

Nejasná správa o konci dlhov

Vraj morálny problém

V poslednom čase nás zaujal apel na solidaritu, ktorý vychádza z úst politikov, analytikov, novinárov a teda apelu na vzájomnú pomoc s cieľom udržať eurozónu. Dokonca sa dozvedáme, že treba udržať eurozónu „za každú cenu“ (...). Podľa toho sú čisti poberatelia zdrojov Európskej únie morálne zviazaní pomáhať ostatným členom eurozóny v problémoch. V prípade Slovenska sa argumentuje, že keďže za roky členstva v EÚ prijalo približne 1.5 mld. EUR netto, nemalo by mať problém poskytnúť Grécku pôžičku podľa poslednej dohody na úrovni 4.5 mld. EUR.

Tu vidíme niekoľko zásadných rozporov. Po prvé, pod solidaritou rozumieme kompenzovanie (na jednej strane negatívnych) odchýlok medzi entitami, kde viac – menej nie je zodpovednosť entít za vzniknuté odchýlky, napríklad na úrovni človeka o rôznych vrodených predispozíciách, sociálnom prostredí atď, pri štátoch ide o prírodné katastrofy a pod. V prípade Grécka nemožno tvrdiť, že nie je zodpovedné za svoju situáciu. Ak priznáme zodpovednosť Grécka, potom nemôžeme hovoriť o solidarite. Aký – taký dôvod pre solidaritu nám dáva zlyhanie európskych inštitúcií, ktoré svoju identitu odvodzujú od európskych národov.

Ďalej, nie je možné v žiadnej rovine spájať poberanie fondov a poskytovanie záchrannej pôžičky. Fondy oficiálne slúžia na zvýšenie produktivity výrobných faktorov v danej krajine, záchranná pôžička slúži na riešenie dôsledkov zlyhania vlád a európskych inštitúcií. Tu nevidíme žiadny vzťah. Navyše, celé to pripomína situáciu študenta vysokej školy, ktorý by nemal mať volebné právo len kvôli tomu, že je (zatiaľ) „čistým poberateľom“. To je v demokracii neprípustné. Mimochoodom, samotná účinnosť štrukturálnych fondov je otáznka. Vieme, že ide o transfer peňazí na štrukturálne zmeny v ekonomikách, aby zvýšili svoju konkurencieschopnosť a pod. Je to tak? Sú po desiatkach rokov čistého prispievateľstva ekonomiky Grécka, Španielska, Portugalska, konkurencieschopnejšie? Asi nie, keď kríza na ne dopadla oveľa horšie ako na iné ekonomiky eurozóny. Sú teda odkázané na večné dotácie? Očakávame, aj v súvislosti s čoraz napätejšími rozpočtami čistých prispievateľov, že tento problém stane v budúcnosti ďalšou európskou témou.

Už samotné spojenie solidarity a pôžičky pre ohrozené krajiny znamená, že sa ráta s nevrátením pôžičky, a teda de facto darom. Potom ale treba otvorene povedať, že ak by sa tento dar realizoval (a Slovensko by pôžičku nepotrebovalo), Slovensko by sa stalo čistým prispievateľom. Potom ale padá argument, že Slovensko ako čistý poberateľ má na pôžičku prispieť. Iba ak by sa skryte uvažovalo o tom, že bude niekedy pôžičku potrebovať.

Za skutočný problém tak považujeme nájdenie efektívneho a udržateľného riešenia pre všetky dnešné krajiny eurozóny.

Ešte raz o Grécku

Je čoraz pravdepodobnejšie, že Grécko zbankrotuje. Reformný balík sa zdá byť na prvý pohľad enormný, avšak pri podrobnejšom pohľade ho možno pokojne označiť za nedostatočný. Napríklad, ak predpokladáme, že priemerná mzda vo verejnom sektore je 2.5 násobkom priemernej mzdy v súkromnom sektore, potom na vyrovnanie miezd je potrebné znížiť mzdy verejných zamestnancov o 60%. Vo vládnom programe je zníženie miezd verejných zamestnancov o 8%. Na programe je aj zmrazenie prijímania nových zamestnancov, avšak o masívnom prepúšťaní nadbytočných zamestnancov niet ani zmienky. Ďalej, starobný dôchodok tvorí takmer 96% predchádzajúceho priemerného príjmu, priemer OECD je 50%. Grécki muži a aj ženy sa navyše dožívajú vyššieho veku ako priemer OECD. Aby sa dostal systém do rovnováhy podľa

priemeru OECD, zníženie dôchodkov, pri súčasnom nastavení priemerného veku odchodu do dôchodku na priemer OECD, by muselo dosahovať okolo 50%. Vláda navrhuje 17% so súčasnou kompenzáciou, celkový efekt teda môže byť okolo 10 – 15%. Penzie budú teda ďalej tvoriť veľké deficity. Ďalej, šedá ekonomika je mohutná a množstvo príjmov je nezdanených priamymi daňami. Grécko však nemá žiadnu možnosť tieto príjmy v krátkom čase dostať do verejných rozpočtov. Reformy nestačia a len predlžujú agóniu.

