

SPRIEVODCA  
GRÉCKOU  
KRÍZOU

INESS – INŠTITÚT EKONOMICKÝCH A SPOLOČENSKÝCH ANALÝZ

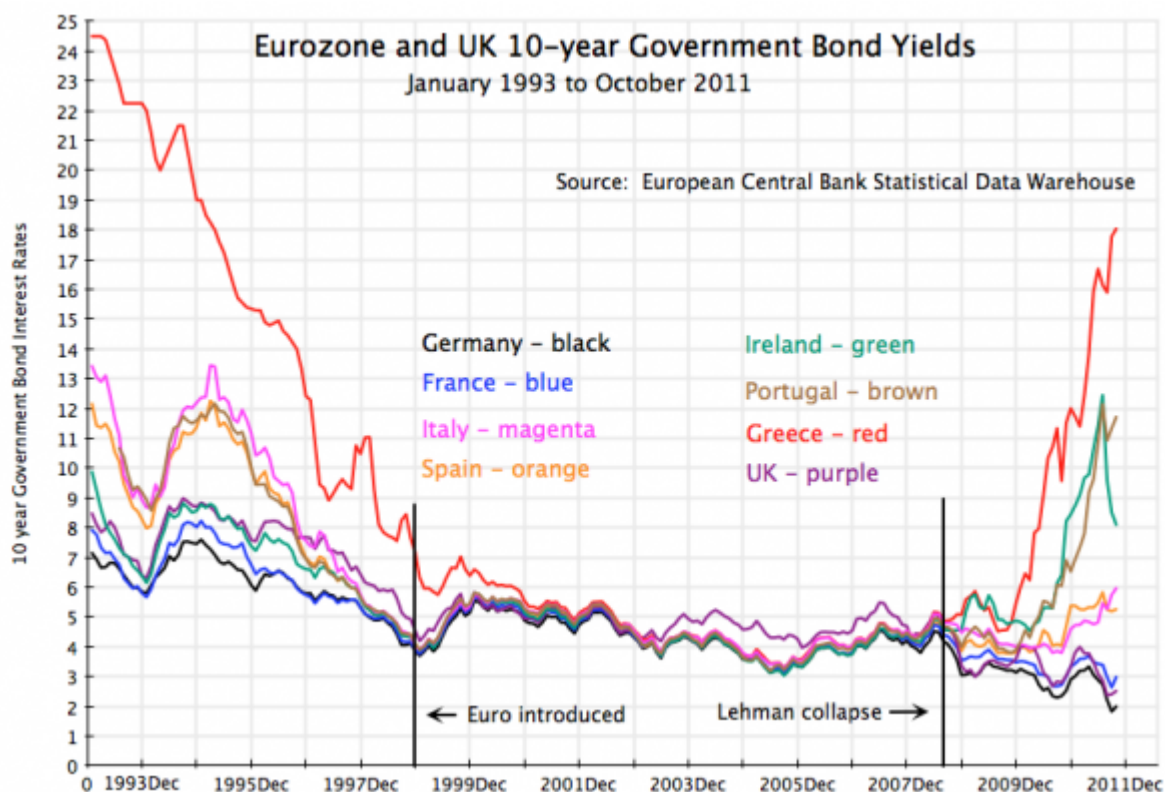
AUGUST 2015

Grécka kríza otvorene trvá od roku 2010. Stala sa frontom politických aj ideologických stretov, pod ktorých nánosom sa strácajú fakty. Pripravili sme preto **jednoduchý prehľad ekonomických údajov** v bodoch, ktoré vám pomôžu v orientácii.

## Čo sa stalo pred rokom 2010?

Prijatie Grécka do Eurozóny, ktoré sa udialo napriek očividnému neplneniu Maastrichtských kritérií (krajina prekračovala maximálny povolený deficit verejných financií 3% HDP nepretržite od roku 1980), presvedčilo investorov o zmene rizikového profilu krajiny. Tradične rizikovú krajinu začali vnímať ako ekonomiku krytú eurozónou. **Úroky na gréckom dlhu sa (podobne ako v iných krajinách PIIGS) prudko prepadli.** Kým na začiatku 90. rokov si grécka vláda na svoje sľuby požičiavala za 20-percentný úrok, v roku 2001 bol úrok na gréckych dlhopisoch rovnaký, ako na nemeckých.

