partnerov.

Vzhľadom na veľkú neistotu spojenú s odhadom makroekonomických vplyvov oboch scenárov sa v ďalšej časti zameriame výlučne na odhad priamych fiškálnych vplyvov, ktoré sú rovnaké bez ohľadu na to, či by Grécko po prípadnom vyhlásení platobnej neschopnosti odišlo z menovej únie alebo nie.

*Prehľad finančnej pomoci poskytnutej Grécku*

Grécko je v súčasnosti príjemcom finančnej pomoci z dvoch schém financovaných členskými krajinami EÚ a MMF. V máji 2010 bola schválená prvá finančná pomoc (Greek Loan Facility – GLF), v rámci ktorej sa členské štáty eurozóny (s výnimkou Slovenska rozhodli v priebehu najbližších troch rokov poskytnúť Grécku bilaterálne pôžičky v celkovej výške 80 mld. eur. MMF by poskytlo úvery v celkovej výške 30 mld. eur. Ku koncu decembra 2011 bolo z týchto prostriedkov vyčerpaných 52,9 mld. eur z pôžičiek od krajín eurozóny a v prepočte 20,1 mld. eur od MMF. Následne, vzhľadom na vyššiu potrebu finančnej pomoci bol v marci 2012 schválený druhý program pre Grécko. V rámci neho sa členské krajiny eurozóny dohodli do roku 2014 poskytnúť Grécku prostredníctvom Európskeho nástroja finančnej stability (angl. skratka EFSF) pomoc v celkovej výške 144,6 mld. eur, pričom MMF poskytne v rovnakom období 28 mld. eur. K dnešnému dňu bolo z tejto pomoci poskytnutých 65,9 mld. eur z EFSF a 1,7 mld. eur z MMF.

**Tabuľka č.2: Prehľad finančnej pomoci poskytnutej Grécku (mld. eur)**

| | eurozóna | MMF | Spolu |
|---|---|---|---|
| **Prvý program (GLF)** | | | |
| Disponibilné prostriedky (2010-2013) | 80,0 | 30,0 | 110,0 |
| **Poskytnuté prostriedky*** | **52,9** | **20,1** | **73,0** |
| **Druhý program vrátane PSI**** | | | |
| Disponibilné prostriedky (2012-2014) | 144,6 | 28,0 | 172,6 |
| **Poskytnuté prostriedky** | **65,9** | **1,7** | **67,4** |

*Pozn.: * Slovensko sa nezúčastnilo* *Zdroj: EK, MMF*

*** Ide o tzv. private sector involvement, t.j. zahrnutie súkromného sektora, ktoré spočíva v odpísaní časti svojich pohľadávok voči Grécku výmenou za štátne dlhopisy Grécka s dlhšou splatnosťou a odloženými úrokovými platbami a dlhopisy EFSF. Uvedená suma je bez kolaterálu ECB (bližšie vysvetlenie v prílohe).*

Okrem týchto schém využíva Grécko resp. grécke banky dostupné nástroje Eurosystému. Ide predovšetkým o tzv. ELA (Emergency Liquidity Assistance), t.j. prostriedky, ktoré poskytuje Grécka národná banka gréckym bankám pokiaľ majú problémy s likviditou. Nutnosť tejto pomoci je spôsobená hlavne odlevom vkladov z gréckych bánk, pričom banky nie sú schopné premeniť svoje existujúce aktíva na likvidnú formu a vyplatiť tak svoje záväzky na strane vkladov. ELA predstavuje

úver od národnej banky, zvyšuje bilančnú sumu súvah bánk a na jeho poskytnutie sa vyžaduje kolaterál.