Ďalší zdroj problémov vyplýva zo štrajkov. Hoci hlavným výrobným faktorom v Grécku je práca, ak predpokladáme, že štrajkujú hlavne štátni zamestnanci, štrajky priamo nemusia znamenať výrazné zníženie produkcie. Avšak, môže to výrazne naštrbiť obraz Grécka ako dovolenkovej destinácie – hlavne teraz, keď sa rozhoduje o mieste strávenia letnej dovolenky. Štrajky v niektorých sektoroch, napríklad leteckého personálu, samozrejme priamo ohrozujú cestovný ruch. Navyše, celkovú hrozbu dotvárajú obmedzenia kvôli výbuchu islamskej sopky Eyajafjallajökull, ktoré turisti zakomponujú do svojich plánov a ktorá práve najviac ohrozujú turistické destinácie umiestnené na obvode Európy. A tak sa už v lete alebo na jeseň tohto roku môžu medializovať správy o katastrofálnom poklese návštevnosti. To by definitívne pochovalo vieru aj tej časti trhu, ktorá Grécku verí. Akékoľvek riešenie bude pre Grécko prijaté (priamy odpis časti dlhu či odkúpenie dlhu ECB), bude témou a bude ďalej ovplyvňovať vývoj v eurozóne.

Gréci sú na tom len o niečo horšie ako ostatní

Na druhej strane, iné krajiny nie sú na tom oveľa lepšie. Zatiaľ vynechajme z hodnotenia rozvojové krajiny, ktoré jednak majú v priemere nižší verejný dlh v HDP - podľa údajov OSN z roku 2006 bol verejný dlh na úrovni 35% HDP, čo je takmer polovičná úroveň vyspelých krajín. Zároveň, väčšinu z neho, 70%, tvoril domáci dlh. A napokon, rozvojové krajiny majú vo všeobecnosti väčšie predpoklady dosahovať vyššie tempá hospodárskeho rastu a menej sa zadlžovať, pretože majú nižšiu základňu, sú zväčša v modernizačnej fáze a paradoxne ich často nedemokratický režim je akcieschopnejší.

Problém nadmerného verejného dlhu sa tak takmer unisono týka len vyspelých krajín. O dôvodoch možno polemizovať, avšak pravdepodobne nebudeme ďaleko od pravdy, keď pod príčinami uvedieme kupovanie voličov (v demokratických režimoch na rozdiel od totalitných režimov nie je veľa možností ako byť opätovne zvolený bez štedrých sociálnych programov), ďalej snaha udržať tempá hospodárskeho rastu v postmodernizačnej fáze na úrovni modernizačnej fázy za každú cenu, rozširovanie snahy štátu riešiť v ére welfare states každú životnú situáciu a aj snaha udržať si globálnu moc (vojenské výdavky). Rast verejných dlhov začal najmä v 80 - tých rokoch, v 90 - tých rokoch ich brzdiť slušný hospodársky rast kvôli nástupu internetu a nultých rokoch síce stagnovali tiež, ale výrazne rástli súkromné dlhy. V roku 2008 sa situácia obrátila a verejné dlhy začali prudko rásť. Súkromné zadlženie síce naopak začalo stagnovávať, ale celkové zadlženie v raste pokračovalo (a navyše o alokácii dlhu nerozhodoval trh, ale vlády).

Porovnajme krajiny EÚ27, USA a Japonsko. Zoberme do úvahy nielen verejné zadlženie, ale aj zadlženie domácností (merané len ako úvery od bánk – ostatné formy úverov vynecháme), pretože domácnosti napokon budú verejný dlh splácať a prípadné reformy sa dotknú práve ich. Na rozdiel od napríklad firiem majú obmedzenú možnosť pohybu či „zániku“. Zoberme do úvahy ďalej aj deficit verejného rozpočtu a deficit bežného účtu platobnej bilancie v krízovom roku 2009. Bude platiť, že vyššie verejné či súkromné zadlženie a vyššie deficity zvyšujú riziko zlyhania štátu a naopak.