*Obrázok: Priemerná úroková miera na 10-ročných štátnych dlhopisoch vo vybraných štátoch.*

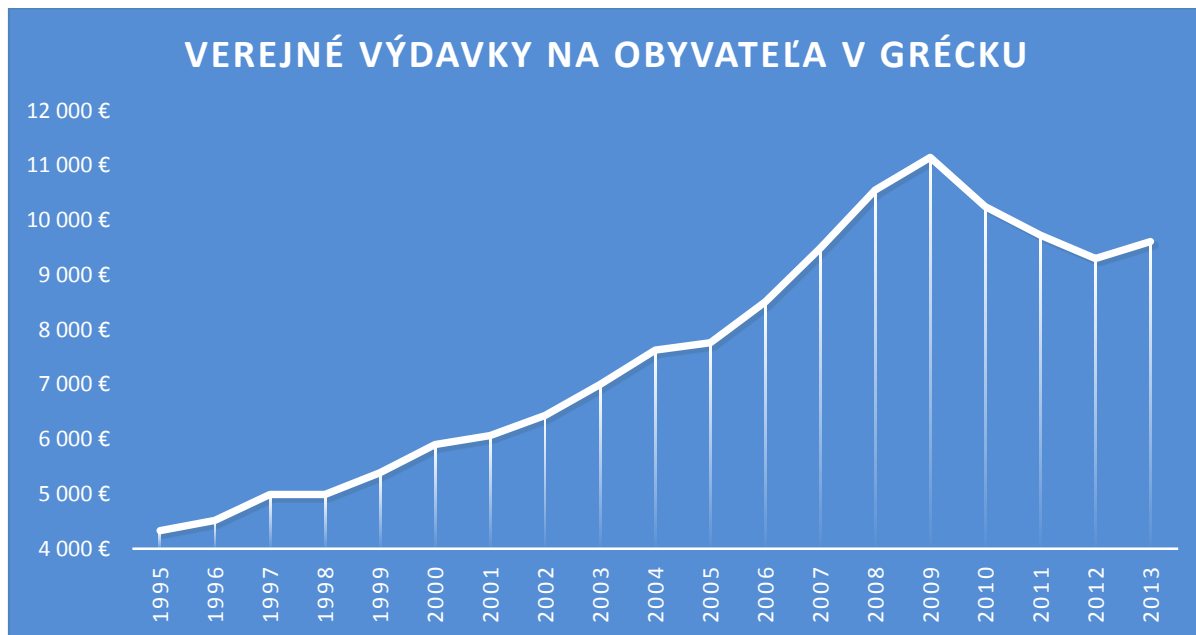


Zdroj: ECB a Vox

To viedlo k obrovskému prílevu peňazí do krajiny. Značná časť z nich skončila ako príjmy štátneho rozpočtu. **Grécky štát získal pocit, že jeho zdroje a možnosti významne narástli.** Rastúce príjmy však neboli využité na konsolidáciu už vtedy vysokého štátneho dlhu. Práve naopak – aj **v čase vysokého hospodárskeho rastu sa v krajine tvorili veľmi vysoké deficity.** V roku 2003 dosiahlo Grécko rast 6,6% HDP, jeden z najvyšších v celej Európe. Deficit verejných financií však bol 6,2% HDP.

Zvýšené príjmy sa pretavili do ešte rýchlejšieho rastu verejných výdavkov. **Medzi rokmi 2000-2009 narástli verejné výdavky na obyvateľa o 89%** (pre porovnanie výdavky na Slovensku vzrástli v období 2006-2015 o 50%).