Podobnou formou finančnej pomoci bolo použitie neštandardného nástroja menovej politiky – dvoch tendrov na dodanie likvidity celému bankové sektoru v eurozóne tzv. LTRO (Long Term Financial Operations). Tieto úvery mali splatnosť 3 roky, v prvom tendri poskytla ECB úvery za 489 mld. eur pre celkovo 523 bánk zo všetkých krajín eurozóny, v druhom tendri celkovo 530 mld. eur pre 800 bánk. Za tieto úvery podobne ako pri úveroch ELA sa vyžaduje poskytnutie kolaterálu. ECB nezverejnila presnú štruktúru rozdelenia úverov z LTRO pre jednotlivé banky ani pre krajiny, takže nie je možné jednoznačne povedať akú veľkú sumu získali banky v Grécku.

Ďalšou formou ako je Grécko napojené na eurosystém sú záväzky Grécka vyplývajúce z platobného systému TARGET2. Tieto záväzky vznikajú v krajinách, ktoré majú problémy s deficitmi platobnej bilancie.

Uvedené mechanizmy eurosystému slúžia na dodanie likvidity krajinám resp. bankám pri problémoch s likviditou a ako garancia sú požadované kolaterály. Vzhľadom na to, že problémy gréckych bánk sú hlavne problémami solventnosti a nie likvidity je možné, resp. pravdepodobné, že banky nebudú schopné splatiť jednotlivé formy pomoci. Vzhľadom na veľmi uvoľnené podmienky prijímania kolaterálov, kde sa za kolaterál prijímajú aj aktíva z nízkou trhovou hodnotou, nebude pravdepodobne možné vyrovnať všetky záväzky z týchto záloh.

Je veľmi problematické vyčísliť vplyv nesplatenia týchto foriem pomoci na verejné financie, keďže ECB a jednotlivé centrálne banky členských štátov nie sú súčasťou sektora verejnej správy a ich prípadný vplyv na verejné financie by závisel od množstva nepredvídateľných faktorov a rozhodnutí predovšetkým na strane ECB. Navyše chýbajú verejne dostupné informácie o detailoch jednotlivých operácií. Najpravdepodobnejšie je, že potenciálna realizácia strát z týchto nástrojov spôsobená vyhlásením prípadným platobnej neschopnosti Grécka bude absorbovaná samotným kapitálom Eurosystému a jeho kapitálovými fondmi (nerozdelený zisk).

*Priame fiškálne vplyvy*

Za predpokladu, že by došlo k vyhláseniu platobnej neschopnosti Grécka a nedošlo by k žiadnemu splateniu záväzkov, tak odpísanie poskytnutých prostriedkov (pohľadávok voči Grécku) by malo nasledovné fiškálne vplyvy:

- v prípade vplyvu na výšku hrubého dlhu verejnej správy by nedošlo k žiadnej zmene, keďže vplyv na dlh bol podľa rozhodnutia Eurostatu zaznamenaný už v čase poskytnutia prostriedkov (bilaterálne pôžičky krajín eurozóny a EFSF). K zmene dôjde v strednodobom horizonte, keďže pôvodne išlo o pomoc, ktorú malo Grécko v určitom momente splatiť, čím by aj dlh krajín eurozóny podieľajúcich sa na finančnej pomoci poklesol. V dôsledku vyhlásenia platobnej neschopnosti Grécka by však takáto situácia nenastala.
- vplyv na saldo verejnej správy by bol dvojaký. V okamihu vyhlásenia platobnej neschopnosti by sa podľa pravidiel ESA 95 zaznamenal kapitálový transfer (znamenajúci nevymožiteľnosť pohľadávky voči Grécku), čo by jednorazovo negatívne ovplyvnilo saldo verejnej správy. Druhý, trvalý vplyv na saldo by nastal preto, že by členské krajiny znášali náklady spojené s obsluhou a refinancovaním dlhu, ale vzhľadom na neplnenie záväzkov zo strany Grécka by krajiny nemali úrokové príjmy.
- v prípade MMF by potenciálne straty znášala uvedená inštitúcia. V tomto prípade je potrebné posúdiť, či by k takejto situácii došlo a akým spôsobom by sa tieto straty vykryli (buď z vlastných zdrojov alebo prostredníctvom navýšenia členských kvót, čo by malo fiškálne vplyvy na jednotlivé členské krajiny). Vzhľadom na to, že neplatenie záväzkov voči MMF[2] by pre Grécko znamenalo prakticky nulový prístup k externému financovaniu na najbližšie

