



12.05.2017

# MIECZ DAMOKLESA

GRZEGORZ ZATRYB  GŁÓWNY STRATEG

Temat Grecji powrócił, co nie było zaskoczeniem, dla odmiany jednak są to dobre wiadomości. Po długich negocjacjach rząd tego kraju uzgodnił w końcu warunki, na jakich uruchomione zostaną środki z programu ratunkowego. Drugiego maja doszło finalnie do porozumienia między Eurogrupą i greckim rządem. Dwa zasadnicze punkty to redukcja emerytur w 2019 roku szacowana na 1% PKB oraz reforma podatku dochodowego od osób fizycznych o takiej samej wartości. Porozumienie zawiera też elementy pro wzrostowe. Jeżeli sytuacja budżetu tego kraju ulegnie poprawie, rząd Grecji będzie mógł wesprzeć gospodarkę poprzez ekspansję fiskalną. Na razie do planu pomocowego nie dołączył Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Pozostaje on sceptyczny wobec zdolności Grecji do osiągnięcia 3,5% pierwotnej (czyli bez kosztów obsługi długu) nadwyżki w budżecie państwa już w 2018 roku. Poparcie ze strony MFW jest ważne dla krajów opowiadających się za polityką oszczędności: Niemiec, Holandii, Finlandii. W obecnym układzie politycznym przerzucenie całych kosztów ratowania Grecji na najbogsze kraje strefy euro może doprowadzić do zablokowania dalszej pomocy dla tego kraju na poziomie parlamentów krajowych. 22 maja odbędzie się spotkanie ministrów finansów krajów strefy euro i do tego czasu grecki parlament powinien ratyfikować porozumienie. Jeżeli wszystko pójdzie dobrze, Grecja otrzyma kolejną transzę (7 mld euro) środków z programu ratunkowego wartego 86 mld euro. Posłużą one do spłaty przypadającej na lipiec.

Nadal jednak nierozwiązana pozostaje kwestia wiszącego nad Grecją ciężaru długu publicznego. Określenie „miecz Damoklesa” jest jak najbardziej trafne. Wartość długu przekracza 330 mld euro i stanowi 175% PKB tego kraju, który to PKB, dodajmy, wyniósł na koniec 2016 roku 75% wartości z 2009 roku. Dla porównania, polski produkt w tym czasie zwiększył się o 26%... Tak więc w przypadku greckiej relacji długu rządowego do PKB, na niekorzyść działań nie tylko wzrost licznika, jak np. w Polsce, ale także spadek mianownika. Kurczący się PKB jest zresztą kością niezgody między członkami Eurogrupy, gdyż część państw wini za to właśnie nadmierne oszczędności narzucone przez Niemcy. Nie jest to jedyny punkt sporny. MFW domaga się przeprowadzenia restrukturyzacji zadłużenia jak najszybciej, tymczasem Eurogrupa stoi na stanowisku, iż należy zaczekać do końca trwania programu ratunkowego w 2018.

Rynki finansowe na razie nie przejmują się restrukturyzacją długu, za to entuzjastycznie przyjęły uzgodnienie warunków porozumienia. To, że targ zostanie dobity inwestorzy zaczęli dyskontować już w połowie marca. Obligacje dziesięcioletnie Grecji miały wówczas rentowność ok. 7,5%. W ciągu dwóch miesięcy spadła ona do 5,65%. Oznacza to wzrost ceny tego papieru o prawie 13%. Godna rynku akcji hossą po części napędzana była także oczekiwaniami, że po zatwierdzeniu porozumienia Europejski Bank Centralny włączy greckie obligacje do programu skupu aktywów. Co prawda, EBC mógłby skupić te papiery za zaledwie 3-4 mld euro, jednak zasadniczo zmieniliby to ich postrzeganie na rynku. Także akcje zareagowały bardzo pozytywnie. Główny indeks giełdy w Atenach wzrósł od połowy marca o 25%. Jak zwykle w takich sytuacjach najszybciej rosły banki - ten sektor zyskał w tym czasie prawie 40%.

Dalsze losy Grecji będą zależały od tego, czy przy utrzymaniu zewnętrznego wsparcia, w kraju tym uda się dokończyć reformy strukturalne, zwłaszcza jeśli chodzi o rynek pracy i podatki. To jednak kwestia kolejnych lat. Według MFW, tempo wzrostu gospodarczego ma przyspieszyć z 0% w 2016 do 2,2% w 2017 i utrzymywać się powyżej 2% do 2020 roku. To nie są imponujące liczby, jednak ważne będzie odwrócenie trendu spadkowego. W 2016 roku po raz pierwszy od 7 lat wzrosły płace, trzeba jednak wziąć po uwagę, że na koniec 2016 roku stanowiły one jedynie 40% tego co w 2009 roku. To bardzo duże dostosowanie rynku pracy do nowych warunków. Niestety dla Greków, wobec braku własnej waluty, która mogłaby zamortyzować skutki kryzysu jak to stało się np. w naszym kraju, dostosowanie musiało dokonać się poprzez spadek płac. Jednak z drugiej strony niska baza daje szansę na wysoką dynamikę konsumpcji.

Póki co, miecz Damoklesa został odsunięty znad Grecji, choć wiadomo jak zachowuje się przedmiot wprowadzony w ruch wahadłowy. Sytuacja stabilizuje się i grecki rząd zaczął myśleć o pierwszej od trzech lat emisji obligacji. Może do niej dojść już w czerwcu. To i włączenie przez EBC greckich papierów ułatwi temu krajowi powrót na rynki finansowe. Przyczyni się to nie tylko do zmniejszenia kosztów finansowania długu publicznego, ale także da greckim firmom dostęp do tańszego finansowania i pomoże przyciągnąć kapitał zagraniczny, kwestie kluczowe dla inwestycji.