

# Wybory w Grecji kluczem do jej powrotu do grona krajów o stabilnej ocenie perspektyw inwestycyjnych

22 maja 2023

## Wybory w Grecji kluczem do jej powrotu do grona krajów o stabilnej ocenie perspektyw inwestycyjnych

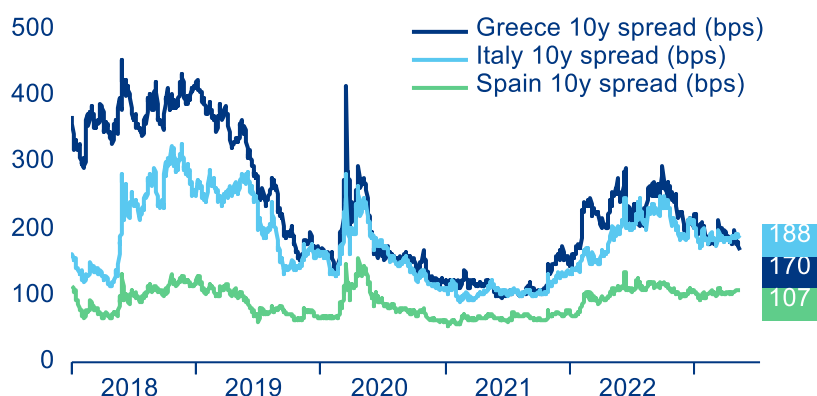
Wyniki wyborów parlamentarnych w Grecji, które odbyły się w niedzielę (i prawdopodobnie kolejnych, które mogą odbyć się w lipcu), mają kluczowe znaczenie dla ustalenia, czy kraj ten jest w stanie utrzymać zdolność obsługi zadłużenia i powrócić do poziomu inwestycyjnego do końca tego roku. Rządząca partia Nowa Demokracja (ND) prowadzi, ale nie wiadomo (poniedziałek rano), czy zdobyła większość bezwzględną, ponieważ ostatnie zmiany w ordynacji wyborczej uniemożliwiają przyznanie zwycięskiej partii dodatkowych mandatów. W rezultacie prawdopodobnie na początku lipca prawdopodobnie odbędą się nowe wybory, w których obowiązywać będzie „wzmocniona” większość, a zwycięzcą zostanie ta partia, która jako pierwsza zdobędzie 40 dodatkowych mandatów. Najbardziej prawdopodobnym wynikiem będzie koalicja ND i Pasok po drugich wyborach. Jeśli ND uda się utrzymać władzę, Allianz Trade spodziewa się kontynuacji dotychczasowej „ostrożnej” i ekonomicznej polityki, z pewnymi kompromisami z Pasok.

W opinii Allianz Trade jakikolwiek impas polityczny mógłby zagrozić trwałej ścieżce ożywienia gospodarczego. Chociaż wyniki gospodarcze Grecji pozostają niższe niż w 2008 r. – przed wybuchem kryzysu związanego z długiem publicznym, to w ostatnich trzech latach nastąpiła imponująca poprawa i Grecja osiągnęła pod koniec 2022 r. poziom 6,4% PKB powyżej poziomu sprzed pandemii. Jednak wsparcie rządowe dla gospodarstw domowych i konsumentów w wysokości około 5,2% PKB spowodowało przejściowe pogorszenie dynamiki fiskalnej po latach „wymuszonej” dyscypliny fiskalnej i konsolidacji.

