



## Strategiji v zadregi

10. april 2019, leto XII, št. 2



NLB Skladi, d.o.o.

Marko Bombač, CFA, FRM

Vodja analiz

## Lahko grdi raček Evrope postane naložbena priložnost? (2. del)

Grčija ima eno največjih stopenj brezposelnosti med razvitimi državami. Še bolj pereča je situacija med mladimi, tam je približno 40 % stopnja brezposelnosti. Hkrati sta varčevanje in dolgo trajajoča kriza povzročila beg možganov – od začetka krize se je izselilo več kot 400 tisoč mladih Grkov, kar je negativno za prihodnjo gospodarsko rast. Po podatkih Eurostata je leta 2016 kar tretjina Grkov živela pod pragom revščine. Vlagatelji pa se sprašujemo, kako oziroma ali sploh bo Grčija brez novih odpisov sposobna znižati več kot 180 % stopnjo zadolženosti na vzdržne nivoje. Tako še dandanes že zgolj omemba besede Grčija povzroči pri vlagateljih nelagodni občutek zaradi negotove prihodnosti. Pa je ta pesimizem danes morda pretiran in so posledično grške naložbe priložnost za pogumne vlagatelje? Se lahko že kmalu izkaže, da je danes grdi raček, Grčija, v resnici labod med naložbami?

### Grčija (zaenkrat) imuna na upočasnjevanje v Evropi

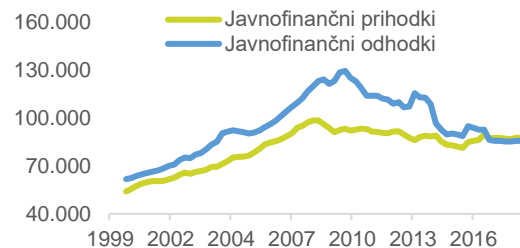
Od konca leta 2017 se evropsko gospodarstvo postopoma upočasnjuje. Ena redkih svetlih izjem je Grčija, ki beleži lepo in stabilno rast. Hkrati ima ob izvedenih obsežnih varčevalnih reformah po nekaj desetletjih uravnotežen proračun (slika 1). Slednje ob vseh moratorijih na kratkoročno vračilo obstoječega dolga znižuje tudi morebitne likvidnostne težave zaradi potencialnih negotovostih. Za povrh pa bo veter v hrbet gospodarski rasti v prihodnjih letih nudila tudi znova pridobljena konkurenčnost (slika 2).

Z uresničitvijo našega scenarija o zgolj začasni upočasnitvi oziroma zastoju evropskega gospodarstva bi se lahko pozitiven moment v Grčiji še okrepil. V državi se je namreč vzpostavila pozitivna povratna zanka. Z umiritvijo negotovosti in znova pridobljeno konkurenčnostjo izvozno usmerjena podjetja boljše poslujejo. Bolj optimistični menedžerji zasposlujejo. Z zniževanjem stopnje brezposelnosti se krepi potrošniško razpoloženje in raste potrošnja, kar znova pozitivno vpliva na poslovanje podjetij in na sentiment pri menedžerjih. Ta zanka bi se, sodeč po še vedno krepko potlačenem gospodarstvu – denimo veleprodaja in maloprodaja sta danes nominalno gledano približno 30 %, gradbeništvo pa 70 % pod vrhovi pred grško depresijo – lahko vrtela še kar nekaj časa. Ob podobnem tempu rasti namreč še nekaj let ne bo prišlo do pregrevanja gospodarstva. Tako prav nič ne kaže, da bi lahko to zanko ob odsotnosti recesije v Evropi ali drugih večjih pretresov karkoli pretrgalo.

