



Môže Španielsko a Taliansko žiadať o pomoc z eurovalu?

Branislav Frkáň
Národná banka Slovenska

Rok 2011 priniesol vážne obavy, že po Grécku, Írsku a Portugalsku sa o pomoc zo záchranných mechanizmov budú musieť uchádzať aj Španielsko a Taliansko. Stav verejných financií a základných makroekonomických ukazovateľov sa v týchto dvoch krajinách v priebehu štyroch krízových rokov výrazne zhoršil, významné riziko tkvie aj v bankovom sektore. Politickí predstavitelia prišli s ambicióznymi plánmi na ozdravenie svojich ekonomík, ich naplnenie je však otázne.

Po tom, čo sa rok 2010 stal najťažším v dovtedajšej histórii hospodárskej a menovej únie, keď sa Grécko a následne Írsko dostali do situácie znemožňujúcej získavať potrebné finančné prostriedky na finančných trhoch, prišiel rok 2011, ktorý ho z hľadiska napätia a obáv o menovú úniu bez problémov prekonal. Okrem toho, že k žiadosti o pomoc bolo nútené prihlásiť sa aj Portugalsko a že plán návratu Grécka na finančné trhy v roku 2011 bol iba želaním vedúcim k dohadovaniu druhého kola pomoci, pozornosť trhov sa upriamila aj na tretiu a štvrtú najväčšiu ekonomiku eurozóny – Taliansko a Španielsko. V mesiacoch august a november sa výnosy 10-ročných vládnych dlhopisov týchto dvoch krajín vyšplhali k hodnotám 6 až 7 %. Politikom spolu s Európskou centrálnou bankou sa danú situáciu zatiaľ podarilo ustáť a žiadosť o pomoc odvrátiť. Otázkou ale zostáva, či sa predsa len ku Grécku, Írsku a Portugalsku v roku 2012 nepripojí ďalšia krajina. Na základe makroekonomickej situácie a stavu bankového sektora je najvýraznejším adeptom Španielsko.

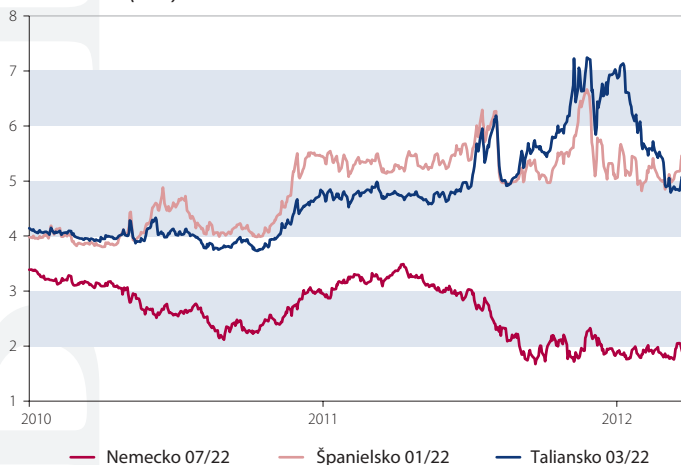
Z hľadiska hospodárenia štátu patrilo Španielsko v predkrízovom období k úspešnejším krajinám. V roku 2007 sa hodnota celkového dlhu

voči HDP nachádzala na úrovni 36,2 %, kam sa v priebehu približne 10 rokov ukazovateľ dostal postupným znižovaním. Štátny rozpočet sa po predchádzajúcom období miernych deficitov nachádzal v rokoch 2005 až 2007 v prebytkoch. Nezamestnanosť sa znižovala, v roku 2007 sa dostala na úroveň 8,3 %.

