



Euroobveznice, da ili ne?

STAV

Na ekonomskom forumu u Davosu grčki premijer **Pandreu** optužio je aglosaksonske medije i berzanske spekulante da podrivaju napore Grčke u vezi s smanjivanjem ogromnog budžetskog deficita i da je guraju u propast da bi ostvarili svoje sebične ciljeve. Kako finansijski spekulanti mogu da se klade na Grčku i kakav je to finansijski instrument koji stoji iza svega?

Grčka vlada je zbog svog ogromnog budžetskog deficita od skoro 13% BDP-a u 2009. prinuđena da se zadužuje na tržištu euroobveznica. Grčka je zapala u dužničku krizu i predstoji joj bolna strukturalna i fiskalna prilagodavanja, a stručna i finansijska pomoć od strane MMF-a je odbijena od strane zemlja članica euro-zone, koje problem Grčke tretiraju kao svoj unutrašnji problem. Sličan problem imaju i neke druge zemlje, članice eurozone – Portugalija, Španija i Irska, a ni Italija nije daleko, zbog ogromnog spoljnog duga. Potencijalni kupci obveznica procjenjuju rizike i prate sve relevantne informacije o zemlji izdavaocu. Tri najmoćnije kompanije koje se bave poslom procjene kreditnog rejtinga (Moody's, Fitch i Standard&Poors) su nezaobilazan učesnik u ovim poslovima. Oni procjenjuju finansijsku poziciju neke zemlje i u skladu s tim objavljuju kreditni rejting zainteresovanih zemalja. Potencijalni investitori (penzijski fondovi, banke, osiguravajuće kuće) ne žele da preuzimaju rizik da zemlja čije su obveznice kupili ne vraća svoje dugove, pa po ovom osnovu traže osiguranje svojih potraživanja da bi bili sigurni da će ona u roku dospjeća biti naplaćena. Visina premije osiguranja zavisi od procijenjenog rizika koji opet zavisi

od mnogo faktora kao što su kreditni rejting, veličina ekonomije, visina duga, izgledi za rast ekonomije u dužem roku, politička situacija u zemlji i okruženju itd. Kompanije koje se bave osiguranjem ovih rizika svakodnevno izračunavaju i objavljuju vjerovatnoću rizika kojem je dug neke zemlje izložen od opasnosti bankrota i u skladu s tim obračunavaju premiju osiguranja koju investitor plaća u određenim vremenskim intervalima, koji variraju od procijenjenog nivoa rizika. Premija osiguranja je za Grčku u februaru ove godine iznosila oko 400 poena (4%) i kad se na to doda vrijednost referentnih obveznica Njemačke (najsigurnije) dobija se kamata na obveznicu. Kada se dodaju i troškovi agenta koji odraduje posao oko emitovanje obveznica dolazi se do početne cijene na aukciji. Zavisno od ponude i tražnje, cijena se može korigovati na dolje ili gore. Početna cijena petogodišnjih obveznica koje je Hrvatska emitovala prošle godine bila 8%, da bi tokom aukcije, zbog velike tražnje, bila spuštena na 6,5%. Makedonija je plasirala svoje obveznice (dospjeće 2015.) s kuponom od 9,875% vrijedne 200 mil.€ i platiće kamate u vrijednosti od 98,5 mil.€, što je, svakako, značajna suma. Slovenija je plasirala svoje euroobveznice sa kamatom od 2,75% (dospjeće 2015). Uočljiva je drastična razlika slovenačke emisije euroobveznica u odnosu na prethodno opisane slučajeve, a razlog je što je Slovenija članica EU i eurozone, sa mnogo većim kreditnim rejtingom, pa predstavlja mnogo manji rizik za kupca obveznica.

Osiguranje od kreditnog rizika je najzastupljeniji finansijski derivat. CDS je derivat primarnih hartija od vrijednosti, tj. obveznica. Ovaj instrument su osmislili eksperti gigantske investicione banke JP Morgan 1997. Sredinom 2007. tržišna kapitalizacija ovog derivata iznosila je nezamislivih 45 triliona \$. Prethodno opisani mehanizam se odnosi na regularan način osiguranja. Međutim, berzanski spekulanti se klade na drugi način. Oni osiguravaju tuđi dug od bankrota kad cijene da zemlja ima nevolje s plaćanjem (dakle spekulanti ne osiguravaju obveznice koje su u njihovom vlasništvu) i kratkoročnim prodajama ili kupovinama ostvaruju dobit. Tu se, svakako, ne preza ni od preuveličavanja problema (mediji i glasine) koje neka zemlja ima da bi se ostvario profit. Neko je ovu vrstu klađenja uporedio s osiguranjem komšijine kuće od požara – kad osigurate tuđu kuću u vama se svjesno ili nesvjesno pojavljuju želje da bi za vas bilo dobro da ona izgori (jer ćete dobiti punu protivvrijednost uz malo ulaganje, pa u tu svrhu možete podsticati piromane da porade na tome). Ovo je klađenje s malom vjerovatnoćom velikog dobitka uz veliku vjerovatnoću malog gubitka – slično tomboli.

Dakle, vjerovatnoća iz gore pomenutog slučaja Grčke je da postoji 4% mogućnosti da će Grčka doživjeti bankrot i 96% da ga neće biti (ili da to približno našim klađioničarima kvota je oko 1:25) Trenutno je ta vrijednost ispod 3,3%, što pokazuje da investitori procjenjuju da se rizik od bankrota smanjio. Upravo ova vrsta operacija su one koje će se morati regulisati da bi neophodna osnovna funkcija osiguranja bila sačuvana. Putem ovog mehanizma, poreski



Pišu: Vladislav Karadžić i Radovan Živković

obveznici neke zemlje plaćaju cijenu politici visokog deficita. Čim plaćate više za ove namjene, svakako, da manje preostaje za druge. Kredibilni planovi Vlade u vezi s smanjenjem budžetskog deficita smanjuju rizik od neplaćanja, a samim tim smanjuju i cijenu duga. Međutim, problem kredibilnih planova nisu samo potencijalne socialne tenzije, nego i usporen rast u dužem roku što nijedna Vlada ne želi da vidi u svom dvorištu. Ova tema će biti interesantna za Crnu Goru u vezi s najavljenim izdavanjem euroobveznica i kontroverzi koje su se javile u vezi toga. Svakako, da je zaduživanje ovim putem samo jedan od načina za finansiranje nedostajućih sredstava, jer će naša zemlja morati da računa s kamata koje su slične onim pod kojim se zadužila Makedonija, koja je ovaj posao započela još 2005. Inače, i naše komšije Albanci planiraju zaduživanje u visini od 300 mil. €. I na kraju, što se nameće kao zaključak?!

Samo dugoročni održivi rast objezbjeđuje da se problemi riješe i dođe do uravnoteženja. Citiraćemo **Bila Grossa** – suosnivača Pimka – najvećeg svetskog trgovca obveznicama: balon (misli se na naduvano svjetsko finansijsko tržište) je bio refleksija bogatstva, funkcija tržišta nekretnina i finansijskih derivata. To nije realno bogatstvo. Kako ono zaista izgleda pokazali su nam Kinezi: transformacija kreativnog i dobro obučenog rada u proizvode koji se mogu izvoziti.

Autori su samostalni savjetnici u Ministarstvu finansija Crne Gore