Nie dostrzegamy istotnego ryzyka odejścia od agendy „programu nadzoru po załamaniu ekonomicznym”, ale nawet krótki okres niepewności politycznej miałby wpływ na perspektywy gospodarcze Grecji. Grecja jest jednym z głównych beneficjentów funduszy Next Generation EU, ale kluczowe reformy (tj. reformy sektora finansowego mające na celu zmniejszenie zadłużenia prywatnego i wzmocnienie rynków kapitałowych lub reformy wspierające sektor prywatny w celu zmniejszenia obciążeń administracyjnych i poprawy ram regulacyjnych) będą musiały zostać wdrożone w ciągu najbliższych kilku lat, aby otrzymać środki. W tym kontekście wszelkie opóźnienia we wdrażaniu wynikające z przerwy w działalności politycznej opóźniłyby pozytywny wpływ na gospodarkę. Niepewność polityczna może również opóźnić obiecany powrót do poziomu inwestycyjnego do końca 2023 r., biorąc pod uwagę, że dynamika polityczna i fiskalna kraju ma duży wpływ na decyzje ratingowe.

Krzepiące jest to, że greckie obligacje rządowe są obecnie przedmiotem obrotu z rentownością zbliżoną do krajów o (dobrze ocenianym) poziomie inwestycyjnym, a rynki nie uwzględniają jak na razie żadnych zawirowań politycznych (Wykres 1). Największa część długu publicznego pozostaje w rękach publicznych (76% w 2022 r. z 26% w 2011 r.), a średnia zapadalność długu wydłużyła się do 17,5 roku w 2022 r. (z 6,3 roku w 2011 r.), co łagodzi obciążenie odsetkami w obliczu rosnących stóp procentowych. Mimo to Allianz Trade spodziewa się wzrostu obciążenia długiem publicznym z rekordowo niskiego poziomu obserwowanego w 2022 r. (2,4% PKB), choć nie tak znaczącego, jak oczekiwano w innych krajach poza nurtem najsilniejszych gospodarek.

Wykres 1: Spready długu publicznego dla Grecji, Włoch i Hiszpanii (przy 10-letnich terminach zapadalności, pb)



[Greece 10y spread (bps) = Spread 10-letni dla Grecji (pb); Italy 10y spread (bps) = Spread 10-letni dla Włoch (pb); Spain 10y spread (bps) = Spread 10-letni dla Hiszpanii (pb)]

Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research

### Priorytetem stabilizacja zadłużenia i jednocześnie pobudzanie inwestycji prorozwojowych

Wybiegając w przyszłość po 2023 r. i w kontekście ambitnego przeglądu reguł fiskalnych UE, następny rząd będzie musiał nadać priorytet stabilizacji swojego salda budżetowego, a jednocześnie dokonać niezbędnych inwestycji w celu pobudzenia potencjalnego wzrostu. W ciągu ostatniej dekady Grecja dokonała niezwykłego ożywienia fiskalnego. Zdolność obsługi zadłużenia wymaga jednak dalszych dostosowań fiskalnych, ponieważ kraj wychodzi z pandemii i kryzysu energetycznego. Przestrzeganie przywróconych reguł fiskalnych UE będzie miało kluczowe znaczenie dla wzmocnienia przez Grecję buforów finansowych. Nowe reguły oferują ścieżkę wydatków netto dla poszczególnych krajów w oparciu o prostsze zasady i większą elastyczność, aby uwzględnić niezbędne wydatki w obszarach priorytetowych w zamian za ściślejszy nadzór i silniejsze egzekwowanie (Tabela 1). **W przypadku Grecji utrzymanie koncentracji na wydatkach pobudzających wzrost gospodarczy będzie miało kluczowe znaczenie dla ustabilizowania zadłużenia, gdy obecne presje cykliczne związane z kryzysem energetycznym osłabną i ustąpią wyzwaniom strukturalnym związanym z zieloną transformacją.**

Tabela 1: Przegląd zmienionych reguł fiskalnych UE i empiryczne zastosowanie w Grecji