### Slabo kapitaliziran bančni sistem ...

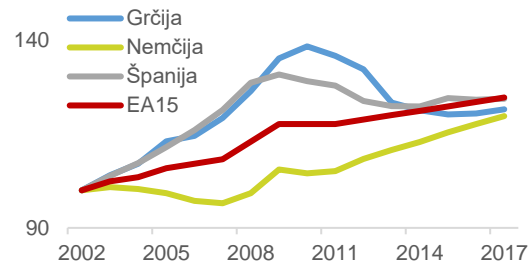
Eno ključnih tveganj predstavlja (pre)slabo kapitaliziran bančni sistem ob visokem deležu slabih posojil. Ta znaša skoraj 50 % vseh posojil, kar je precej več od povprečja v EU (3,4 %). A trend je pozitiven. Grške banke, ki jih je pred nekaj leti pri življenju ohranjala zgolj še ECB, danes niso več odvisne od tovrstne likvidnostne pomoči (angl. ELA oziroma emergency liquidity assistance). Hkrati se v banke navzlic zniževanju kapitalskih omejitev postopoma vrača denar. Mimogrede, odliv depozitov iz grških bank – ti so se od začetka krize do leta 2016 prepolovili na 120 milijard evrov – dobro ponazarja tudi magnitudo grške krize. V družbi NLB Skladi smo preverili tudi poslovanje 4 največjih bank, ki predstavljajo glavnino grškega

Slika 1: Uravnotežen proračun (v mio EUR)



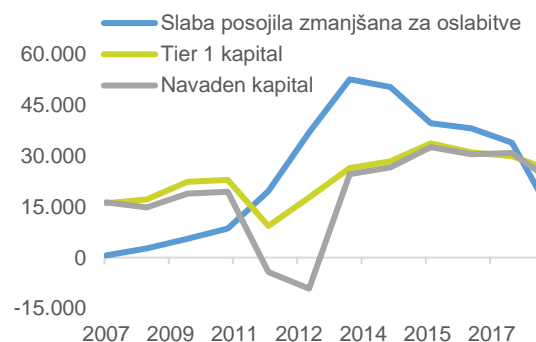
Vir. Eurostat.

Slika 2: Grčija pridobiva na konkurenčnosti



Vir. Eurostat.

Slika 3: Kondicija grških bank (v mio EUR)\*



\* izračun temelji na 4 največjih bankah  
Vir. Bloomberg, NLB Skladi.

bančnega trga. Te banke so bile še nedavno praktično nesolventne (slika 3). Več je bilo namreč slabih posojil, zmanjšanih za pretekle slabitve, kot je bilo kapitala. Tudi v tem primeru pa je prisotno izboljšanje. Slaba posojila se zmanjšujejo, s pozitivno gospodarsko dinamiko in prestrukturiranjem slabih posojil bi se lahko trend izboljševanja še okrepil. Kljub vsemu obseg slabih posojil ostaja problematičen, težavo pa vidimo tudi v vprašljivi kakovosti kapitala bank. Vse omenjeno pa zaviralno deluje na kreditiranje gospodarstva, ki bi omogočilo hitrejšo gospodarsko rast Grčije.

## ... a stabilno politično okolje

Za razliko od bank v prid naložbam v Grčijo govori stabilno politično okolje. Zanimivo, zaupanje v evro je bilo skozi celotno krizo stabilno na nivoju povprečja evroobmočja in se je še okrepilo glede na čas pred krizo. Tudi parlamentarne volitve oktobra letos po našem mnenju ne predstavljajo nevarnosti kot denimo prihod Sirize na oblast leta 2015. Siriza, ki ji je po referendumu leta 2015 upadla podpora, je trenutno po anketah na drugem mestu (slika 4). A tudi njena morebitna zmaga ne predstavlja nevarnosti, saj danes to ni več evroskeptična stranka, kar pomeni, da bi se najverjetneje nadaljevala obstoječa politika izvajanja dogovorjenih reform. Toda to ni najverjetnejši scenarij, saj ima največ možnosti za zmago Nova demokracija. Takšen razplet bi bil zgolj še bolj ugoden, saj bi bila v tem primeru še večja verjetnost nadaljevanja z reformno ekonomsko politiko.