[2] MMF má postavenie preferovaného veriteľa, čo znamená, že splatenie záväzkov dlžníckej krajiny voči fondu má prednosť voči iným externým záväzkom. Čiže ak by sa Grécko rozhodlo splatiť časť svojich záväzkov, tak v prvom rade by sa splatili záväzky voči MMF.

obdobie a „pôžičky MMF majú tvrdohlavý zvyk byť splatené úplne“ [3], IFP nepovažuje takýto scenár za pravdepodobný. Z uvedeného dôvodu sa v ďalších výpočtoch neuvažuje s potenciálnymi negatívnymi fiškálnymi vplyvmi kvôli potrebe dodatočného navýšenia zdrojov MMF.

**Tabuľka č.3: Fiškálne vplyvy z finančných pomocí Grécku (mil. eur)**

| | dlh | požadovaný výnos (v % p. a.)* | úrokové náklady |
|---|---|---|---|
| 1. Prvý grécky program - bilaterálne pôžičky | 52 900 | 2,97 | 1 571 |
| z toho: podiel Slovenska | 0 | | 0 |
| 2. Druhý grécky program - EFSF | 65 900** | 1,50 | 989 |
| z toho: podiel Slovenska | 701 | | 11 |
| **Vplyv na eurozónu (1+2)** | **118 800** | | **2 560** |
| **z toho: podiel Slovenska** | **701** | | **11** |

*Pozn.: * postup použitý pri odhade požadovaného výnosu je uvedený v prílohe* *Zdroj: IFP*
*** ide o sumu poskytnutých prostriedkov z EFSF bez kolaterálu ECB*

Vzhľadom na to, že Slovensko sa nezúčastnilo prvej gréckej pôžičky, priamy vplyv na verejné financie majú iba operácie EFSF. Podiel Slovenska na EFSF je v súčasnosti 1,0644%, t.j. takýmto percentom sa Slovensko podieľa na aktívach, pasívach, výnosoch a nákladoch EFSF.

Nesplácanie záväzkov Grécka by za uvedených predpokladov malo priamy negatívny vplyv na saldo verejnej správy, a to v podobe:

- **jednorazového zvýšenia deficitu bez hotovostného plnenia[4] o 701 mil. eur (1,0% HDP) v okamihu vyhlásenia platobnej neschopnosti Grécka**
- **a výpadku v úrokových príjmoch rozpočtu približne vo výške 11 mil. eur ročne (0,02% HDP).**

V okamihu vyhlásenia platobnej neschopnosti by nedošlo k žiadnej zmene hrubého dlhu verejnej správy, keďže ten sa zaznamenáva v čase poskytnutia pôžičky a emisií dlhových nástrojov EFSF (na základe súčasných informácií by finančná pomoc Grécku prispela k nárastu dlhu Slovenska v roku 2012 približne vo výške 0,7 mld. eur, čo je 1,0% HDP).

*Záver*

Cieľom komentára bol orientačný výpočet priamych fiškálnych nákladov pre verejné financie Slovenska v prípade gréckeho bankrotu. Táto suma predstavuje 723 miliónov EUR za roky 2012 a 2013, čo predstavuje 134 EUR na jedného obyvateľa. Musíme však zdôrazniť, že neistota okolo riešenia dlhovej krízy v eurozóne je obrovská a náš odhad je preto potrebné interpretovať ako striktne podmienené stanovenými predpokladmi a predpokladanými reakciami niektorých dotknutých inštitúcií (najmä EFSF, ECB, MMF).