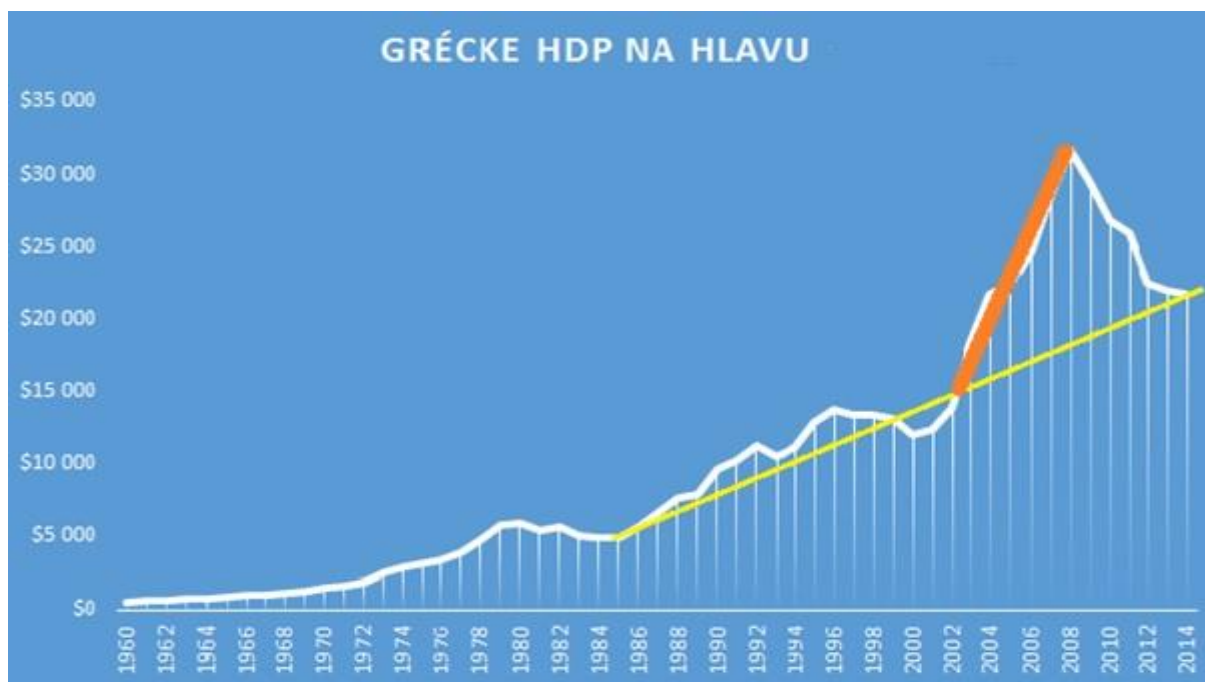
Obrázok: Verejné výdavky na obyvateľa v Grécku



Zdroj: Eurostat

Tento vývoj mal spočiatku zázračný efekt na ekonomický rast. Po roku 2001 vypukol v krajine obrovský **ekonomický boom**.

Obrázok: Grécke HDP na hlavu, v dolároch roka 2014



Zdroj: Svetová banka, Matt Yglesias

## Čo sa stalo počas krízy?

V polovici októbra 2009 nová vláda priznala, že deficit za rok 2009 nebude plánovaných -6%, ale až -12% HDP. Eurostat o pár mesiacov výsledok skorigoval na závažných -15,4% HDP. Od pádu Lehman Brothers uplynul len rok a už tak nervózni investori po týchto správach stratili záujem o grécke dlhopisy. Krajine hrozil akútny bankrot.

Nasledovalo niekoľko záchranných akcií. Ešte v roku 2010 sa členské štáty eurozóny dohodli poskytnúť Grécku **bilaterálne pôžičky (Greek Loan Facility - GLF) vo výške 80 miliárd eur**. MMF pomoc doplnil o ďalších 30 miliárd eur na 110 miliárd. Slovensko sa ako jediný člen eurozóny odmietlo pomoci zúčastniť.

Celkovo však štáty Grécku z 80 miliárd poskytli len 52,9 miliardy eur. Na prelome rokov 2011 a 2012 bolo totiž jasné, že Grécko bude potrebovať ďalší balík pomoci. Bilaterálne pôžičky sa zastavili a Grécku bola poskytnutá pomoc vo výške **144,6 miliardy eur cez tzv. dočasný euroval (EFSF)**, MMF pridalo ďalších 28 miliárd. Peniaze boli vyplácané priebežne, podmienkou každej tranže bolo splnenie časti dohodnutého reformného balíka. Väčšina peňazí (až 90%) išla na úhradu starých dlhov a úrokov a rekapitalizáciu gréckeho bankového systému. Program mal trvať do konca roka 2014.