Verejný dlh, dlh domácností a deficity verejných financií a bežného účtu platobnej bilancie v roku 2009 v krajinách EÚ, USA a Japonska

	Nominálne HDP		Verejný dlh		Dlh domácností		Spolu		Deficit verejného rozpočtu	Deficit bež. účtu PB	
	mld. EUR	mld. EUR	% HDP	mld. EUR	% HDP	mld. EUR	% HDP	mld. EUR	% HDP	% HDP	% HDP
Belgicko	338	327	96.7	105	31.0	431	127.7			-6.0	2.0
Bulharsko	34	5	14.8	10	28.9	15	43.7			-3.9	-9.6
Cyprus	17	10	56.2	21	123.1	30	179.3			-6.1	-8.5
Česko	137	48	35.4	37	27.1	86	62.4			-5.9	-1.0
Dánsko	223	93	41.6	309	138.7	402	180.3			-2.7	4.0
Estónsko	14	1	7.2	7	54.0	8	61.2			-1.7	4.6
Fínsko	171	75	44.0	98	57.6	174	101.5			-2.2	1.5
Francúzsko	1 919	1 489	77.6	953	49.7	2 442	127.3			-7.5	-2.9
Grécko	237	273	115.1	98	41.1	371	156.3			-13.6	-13.1
Holandsko	570	347	60.9	425	74.5	772	135.4			-5.3	3.9
Írsko	164	105	64.0	143	87.4	248	151.4			-14.3	-2.9
Litva	27	8	29.3	8	31.3	16	60.6			-8.9	2.6
Lotyšsko	19	7	36.1	9	46.0	15	82.1			-9.0	8.7
Luxembursko	38	5	14.5	30	79.9	36	94.3			-0.7	-0.4
Maďarsko	97	76	78.3	29	30.2	105	108.4			-4.0	0.4
Malta	6	4	69.1	4	61.6	7	130.7			-3.8	-3.9
Nemecko	2 407	1 762	73.2	1 415	58.8	3 177	132.0			-3.3	5.0
Poľsko	327	167	51.0	103	31.5	270	82.5			-7.1	-1.6
Portugalsko	164	126	76.8	139	84.8	265	161.6			-9.4	-10.5
Rakúsko	277	184	66.5	128	46.4	312	112.9			-3.4	2.9
Rumunsko	116	28	23.7	24	20.4	51	44.1			-8.3	-4.4
Slovensko	63	23	35.7	14	22.0	37	57.7			-6.8	-3.1
Slovinsko	35	13	35.9	8	24.1	21	60.0			-5.5	-0.9
Španielsko	1 051	560	53.2	877	83.4	1 437	136.7			-11.2	-5.1
Švédsko	298	126	42.3	228	76.3	354	118.7			-0.5	7.1
Taliansko	1 521	1 761	115.8	497	32.7	2 257	148.4			-5.3	-3.2
Veľká Británia	1 574	1 072	68.1	1 196	76.0	2 267	144.1			-11.5	-1.3
Spolu EMÚ16	8 978	7 063	78.7	4 955	55.2	12 018	133.9			-6.3	-0.6
Spolu EÚ27	11 843	8 692	73.4	6 915	58.4	15 607	131.8			-6.8	-0.5
USA	9 953	8 595	86.4	9 450	94.9	18 045	181.3			-9.9	-3.0
Japonsko	3 560	6 543	183.8	754	21.2	7 296	204.9			-6.9	2.8

Najvyšší verejný dlh spomedzi týchto krajín zaznamenáva Japonsko, Taliansko a Francúzsko, najvyšší dlh domácností Dánsko, Cyprus a USA. Celkovo najviac je zadlžené Japonsko, USA, Dánsko a Cyprus. Najvyšší vnútorný a vonkajší deficit zaznamenáva Grécko, Portugalsko, Španielsko, významný aj Rumunsko, Veľká Británia, Cyprus a Bulharsko. Celkovo najproblematickejšími krajinami sa nám javia Grécko, Portugalsko a Cyprus.