[3] O histórii splácania dlhov voči MMF sa zmieňuje Rogoff (2002) v článku Moral Hazard in IMF loans How Big a Concern? (Finance and Development, September 2002, Volume 39, Number 3).
[4] K hotovostnému plneniu by došlo vtedy, ak by EFSF prestala refinancovať uvedené záväzky a povinnosť splatenia istiny by prešla na členské krajiny.

## Príloha - Vplyv nesplatenia záväzkov Grécka na verejné financie

### Prehľad podmienenej finančnej pomoci Grécku

Grécko je v súčasnosti príjemcom finančnej pomocí z dvoch schém financovaných členskými krajinami EÚ a Medzinárodným menovým fondom (MMF). V máji 2010 bola schválená prvá finančná pomoc (Greek Loan Facility – GLF), v rámci ktorej sa členské štáty eurozóny (s výnimkou Slovenska) plus SE, DK, UK rozhodli v priebehu najbližších troch rokov poskytnúť Grécku bilaterálne pôžičky v celkovej výške 80 mld. eur. MMF by poskytlo úvery v celkovej výške 30 mld. eur. Ku koncu decembra 2011 bolo z týchto prostriedkov vyčerpaných 52,9 mld. eur z pôžičiek od krajín eurozóny a v prepočte 20,1 mld. eur od MMF.

**Tabuľka č.6: Prvý grécky program (GLF) - prehľad (mld. eur)**

| tranža | dátum poskytnutia | eurozóna* | MMF | Spolu |
|---|---|---|---|---|
| **Disponibilné prostriedky (2010-2013)** | | **80,0** | **30,0** | **110,0** |
| **Poskytnuté prostriedky** | | **52,9** | **20,1** | **73,0** |
| 1 | máj 2010 | 14,5 | 5,5 | 20,0 |
| 2 | september 2010 | 6,5 | 2,6 | 9,1 |
| 3 | december 2010 / január 2011 | 6,5 | 2,5 | 9,0 |
| 4 | marec 2011 | 10,9 | 4,1 | 15,0 |
| 5 | júl 2011 | 8,7 | 3,2 | 11,9 |
| 6 | december 2011 | 5,8 | 2,2 | 8,0 |

Poznámka: * s výnimkou Slovenska

Zdroj: EK[5]

Následne vzhľadom na vyššiu potrebu finančnej pomoci bol v marci 2012 schválený druhý program pre Grécko. V rámci neho sa členské krajiny eurozóny dohodli do roku 2014 poskytnúť Grécku prostredníctvom Európskeho nástroja finančnej stability (angl. skratka EFSF) pomoc v celkovej výške 144,6 mld. eur, pričom MMF poskytne v rovnakom období 28 mld. eur. K dnešnému dňu bolo z tejto pomoci poskytnutých 65,9 mld. eur z EFSF a 1,7 mld. eur z MMF. Súčasťou druhého programu bolo aj zahrnutie súkromného sektora (private sector involvement – PSI), ktorý odpísal časť svojich pohľadávok voči Grécku výmenou za štátne dlhopisy Grécka s dlhšou splatnosťou a odloženými úrokovými platbami a dlhopisy EFSF.

**Tabuľka č.7: Druhý grécky program vrátane PSI - prehľad (mld. eur)**

| tranža | dátum poskytnutia | EFSF | MMF | Spolu |
|---|---|---|---|---|
| **Disponibilné prostriedky (2012-2014):** | | **144,6** | **28,0** | **172,6** |
| - z toho: PSI (bez ECB kolaterálu) | | 35,5 | - | 35,5 |
| - z toho: druhý grécky program | | 109,1 | 28,0 | 137,1 |
| **Poskytnuté prostriedky:** | | **65,9** | **1,7** | **67,6** |
| **- PSI (bez ECB kolaterálu)** | | **34,5** | **-** | **34,5** |
| PSI sweetener | marec - apríl 2012 | 29,7 | - | 29,7 |
| accrued interest | marec - apríl 2012 | 4,8 | - | 4,8 |
| **- Druhý grécky program** | | **31,4** | **1,7** | **33,1** |
| 1 | 19.3.2012 | 5,9 | 1,7 | 7,6 |
| 2 | 10.4.2012 | 3,3 | - | 3,3 |
| 3 | 19.4.2012 | 18,0* | - | 18,0 |
| 4 | 10.5.2012 | 4,2 | - | 4,2 |
| *p.m. ECB kolaterál* | *7.3.2012* | *35,0* | - | *35,0* |