Súčasťou balíka bol aj **odpustenie 107 miliárd eur gréckeho dlhu** (viac ako dvojnásobok súčasného dlhu Slovenska). O túto sumu prišli súkromní veritelia. Po tomto kroku ostalo v súkromných rukách už len asi 35 miliárd eur gréckeho dlhu. **Zvyšok (cez 200 miliárd) sa stal „majetkom“ daňovníkov v Eurozóne.**

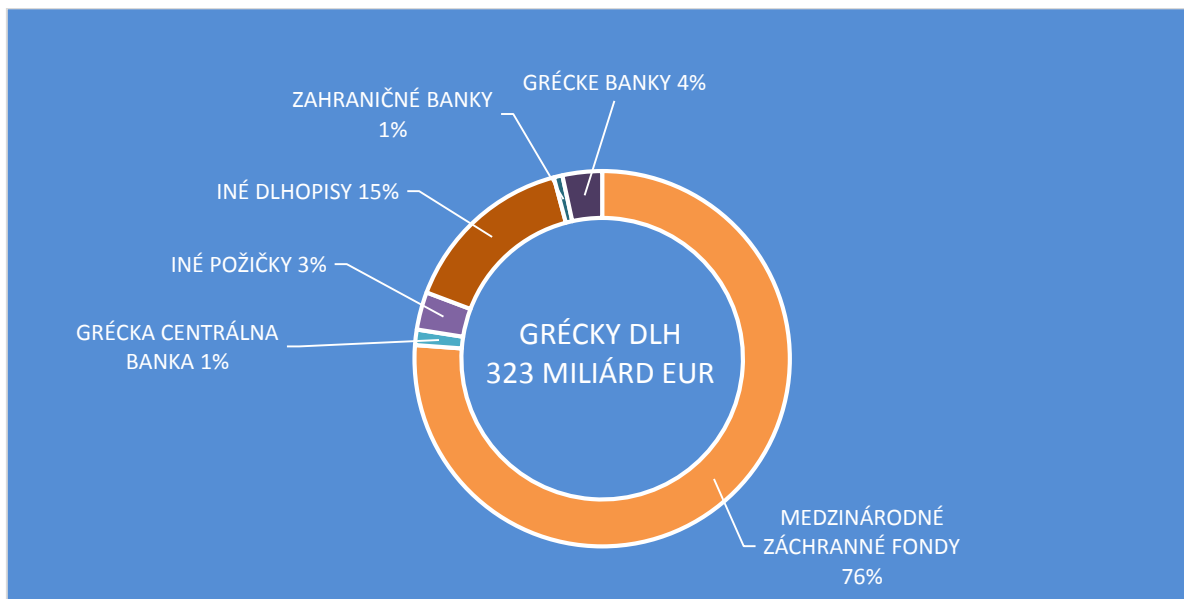
## Čo sa deje teraz

V priebehu roka 2014 zavládol ohľadom ekonomickej situácie Grécka optimizmus. Zdalo sa, že v krajine po piatich rokoch skončila recesia, štátny rozpočet dosiahne primárny prebytok (z daňových výnosov dokáže pokryť výdavky okrem dlhov) a že v roku 2015 sa jeho dlhopisy vrátia na trh.

V priebehu neskorej jesene sa táto idyla zrútila, keď neúspešná voľba prezidenta spustila predčasné voľby. V poslednom štvrtroku sa krajina opäť prepadla do recesie, začali sa prudko prepadať daňové príjmy a ľudia húfne vyberali peniaze z bánk. S nástupom novej vlády nastalo mnohomesačné vyjednávanie, ktoré vyústilo do predčasného ukončenia záchranného plánu z roku 2012 a k začatiu vyjednávaní o treťom balíku pomoci. Vyjednávania začali na úrovni okolo 30 mld. eur, skončili na výške 86 miliárd. Taký objem bude mať 3. záchranný balík, dohodnutý v auguste 2015.

Grécky dlh v júli 2015 (pred 3. balíkom) predstavoval viac ako **323 miliárd eur**. Z toho zhruba ¾ sú vo verejných rukách. Grécke dlhopisy sú významné pre grécke banky, svetové finančné inštitúcie ich do veľkej miery už v minulosti vypredali.