Na druhej strane, najnižší verejný dlh zaznamenáva Estónsko, Luxembursko a Bulharsko, najnižší dlh domácností Rumunsko, Japonsko (pravdepodobne kvôli strachu po splasnutej hypotekárnej bubline v 90-tych rokoch) a Slovensko. Celkovo najmenej je zadlžené Bulharsko, Rumunsko, ale aj Česko, Estónsko, Litva, Slovensko a Slovinsko. Najmenší spoločný vonkajší a vnútorný deficit zaznamenalo v roku 2009 Švédsko, Estónsko, Nemecko a Dánsko. Celkovo najmenej ohrozené je Estónsko, dobrú pozíciu si zachováva Švédsko, ale napríklad aj Fínsko

Do hry však vstupuje množstvo ďalších faktorov. Určitú konkurenčnú výhodu majú krajiny mimo eurozóny, pretože môžu svoje meny devalvovať. Ďalej, v eurozóne sú pravdepodobne dlhy navzájom previazané, čo síce na jednej strane zľahčuje pozíciu problematických štátov, na druhej strane výrazne zhoršuje pozíciu celej eurozóny. Naproti tomu napríklad Japonsko má najvyšší celkový dlh, avšak prefinancováva si ho samo (vďaka vysokému sklonu k úsporám Japoncov ide predvažne o domáci dlh).

Celkové ohrozenie štátu však nezávisí od vyčíslenia dlhu, ale od dôvery investorov, že dokážu dlh splatiť. Preto aj štát, ktorý má povedzme nízke zadlženie, môže stratiť dôveru investorov a zbankrotovať, ak investori nadobudnú presvedčenie, že jeho pozícia je neudržateľná (povedzme, že nie je natoľko konkurencieschopný, aby dokázal udržať primeraný hospodársky rast a primerané verejné príjmy). Na to vplyva množstvo faktorov, medziným napríklad aj silné postavenie jedného odvetvia alebo firmy v ekonomike – takto napríklad dobré čísla Fínska môžu byť ohrozené silným postavením Nokie v krajine. Vo všeobecnosti hlavným parametrom je dlhodobá konkurencieschopnosť ekonomiky.

Niektoré štáty svoje dlhy možno nikdy nesplatia

Dlhodobá udržateľnosť verejných financií je teda v prípade viacerých štátov ohrozená. Technicky, aby sa podiel verejného dlhu na HDP nemenil, prírastok nominálneho HDP musí byť pri vyrovnanom primárnom hospodárení (bez splátok verejného dlhu) rovný úrokovým splátkam. To znamená, že napríklad pri 5%-nom

nominálnom raste HDP a vyrovnanom primárnom hospodárení zvládne vláda platiť dlhopisy s priemerným 5% výnosom ročne, pri 2% - nom raste nominálneho HDP si musí štát požičiavať za 2%. Čím vyšší rast, tým si môže vláda dovoliť financovať dlh drahšie a naopak. A práve to je kameň úrazu. Tieto podmienky sa navzájom vylučujú. Štáty s väčšími nerovnováhami si požičiavajú drahšie a pritom sú nútené šetriť a znižovať tak prírastok HDP. Dlhodobito to nemôže byť udržateľné. Hrozí preto zlyhanie viacerých štátov.

Ak zoberieme aktuálne požadované výnosy 5-ročného dlhopisu (to je povedzme priemerná splatnosť dlhu), z krajín eurozóny by len na splátkach úrokov platili viac ako by bol 5% -ný predpokladaný prírastok nominálneho HDP Grécko, Portugalsko, Írsko a Cyprus. Ak by bol očakávaný rast HDP okolo 2%, „do siete“ by spadlo aj Taliansko, Španielsko, Belgicko, Rakúsko, mimo eurozóny drahšie Švédsko, USA. Japonsku by s požadovanými výnosmi 0.4% v podstate stačilo, aby nominálne aspoň stagnovalo (a teda aby nebolo v deflácií). Pri všetkých prípadoch pritom uvažujeme s vyrovnaným primárnym hospodárením – v skutočnosti však primárny prebytok zaznamenali v roku 2009 zo všetkých krajín Európskej únie len Maďarsko a Švédsko.

Väčšina vyspelých krajín tak stojí pred zložitým problémom. Buď majú verejné financie vyvážené, ale majú vysoké súkromné zadlženie, ktoré sťahuje domácu spotrebu a oslabuje hospodársky rast. Alebo majú nízke súkromné, ale vysoké verejné zadlženie, ktoré pri vysokej dlhovej službe a vyrovnanom rozpočte pôsobí fiškálne reštriktívne. Alebo majú vysoké vonkajšie a vnútorné nerovnováhy, ktorých dôsledkom bude rast najmä verejného zadlženia.

Ak zoberieme do úvahy historické údaje, za posledných 10 rokov rástla ekonomika eurozóny nominálne priemerne o 3.6% ročne, počas konjunktúry 2003 – 2007 o 4.2% ročne. V prípade EÚ27 boli tieto čísla 4.5% resp. 3.6%, v USA 5.8% resp. 4.6% a v Japonsku 1.0 resp. -0.4 (reálne rástla japonská ekonomika kvôli deflácií rýchlejšie ako nominálne). Ak teda zoberieme do úvahy najrýchlejšie tempá rastu, ktoré boli dosahované v najlepších časoch (ktoré napokon vyústili do krízy), v budúcnosti, pri štandardnom inflačnom ciele, sa musíme pripraviť skôr na nižšie tempá nominálneho prírastku HDP. To výrazne sťaží prefinancovanie súčasných úrovní verejného dlhu.