Obdobie krízy ale prinieslo doslovný prepád. Prebytky hospodárenia sa zmenili na výrazné deficity, 11,2 % v roku 2009 a 9,3 % v roku 2010. Krajina si stanovila cieľ: 6 % deficit v roku 2011, 4,4 % deficit v roku 2012 a 3 % deficit v roku 2013. Slabé miesta plánu sa však objavili hneď na začiatku tohto nesporne pozitívneho zámeru. Predchádzajúca vláda hospodárila v roku 2011 s deficitom 8,6 % namiesto plánovaných 6 % a hoci nový premiér Rajoy na rok 2012 v Bruseli prisľúbil 4,4 %, o pár dní neskôr jednostranne oznámil, že deficit v krajine bude 5,8 %. Následnými konzultáciami Brusel dosiahol cieľenie na 5,3 %, v každom prípade však bola spochybnená už i tak slabá dôvera vo fiškálny pakt a jednotnosť európskych krajín aspoň v tejto oblasti. Nároky na úspory Španielska sa výrazne zvýšili, z plánovaných 16,5 mld. € je to momentálne približne 30 mld. €. Analytici posunuli svoje očakávania 3 % deficitu až na rok 2014 a odniesli si to i výnosy. Celkový dlh krajiny sa približuje k 70 % HDP. Nezamestnanosť prudko stúpila o takmer 15 percentuálnych bodov na alarmujúcich 23 % s výhľadom ďalšieho nárastu až do roku 2013. Na porovnanie nezamestnanosť v eurozóne sa nachádza na už i tak vysokých 10,2 %. Nová vláda prichádza okrem iného i s reformami na spružnenie trhu práce. Otázkou je ale doba vstupu týchto reforiem do platnosti a ich skutočné zavedenie vo všetkých, do vysokej miery nezávislých regiónoch. Detaily viacerých opatrení ešte nie sú známe alebo sa môžu zmeniť, prípadne krátkodobu môžu mať i negatívny vplyv na zamestnanosť (napr. obmedzenie predĺžovania dočasných pracovných kontraktov na dva roky z pôvodných troch). Razantné odzrkadlenie reformnej snahy na miere nezamestnaných však v najbližšom období nemožno očakávať.

Za predpokladu, že krajina dosiahne deficit štátneho rozpočtu na úrovni 3 % HDP s jednoroč-

Graf 1 Vývoj 10-ročných dlhopisov Španielska, Talianska a Nemecka (v %)



Zdroj: Bloomberg.



ným oneskorením oproti plánu, čiže v roku 2014, a vývoj rastu ekonomiky bude v najbližších troch rokoch v priemere -0,4 % HDP ročne, krajina bude potrebovať ušetriť sumárne 58 mld. € (resp. zvýšiť príjmy o túto sumu). To predpokladá vznik nového zadlženia počas najbližších troch rokov v sume 130 mld. €. Krajina súčasne potrebuje refinancovať dlhové záväzky splatné v rokoch 2012 až 2014 v sume 165 mld. €. Európsky mechanizmus pre stabilitu (ESM), čiže trvalý euroval, má mať celkový kapitál 700 mld. €, z ktorého tvorí splatný kapitál 80 mld. €, zvyšok sú záruky. Podiel Španielska tvorí 11,9 %, čo je 9,5 mld. €. Krajina má možnosť splatiť dané prostriedky v piatich rovnakých splátkach počas najbližších troch rokov. Španielsko tak čaká v rokoch 2012 až 2014 vstup na finančné trhy s cieľom získať zhruba 294 mld. €, čo je blízko 30 % HDP.

Taliansko patrí z hľadiska ukazovateľov, ako je rast HDP či stav zadlženosti dlhodobo k najslabším krajinám eurozóny. Súčasný obraz o ekonomike sa momentálne pokúša zvrátiť nová úradnícka vláda M. Montiho, ktorému sa veľmi rýchlo podarilo zaradiť k dvojici Merkelová a Sarkózy a vytvoriť dojem o opätovnom významnom politickom postavení krajiny v rámci Európy. Vláda sa potrebuje vysporiadať najmä s alarmujúcou hodnotou dlhu. Z hľadiska zadlženosti voči HDP sa Taliansku podarilo síce za približne 10 rokov dostať z úrovne 120 % HDP na 103 % (rok 2007), štyri krízové roky však posunuli tento dôležitý ukazovateľ späť k 120 %. Od roku 2000 rástla ekonomika Talianska priemerným tempom 0,65 % a počas existencie HMÚ vždy dosahovala podpriemerný rast. Predpoklady analytikov, ako aj názor centrálnej banky je, že sa krajina vráti k miernemu hospodárskemu rastu v roku 2013 po 1,5 % poklese v tomto roku.