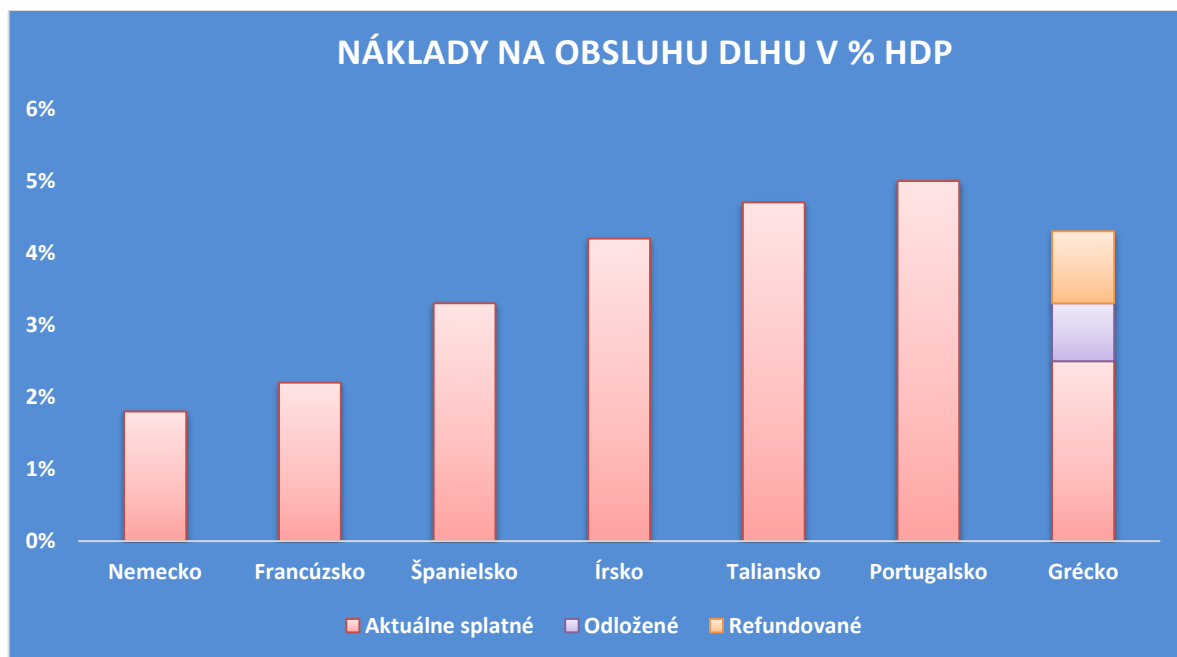
Obrázok: Grécky dlh podľa veriteľov



Zdroj: CNN, Open Europe, MMF

Napriek gigantickému zadĺženiu **náklady na obsluhu tohto dlhu (úroky) nie sú extrémne vysoké**. Vďaka umelo nízkym úrokom na pôžičkách z GLF a EFSF sú v pomere k HDP nižšie, ako má Portugalsko či Taliansko. Časť úrokov je odložená a časť (dlhopisy v držaní ECB) sa vracia späť do krajiny. Grécko tak za dlh reálne platí len zhruba 2,5% HDP (Slovensko zhruba 1,7% HDP).

Obrázok: Náklady na obsluhu dlhu (roky) vzhľadom ku veľkosti ekonomiky



Zdroj: IREF

Najväčším absolútnym veriteľom je Nemecko, ktorému Grécko dlhuje takmer 100 miliárd eur. Nasledujú Francúzsko, Taliansko a Španielsko.