Ako ďalej?

Žijeme vzrušujúce časy. Doteraz sme považovali dlhopisy vyspelých krajín za bezpečnú investíciu, ktorá nízkemu riziku prislúcha nízky výnos. Bol to aj prirodzené, veď napokon, politikov, ktorí takto

verejné financie spravovali, sme dlhodobo volili. Život na dlh prinášal potrebný hospodársky rast. Ak aj boli nejaké pochybnosti, tie sa postupne strácali v pavučine čoraz väčšej integrácie a kooperácie na európskej, ale aj na svetovej úrovni. Až teraz kríza odhalila, že systematické riziko je obrovské.

Zatiaľ na to dopláca eurozóna. Má smolu v tom, že jej členmi sú práve tie krajiny, ktoré majú najväčšie nerovnováhy verejných rozpočtov (ktoré vznikli aj vďaka účasti v eurozóne) a sú aj štrukturálne slabé. Kríza sa odráža jednak v relatívne vysokých rizikových prírážkach niektorých členov eurozóny a jednak v slabom eure. Je evidentné, že prijatím gigantickej záchranej siete za 750 mld. EUR sa napätie nekončí. Ohrozené krajiny budú naďalej tvoriť deficit. Ak aj prijímú opatrenia, ich účinky sa zistia neskôr. Euro ešte môže nejaký čas oslabovať. Avšak, na druhej strane, slabé euro, aj keď relatívne združuje komodity, tvorí pre otvorenú európsku ekonomiku s prebytkom bilancie tovarov a služieb silnú vzpruhu. Najmä ak si uvedomíme, že euro klesá takmer voči všetkým menám sveta, napríklad aj voči čínskemu juanu naviazanému na dolár.

Očakávame však, že postupne sa bude hovoriť aj o ďalších krajinách, aj tých, ktoré sú dnes považované za bezpečné. A to nielen o tých z eurozóny, ale aj o Veľkej Británii, USA a Japonsku. Tlak na euro by ustal a zároveň by sa začalo hovoriť o celosvetovom riešení dlhu. Kapacita vlád a aj medzinárodných inštitúcií je obmedzená (už teraz vidíme snahu USA limitovať pôsobnosť MMF v európskej kríze), riešenie môže prísť už čoskoro. Impulzom môže byť aj príliš slabé euro, ktoré spôsobí problémy USA.

Čím viac deficitu sa bude pretavovať do vysokých verejných dlhov, tým bude riešenie ťažšie a nákladnejšie. V zásade sú možné dve riešenia. Buď sa budú vlády snažiť splatiť svoje dlhy, tým však riskujú dlhodobú hospodársku stagnáciu. Krajiny by mohli postihnúť dlhotrvajúca deflácia japonského typu. Úrokové sadzby zostanú nízko dlhý čas a ekonomiky by mohli získať prípadnú podporu zo slabnúceho kurzu domácej meny. Vyššia miera úspor v ekonomike môže pomôcť.

Na druhej strane sa môžu krajiny dlh snažiť monetizovať, tzn. centrálné banky budú masívne odkupovať dlhopisy a emitovať tak na trh čisté peniaze. Inflačné očakávania by zvýšili a okamžite by stúpili požadované výnosy hlavne na dlhších splatnostiach. Akcia by musela byť koordinovaná na úrovni povedzme G7 alebo G20, aby nedochádzalo k šokovým výkyvom menových kurzov, či napríklad k odvetným opatreniam pri masívnych stratách na strane veriteľov (napríklad k devalvácii juanu).

V každom prípade očakávame, že sa onedlho začne hovoriť o celkovom svetovom verejnom dlhu. A teda aj o dlhu USA, Veľkej Británie, a to v širších súvislostiach celkového svetového rastu (aj v kontexte čínskej bubliny). Z vyspelých krajín zrejme nežiaducej pozornosti uniknú komoditné ekonomiky, ktoré budú mať „vždy čím platiť“ – Austrália, Kanada či Nórsko.

Richard Tóth
Hlavný ekonóm

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6661. Fax: +421 2 3226 6910.
E-mail: research@privatbanka.sk, toth@privatbanka.sk. Web: www.privatbanka.sk.

Upozornenie: Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerozvinutému trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.