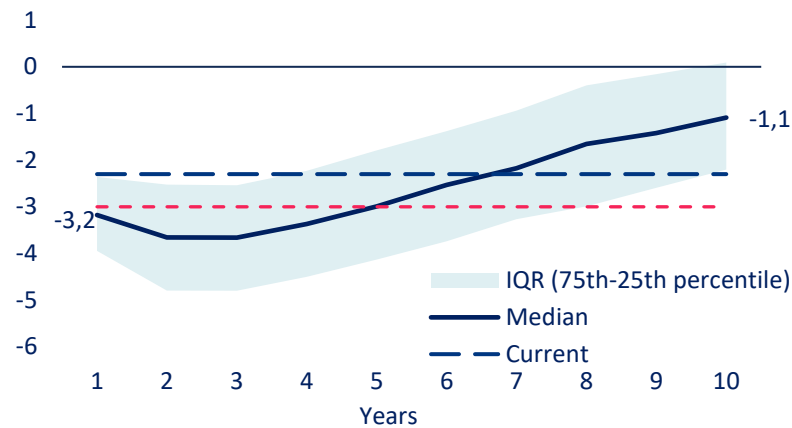
Proponowane (zmienione) reguły fiskalne UE	Analiza empiryczna
<b>Środki oparte na przepływie</b>	
<b>Deficyt budżetowy</b> <i>nie większy niż 3% nominalnego PKB</i>	
<b>Wzrost wydatków</b> <i>do 10-letniego średniego potencjalnego wzrostu</i>	<b>Wzrost wydatków</b> <i>uproszczenie i zastosowanie hamulca zadłużenia, który ogranicza wzrost wydatków do 50%/25% potencjalnego wzrostu (plus inflacja) w przypadku, gdy relacja długu do PKB jest wyższa niż 60%/100%</i>
<b>Środki oparte na zasobach</b>	
<b>Poziom zadłużenia</b> <i>dług do PKB nie większy niż 60%</i>	
<b>Współczynnik korekty zadłużenia</b> <i>kraje o relacji długu do PKB &gt;60% muszą każdego roku redukować nadmierne zadłużenie o co najmniej 1/20</i>	<b>Współczynnik korekty zadłużenia</b> <i>Włączone do reguły wzrostu wydatków poprzez hamulec zadłużenia w celu zmniejszenia nadwyżki zadłużenia w czasie (endogenizowane)</i>

Źródła: Komisja Europejska, Allianz Research

Wyniki symulacji Allianz Trade sugerują, że uproszczona reguła wydatkowa UE jako pojedynczy cel operacyjny dobrze sprawdziłaby się w Grecji, implikując średni realny wzrost PKB o +1,3% rocznie, zgodnie ze wzrostem potencjalnym (Wykresy 2 i 3). Reguła ta znacznie zmniejsza procykliczność i złożoność obecnych ram fiskalnych, jednocześnie prowadząc

rząd w kierunku wiarygodnej konsolidacji zadłużenia. Połączenie jej z mechanizmem hamulca zadłużenia może również zapewnić większą elastyczność w stosunku do szczególnych okoliczności Grecji, umożliwiając jej dłuższy okres dostosowawczy w celu zmniejszenia nadmiernego zadłużenia. Nawet w przypadku niekorzystnego scenariusza zadłużenia (który jest modelowany w oparciu o prognozę gęstości 99. percentyla przy użyciu symulacji Monte Carlo), Grecja będzie w stanie dalej zmniejszać swoje obciążenie długiem o ponad 30 pp do poziomu poniżej 150% PKB w perspektywie długoterminowej. Średni realny wzrost w ramach reguły wydatkowej wyniósłby również średnio około 1,3% rocznie, co jest zbliżone do produktu potencjalnego kraju.