* pozn.: v rámci 3. tranže určenej na rekapitalizáciu bankového sektora bolo pre Grécko uvoľnených 25 mld. eur, pričom k dnešnému dňu sa čerpala vo výške 18 mld. eur

Zdroj: EFSF[6], MMF

[5] http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/greek_loan_facility/index_en.htm
[6] http://www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm

ECB kolaterál vo výške 35 mld. EUR slúžil na hladký priebeh PSI transakcie a Grécku bol vyplatený v podobe EFSF dlhopisov. Tieto boli následne presunuté do ECB a nahradili tak kolaterál, ktorý ECB nemohla prijať (grécke dlhopisy v reštrukturalizácii). V prípade bankrotu Grécka by tieto dlhopisy boli navrátené z ECB do EFSF. Znamená to, že sa nepredpokladá realizácia uvedených garancií a teda táto operácia nemá vplyv na dlh krajín eurozóny.

**Vplyv na verejné financie - odhad úrokových mier**

Priame ročné fiškálne náklady je možné odhadnúť prostredníctvom priemernej úrokovej miery získania, resp. refinancovania zdrojov poskytnutých Grécku (za predpokladu, že úroková sadzba za poskytnutú pomoc Grécku je zhodná so sadzbou na získanie zdrojov na finančných trhoch):

- V prípade bilaterálnych pôžičiek si zdroje zabezpečovali jednotlivé členské krajiny eurozóny, pričom nie sú k dispozícii podrobné údaje o nákladoch na získanie uvedených zdrojov. Z toho dôvodu IFP odhadlo priemernú úrokovú sadzbu. Východiskom pre odhad bol vážený priemerný výnos 10-ročných dlhopisov krajín eurozóny (s výnimkou Grécka). Uvedený výnos bol následne upravený tak, aby zodpovedal priemernej splatnosti portfólia cenných papierov emitovaných členským štátmi eurozóny (približne 5 rokov). Výsledkom je požadovaný výnos vo výške 3,0 % p. a. Tento predpoklad nemá žiadny vplyv na priame fiškálne vplyvy pre Slovensko, možno ním len ilustrovať vplyvy na ostatné krajiny eurozóny.
- V prípade pôžičiek z EFSF IFP vychádzalo z nákladov na ich financovanie prostredníctvom emisií pokladničných poukážok a dlhopisov. Vzhľadom na to, že nie je možné konkrétnu tranžu úveru spárovať s dlhovým nástrojom, bol odhadnutý priemerný požadovaný výnos z tých cenných papierov, ktoré boli emitované približne v čase poskytnutia tranží úverov Grécku. Výsledná hodnota požadovaného výnosu súčasného portfólia je 0,83% p.a, čo je ovplyvnené zameraním portfólia na nástroje s veľmi krátkou splatnosťou. Vzhľadom na očakávané predlžovanie splatnosti dlhopisov a predpokladaný vplyv nesplácania záväzkov Grécka na rizikové prirážky sa v ďalších výpočtoch uvažuje s požadovaným výnosom vo výške 1,5% p.a. Odhad uvedenej sadzby vychádza aj z predpokladu, že refinancovanie dlhových nástrojov bude naďalej zabezpečovať EFSF a nie samotné členské štáty (s rozličnými rizikovými prirážkami).