Tabuľka: Výška garancií Grécku podľa nástrojov a krajín

	Spolu		Členské štáty		Eurosystem	
	V mld. Eur	% HDP	GLF	EFSF	Dlhopisy ECB	Target2
Rakúsko	10,1	3,1	1,6	4,3	0,8	3,4
Belgicko	12,4	3,1	1,9	5,2	1	4,3
Cyprus	0,5	2,6	0,1	0	0,1	0,3
Estónsko	0,8	4,2	0	0,4	0,1	0,3
Fínsko	6,4	3,1	1	2,7	0,5	2,2
Francúzsko	72,4	3,4	11,4	30,9	5,6	24,5
Nemecko	94,6	3,3	15,2	41,2	7,1	31,1
Grécko	4,3	2,4	0	0	0,8	3,5
Írsko	2,8	1,5	0,3	0	0,5	2
Taliansko	63,3	3,9	10	27,2	4,8	21,3
Malta	0,4	5,1	0,1	0,2	0	0,1
Holandsko	20,4	3,1	3,2	8,7	1,6	6,9
Portugalsko	4,8	2,8	1,1	0	0,7	3
Slovensko	3,2	4,3	0	1,6	0,3	1,3
Slovinsko	1,5	4	0,2	0,6	0,1	0,6
Španielsko	43,6	4,1	6,7	18,1	3,5	15,3
<b>Spolu</b>	<b>341,4</b>	<b>3,4</b>	<b>52,9</b>	<b>141,9</b>	<b>27,7</b>	<b>120</b>

Zdroj: Barclays, stav k júlu 2015. Target2 je zúčtovací systém centrálnych bánk v eurosystéme.

Podiel expozície voči Grécku na HDP členského štátu (teda koľko percent ročnej produkcie ekonomiky daného štátu je ohrozených) nie je v celej eurozóne rovnaké. Grécku relatívne najviac požičala Malta (5,1% HDP) a **hneď po nej Slovensko (4,3% HDP)**. Do dlhu voči samému sebe je zarátané aj Grécko, reálne je teda zadlženie voči ostatným krajinám mierne vyššie. Ak by niektoré krajiny v prípade bankrotu Grécka nedokázali kryť svoj podiel garancií (Španielsko, Portugalsko...), **ich povinnosti sa rozrátajú na ďalších členov** a tak zvýšia ich náklady.

### Tretí záchranný balík

V polovici augusta sa Grécko a Eurozóna dohodli na treťom záchrannom balíku vo výške 86 miliárd eur s trvaním tri roky. Ako v prípade minulých balíkov, peniaze budú vyplácané postupne v závislosti na plnení dohodnutých podmienok. Pôžička bude mať nízky úrok a splatnosť nad 30 rokov.

V momente písania tohto sprievodcu nie je jasné, či sa balíka zúčastní aj MMF. V prípade, že sa tak nestane, celý bude financovaný cez ESM (Slovensko už dnes garantuje celú kapacitu ESM, väčšina peňazí však doteraz ležala nedotknutá v bezpečí ESM. Reálne sa do rizika dostávajú až v momente poskytnutia pôžičky). Pre Slovensko to znamená postupné zvýšenie reálne poskytnutých garancií o 704 miliónov eur. O niečo však zároveň klesnú naše garancie cez iné nástroje, keďže značná časť peňazí bude použitá na splácanie existujúcich dlhov.

## Čo sa môže diať zajtra

Grécko koncom júna nezaplatilo splátku MMF. Od oficiálneho bankrotu ho zachránila **preklenovacia pôžička z EFSM** (Európsky finančný stabilizačný mechanizmus, založený v roku 2010, použitý pri záchrane Írska a Portugalska, krytý rozpočtom EÚ) vo výške 7 miliárd eur, ktorú krajina použila na akútne splátky.

V priebehu roka 2015 bude Grécko musieť splatiť ešte asi 6 miliárd eur (nerátajúc krátkodobé pokladničné poukážky, nakupované prakticky len gréckymi bankami), v nasledujúcich rokoch 3-11 miliárd eur ročne.

V krajine sú vzhľadom k prebiehajúcej behu na banky začiatkom augusta platné kapitálové kontroly, ktoré obmedzujú výbery vkladov na 420€ týždenne, limity platia aj na prevody peňazí do zahraničia. Navrhovaný tretí balík by poskytol peniaze na splátky na niekoľko nasledujúcich rokov a pokúsil sa rekapitalizovať banky (čo sa nemusí podariť, ak sa neobnoví dôvera vkladateľov). Stratégii nahrádzania dlhu novým však už definitívne došiel dych.

### Otvorené sú dve zásadné otázky:

#### 1. Odpis dlhu Grécka

Doterajšia stratégia bola „**vyrastanie z dlhu**“. Grécky rozpočet mal dosahovať primárne prebytky zhruba 3,5% HDP po dobu až niekoľkých desaťročí. Tieto prebytky by slúžili na splácanie dlhu. Len málo štátom v histórii sa podarilo dlhodobejšie tvoriť v rozpočte takto vysoké prebytky. Vzhľadom na mimoriadne zlé ekonomickú situáciu je tento plán nereálny. Grécky štátny dlh nie je v súčasnej podobe udržateľný.