Plán Talianska je, mierne povedané ambiciózne, obsahuje cieľ dosiahnuť vrchol zadlženosti na úrovni 120 % v roku 2012 a následne vďaka prebytkovému hospodáreniu má pokračovať v klesajúcom trende až na úroveň 90 % v roku 2020. Plán predstavuje zvýšiť prebytok primárneho rozpočtu z aktuálnych 1,0 % na 5,5 % do roku 2013. Celkový deficit štátneho rozpočtu by sa mal vyrovať do roku 2014.

Súčasťou talianskych plánov sú, samozrejme, aj reformy trhu práce zamerané na zvýšenie jeho flexibility, podpora hospodárstva pomocou deregulácie a podpory malých firiem, znižovanie cenových taríf, podpora konkurencieschopnosti a liberalizácia niektorých odvetví. Chystá sa pustiť aj do zmeny sociálneho systému.

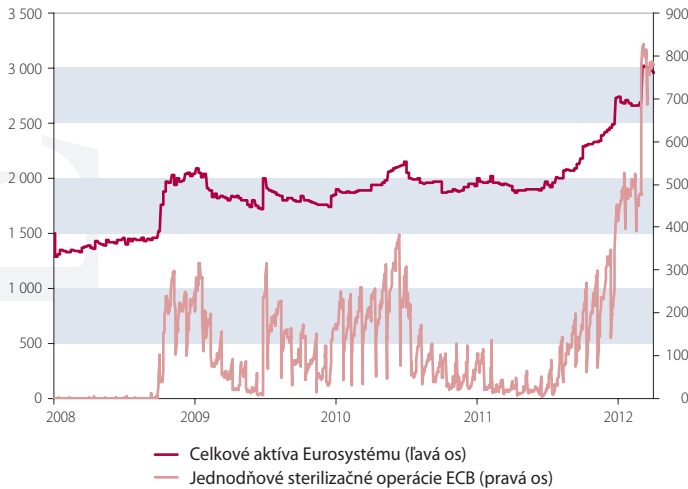
Krajina potrebuje v priebehu rokov 2012 až 2014 refinancovať splatné dlhopisy v sume 595 mld. € (z toho viac ako 40 % v roku 2012). Za predpokladu návratu k hospodárskemu rastu v rokoch 2013 a 2014 a vyrovnanému rozpočtu v roku 2014 by Taliansku odhadom vznikol nový dlh 52 mld. €. Príspevok Talianska do aktuálneho ESM pri 17,9 % podiele na negarančnej časti 80 mld. € predstavuje 14,3 mld. €. Sumárne tak krajina potrebuje získať 661 mld. €.

Úroveň, pri ktorej je už vysoká pravdepodobnosť, že krajina bude musieť požiadať o pomoc, je nárast výnosov pri 10-ročnej splatnosti na 7 %. Tam sa výnosy Talianska koncom roka 2011 dostali viackrát. Podobne to platilo v prípade už zachraňovaných krajín. Výnosy gréckych 10-ročných dlhopisov atakovali začiatkom roka 2010 hodnoty 7 %, keď sa ukázalo, že krajina hospodárila v roku 2009 s deficitom 12,7 % HDP oproti 5 % odhadom. Žiadosť o pomoc prišla v apríli, keď došlo k ďalšej revízii deficitu na 13,6 % HDP. Keď sa v Írsku v septembri 2010 opäť zvýraznil ťažký prístup tamojších bánk na finančné trhy, výnosy štátnych dlhopisov pri 10-ročnej splatnosti presiahli hodnotu 6 % a naďalej rýchlo rástli. Potreba a zároveň rozhodnutie írskej vlády rekapitalizovať tamojší bankový sektor spôsobili deficit krajiny na úrovni 32 % HDP a neschopnosť financovať sa na trhu. Výnosy 10-ročných portugalských dlhopisov prelomili úroveň 7 % v priebehu apríla 2011 a v máji bolo nútené požiadať o pomoc z eurovalu a MMF.