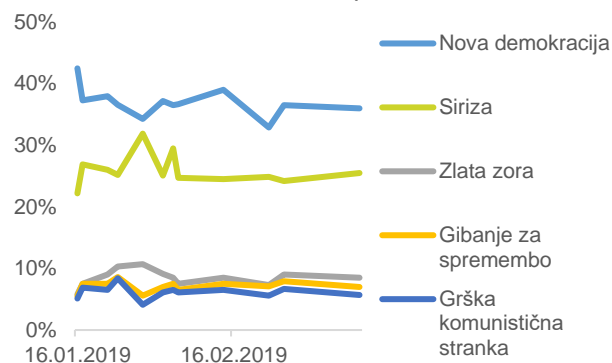
## V prid grškim naložbam tudi ugodna vrednotenja

Pri ocenjevanju potenciala naložb ne moremo mimo vrednotenja, ki so danes v Grčiji tako za dolžniške kot lastniške vrednostne papirje ugodna. Letna obrestna mera za denimo 10-letno posojilo Grčiji znaša približno 3,7 %. To je sicer precej manj, kot bi dobili še nedavno, a hkrati precej več od posojila Nemčiji, kjer je letna obrestna mera za posojilo primerljive ročnosti celo rahlo negativna. Tudi za grške delnice velja podobno. Zgodovinska vrednotenja delnic (slika 5) so po različnih kazalnikih resda nekoliko višja od nivojev, ko je bila kriza najbolj akutna, a še vedno precej nižja od nivojev pred krizo.

Danes so v Grčiji še vedno prisotna nadpovprečna tveganja, pri čemer je bančni sistem ob zadolženosti države eno ključnih. Po drugi strani se gospodarska slika v tej državi postopoma izboljšuje, hkrati pa obstaja precej potenciala za dodatno izboljšanje, kar je pozitivno za prihodnjo rast dobičkov družb. Tudi vrednotenja so ugodna, kar kaže, da je veliko negativnih scenarijev že vključeno v same tečaje grških naložb. Tako bi že zgolj manjši premik v pričakovanih na bolje lahko hitro dvignil tečaje tamkajšnjih delnic in obveznic.

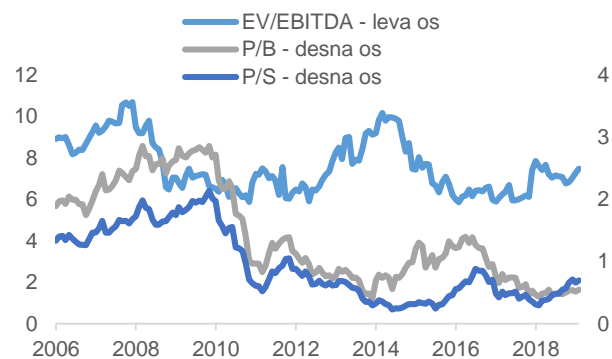
Če sklenemo, grške naložbe so danes sicer tvegane, a imajo po našem mnenju tudi precejšen potencial. Za grške delnice denimo ob vsem povedanem pričakujemo v prihodnjih 10 letih približno 12 % letno donosnost. Drugače povedano, naložba v grške delnice v znesku 10.000 evrov bo po našem osrednjem scenariju čez 10 let vredna nekaj čez 30.000 evrov. Vendar, kot poudarjeno, tveganje za pozitivno ali negativno presenečenje glede na osrednji scenarij je nadpovprečno.

Slika 4: Ankete za oktobrške parlamentarne volitve



Vir: različne javnomnenjske agencije, NLB Skladi.

Slika 5: Ugodno zgodovinsko vrednotenje naložb



Vir: Bloomberg, NLB Skladi.

**Opozorilo:** Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska ulica 48, Ljubljana, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 8. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur.l. RS št. 108/10 s spremembami in dopolnitvami; v nadaljevanju: ZTFI), saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 20. člena Uredbe o zlorabi trga (Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga, v nadaljevanju: Uredba o zlorabi trga). Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 7. členu Uredbe o zlorabi trga. Družba NLB Skladi ne prevzema odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. Družba NLB Skladi je in bo sklepala posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. Oseba, ki v tem dokumentu podaja mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njo povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investira tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi podaja mnenja. Razmnoževanje prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega dovoljenja avtorja ni dovoljeno.