Jednou možnosťou je odpis istiny, teda dlžnej čiastky. Znamenalo by to okamžité odpísanie veľkej časti (viac ako polovice) dlhu krajiny a realizácia strát u dlžníkov (EFSF, ECB, finančné inštitúcie). Ekonomicky realizovateľný plán by však narazil na značné legálne a najmä politické problémy. Jednou z možností je neriadený bankrot, kedy by krajina nezaplatila splátku dlhu a spustila automatický default na zvyšný dlh (omeškanie splátky voči MMF tento mechanizmus nespustilo).

Druhou možnosťou je **extrémne natiahnutie splatnosti dlhu a odloženie splátok istiny**. Znamenalo by to, že Grécko začne dlh splácať až o niekoľko desiatok rokov a bude ho splácať až do konca 21. storočia. Aj takýto krok by pre veriteľov predstavoval značné náklady (čistá súčasná hodnota gréckeho dlhu by sa znížila), avšak bol by politicky priechodnejší.

#### 2. Zotrvanie v eurozóne

Mantinely predstavujú dva scenáre – 1) zotrvanie v eurozóne v súčasnej podobe a 2) úplné opustenie eurosystému a zavedenie novej drachmy. V rámci týchto mantinelov však existuje šedá zóna, v ktorej sa Grécko môže pohybovať s dvoma menami.

Súčasný stav je bez obrovských nových záväzkov ostatných členov eurozóny neudržateľný. Opustenie eurozóny však na Grécko nemusí mať také blahodarné účinky, ako sa často prezentuje. Krajina by aj tak do značnej miery ostala euroizovaná (obyvatelia by používali euro hotovosť, ktorá je v krajine) a reálne ceny by sa naďalej cezhranične (a neformálne aj doma) počítali v eurách.

Alternatívou by bolo zamraziť núdzovú likviditu od ECB a sfunkčniť domáci bankový systém (napr. zlúčením a ozdravením bánk) s pomocou existujúcej hotovosti v krajine, ktorá je stále pomerne vysoká - presahuje 100 mld. eur.

**Úspory Grékov nad 100 000 eur sú ohrozené.** V prípade zavedenia novej meny by sa premenili na nové drachmy s oveľa nižšou hodnotou. V prípade zotrvania v eurozóne budú s veľkou pravdepodobnosťou zahrnuté do reštrukturalizácie bánk.

## Aké dôsledky má grécka kríza na Eurozónu a Slovensko

Bez ohľadu na scenár, ktorý sa uskutoční, eurozóna bude musieť realizovať straty z minulých pôžičiek, ktoré Grécku poskytla. **Nie je otázka „či“, ale „kedy“ a „ako“.** V prípade bankrotu Grécka by straty veriteľov boli vysoké, ale rozložené v pomerne dlhom období niekoľkých desaťročí. Musela by sa zároveň vyriešiť unikátna situácia v ECB, ktorá by sama utrpela straty a musela sa nejakým spôsobom rekapitalizovať.

Najvýznamnejším dôsledkom bude však dopad na budúcnosť eurozóny. Od možného rozpadu v prípade nových problémov vo veľkých štátoch ako je Španielsko či Taliansko, až po vznik fiškálnej únie, ktorá by znamenala trvalé transfery zdrojov od stabilnejších štátov krajinám s vratkými verejnými financiami.

INESS, August 2015

Kontakt: [martin.vlachynsky@iness.sk](mailto:martin.vlachynsky@iness.sk)

Prihláste sa k odberu pravidelného týždenníka venovaného kríze v eurozóne **Budiž Euro!** zdarma na adrese [budizeuro@eurokriza.sk](mailto:budizeuro@eurokriza.sk), prípadne sledujte [facebook.com/eurokriza](https://www.facebook.com/eurokriza)

# Zlé peniaze

Nová kniha Juraja Karpiša o kríze  
Už čoskoro vo vašich kníhkupectvách

**Môžete ju mať medzi prvými!**

Predobjednávky: [zlepeniaze.eu](http://zlepeniaze.eu)