Jednou z ciest k rastúcim výnosom je pokračovanie v neplnení stanovených cieľov podobne, ako to bolo začiatkom roka 2012 v prípade Španielska. No aj za predpokladu, že by sa Španielsku a Taliansku skutočne podarilo dodržať stanovené ambiciózne ciele, či už v oblasti rastu alebo výšky dlhu či deficitu, vyriešiť verejné financie nestačí. Významné riziko sa totiž nachádza v bankovom sektore a banky, ktoré sa so svojimi problémami nebudú vedieť vysporiadať samy a budú príliš veľké, aby existovalo odhodlanie nechať ich padnúť, budú musieť zachraňovať domáce vlády. No a podobne, ako ilustruje príklad Írska, takáto záťaž na verejné financie nemusí byť zvládnuťelná. Platí to hlavne pre Španielsko, ktoré je spolu s Írskom najviac zasiahnuté prasknutím bubliny na hypotekárnom trhu. Tamojšia vláda požaduje, aby banky zvýšili kapitál celkovo o 50 mld. € práve na krytie strát súvisiacich s trhom nehnuteľností. Nízka kvalita a nepostačujúci kapitál sa v roku 2011 výrazne prejavili v nízkej likvidite, resp. neschopnosti bánk financovať sa na trhu. Ako prvý sa pokúšal presvedčiť trhy, že situácia v bankovom sektore je v poriadku, Európsky orgán pre bankovníctvo (European banking authority – EBA) realizáciou druhého kola stresových testov, tentokrát s prísnejšími podmienkami ako v roku 2010. Testom prešlo celkovo 82 bánk, z ôsmich neúspešných bolo až päť zo Španielska. Následne, namiesto poklesu z 5,5 %, prekonal výnosy 10-ročných španielskych dlhopisov hranicu 6 %. K slovu pristúpila ECB, a to reaktivovaním programu pre trhy s cennými papiermi (SMP), s hlavným dôrazom na španielske a talianske emisie. Situácia sa na krátky čas upokojila, no už október prekonal augustové maximum, výnosy Španielska sa dostali k hranici 6,6 %, talianske cez 7 %. EBA prišla s ďalším pokusom upokojiť a presvedčiť trhy, že bankový sektor nie je a nebude na hranici pádu. Na základe stavu portfólia, trhových cien a výnosov k septembru 2011 vyčíslila, aký kapitál potrebujú banky nadobudnúť, aby mohli kryť potenciálne straty. Stanovil sa cieľ – dostať kapitál Tier 1 do júna 2012 na 9 %



Graf 2 Celkové aktíva Euro systému a jednodňové sterilizačné operácie ECB (v mld. EUR)



Zdroj: Bloomberg.

plus vytvorí finančnú rezervu na krytie potenciálnych strát z vládných dlhopisov. Európske banky musia získať kapitál v celkovej sume 115 mld. €, z toho 26 mld. € sa týka španielskych bánk. Tlak ale nevymizol a tak opäť prichádza ECB, tentokrát s programom dodávania likvidity. V dvoch kolách dodala formou trojročných operácií na trh za úrokovú sadzbu 1 % až 1 bil. €. Tým sa bilancia Euro systému priblížila k 3 bil. €, čo je 30 % HDP regiónu a zdvojnásobenie oproti začiatku roka 2008. Súvaha amerického FED-u tvorí 19 % a v prípade Bank of England 21 % ročného výstupu tamojších ekonomík. Prezident ECB M. Draghi však argumentuje tým, že ECB má v držbe menové rezervy a zlato, ktoré nemajú nič spoločné s aktuálnou menovou politikou. Preto za vhodnejší ukazovateľ považuje porovnanie aktív súvisiacich s menovou politikou k HDP, čo je momentálne 15 %.