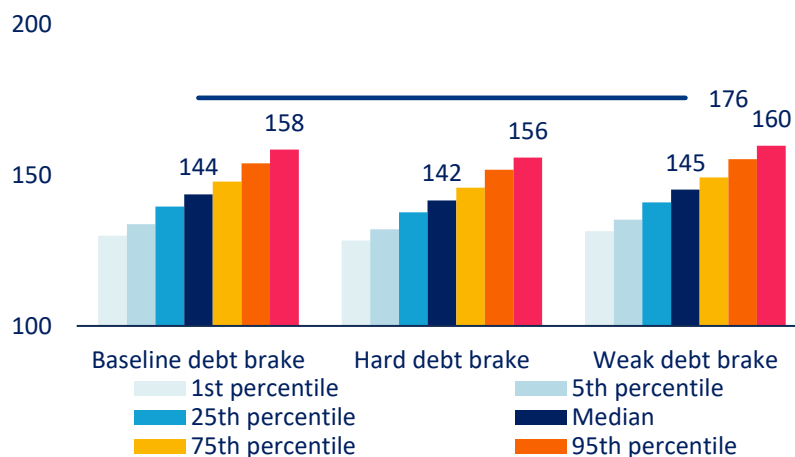
Wykres 2: Grecja – Prognozowane saldo budżetowe w ramach reguły wzrostu wydatków z hamulcem zadłużenia (%)\*



[IQR (75th-25th percentile) = Rozstęp ćwiartkowy - IQR (75-25 percentyl); Median = Mediana; Current = Bieżący; Years = Lata]

Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Uwaga: \*/ zakłada bazowy hamulec zadłużenia, który ogranicza wzrost wydatków do 50% i 25% wzrostu nominalnego PKB, jeśli relacja długu do PKB przekroczy odpowiednio 60% i 100%.

Wykres 3: Grecja - relacja długu publicznego do PKB (średnia z 10 lat, %)\*



[Baseline debt brake = Bazowy hamulec zadłużenia; Hard debt brake = Twardy hamulec zadłużenia; Weak debt brake = Słaby hamulec zadłużenia; 1st percentile = 1. percentyl; 25th percentile = 25. percentyl; 75th percentile = 75. percentyl; 5th percentile = 5. percentyl; Median = Mediana; 95th percentile = 95. percentyl]

Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Uwaga: dane pokazują średnie wartości przy uproszczonej regule wzrostu wydatków z hamulcem zadłużenia, która ogranicza nowe wydatki na następny cykl budżetowy do 50% i 25% potencjalnego wzrostu (plus inflacja) dla krajów o relacji długu do PKB odpowiednio ponad 100% i 60% PKB.

Jak zawsze, oceny podlegają poniższemu wyłączeniu odpowiedzialności.

#### **OŚWIADCZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI**

Niniejszy dokument zawiera oświadczenia dotyczące przyszłości, takie jak prognozy czy przewidywania, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i które podlegają znanym i nieznanym ryzykom i niepewnościom. Rzeczywiste wyniki, dane czy zdarzenia mogą odbiegać znacząco od przewidywanych czy domniemywanych w takich oświadczeniach prognostycznych.

Różnice mogą wynikać ze zmian czynników, między innymi: (i) ogólnej sytuacji gospodarczej i konkurencyjnej w kluczowej działalności i na kluczowych rynkach Allianz, (ii) wyników na rynkach finansowych (szczególnie w zakresie zmienności, płynności, zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i wagi zdarzeń szkodowych, w tym w odniesieniu do szkód wynikających z katastrof naturalnych, a także zmian w kosztach szkód, (iv) trendów poziomów umiERALNOŚCI i zachorowalności, (v) poziomu odporności, (vi) poziomu braku płatności - szczególnie w segmencie bankowości, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, szczególnie EUR/USD, (ix) przepisów prawnych i regulacji, szczególnie podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym kwestii związanych z integracją i reorganizacją oraz (xi) ogólnych warunków konkurencyjnych w zakresie lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wiele z tych czynników może cechować się zwiększonym prawdopodobieństwem wystąpienia lub wyższą wagą skutków ich wystąpienia w przypadku wystąpienia ataków terrorystycznych i ich konsekwencji.

#### **BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI**

Spółka nie jest zobowiązana do aktualizacji żadnych prognoz czy oświadczeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym raporcie, za wyjątkiem informacji, których ujawnienia wymagają przepisy prawa.

Allianz Trade stanowi znak towarowy służący do oznaczenia zakresu usług świadczonych przez Euler Hermes.