Kritický stav likvidity bánk tak bol dočasne odstránený. Problémy však zostávajú bez zmeny, čo ilustruje aj vývoj jednodňových sterilizačných operácií (*deposit facility*), ktorý odhaľuje pretrvávajúcu nedôveru v bankovom sektore. Po dvoch kolách dlhodobějších refinančných operácií (LTRO) s nákladovým úrokom bánk 1,0 %, sa vklady v ECB zvýšili na 800 mld. € (výnosový úrok bánk 0,25 %).

Vďaka postupom EBA, no najmä ECB, je zatiaľ požiadavka na španielske banky vyčíslená „iba“ vo výške 76 mld. € (50 mld. € na krytie hypotekárnych strát a 26 mld. € požadovaných od EBA na zvýšenie kapitálu bánk), v prípade Talianska ide o 15,4 mld. €. Hoci španielske banky nemajú vo svojich bilanciách až také problémy súvisiace s dlhopismi periférnych krajín, táto relatívna výho-

da je viac ako vyrovnaná tlakom z trhu nehnuteľností. Recesia v krajine, rastúca nezamestnanosť a pokračujúci pokles cien nehnuteľností, všetko scenáre očakávané v najbližšom období, môžu predpokladané čiastky jednoducho označiť za nedostačujúce.

Úverová kapacita eurozóny by mala byť podľa oficiálnych vyjadrení 800 mld. €. Táto suma vzniká spojením už existujúcich programov (Európsky nástroj finančnej stability – EFSF, bilaterálne úvery, Európsky finančný a stabilizačný mechanizmus – EFSM) so samotným ESM, ktorý má začať fungovať od júla 2012. Z nej 300 mld. € sú prostriedky prísľúbené alebo už zapožičané Grécku, Írsku a Portugalsku. K dispozícii tak je 500 mld. €, ktoré by v prípade, že by o pomoc zo spoločných zdrojov požiadalo iba Španielsko, mohli byť postačujúce. V prípade, že by bolo potrebné požičať i Taliansku, ktorého požiadavky sú v priebehu rokov 2012 až 2014 blízko 700 mld. €, do pomoci by už musel byť výrazne zapojený MMF. Ten momentálne disponuje úverovou kapacitou 380 mld. USD, no už dlhšie je známa snaha, aby sa zdroje MMF navýšili o 600 mld. USD. Európske krajiny sa dohodli zvýšiť svoje podiely o 150 mld. € (200 mld. USD), zvyšok by na potenciálnu záchranu krajín eurozóny mali poskytnúť ostatní členovia MMF. Tí spoločne žiadajú, aby Európa zabezpečila dostatočne vysoké vlastné zdroje pomoci, pretože MMF má byť iba doplňujúcim a nie hlavným zdrojom záchranu bohatých krajín Európy. Uvádza sa suma 1 bil. USD, čo sa matematicky eurozóne podarilo, 500 mld. € nový ESM, 200 mld. € poskytnutých, resp. prísľúbených Portugalsku, Írsku a Grécku z EFSF, 49 mld. € už vyplatených z EFSM, 53 mld. € vyplatených v rámci bilaterálnych pôžičiek Grécku. Rozvojové krajiny, najmä Čína a Brazília požadujú navýšenie ich hlasovacích práv, ak majú poslať ďalšie zdroje do MMF. Najväčší problém je spojený s USA, ktoré odmietajú využívať prostriedky amerických daňových poplatníkov na pomoc EÚ. Razantnosť daných vyjadrení súvisí s blížiacimi sa voľbami a snahou súčasného prezidenta B. Obamu o znovuzvolenie. Ak by však situácia zašla až na hranicu zachraňovania Talianska, s najväčšou pravdepodobnosťou by sa vôľa v MMF našla.

Treba zdôrazniť, že participácia na pomoci je len získaním času na implementáciu opatrení bez tlaku zo strany finančných trhov a sama osebe nie je pre krajinu riešením. Politická vôľa v EÚ na poskytnutie pomoci zatiaľ existuje, spochybňovanie zvolenej cesty – nenechať žiadnu krajinu zbankrotovať a už vôbec nie odísť z Eurozóny – nadobúda na význame a prípadnou neschopnosťou Španielska dodržiavať podmienky pomoci sa daný názor môže stať väčšinovým.