

Výhled veřejných financí: tvrdé probuzení

Máme již téměř konec května a do vyvrcholení problémů s Řeckem kapitálové trhy jenom zelenaly. Meziroční nárůsty o více než 50% byly standardem. Skoro se ani nechce věřit, že před rokem byl svět několik krůčků od pádu do ekonomického chaosu. Jednalo se o další z typických hlubokých poklesů na akciových trzích, který měl krátkého trvání, a po jeho odeznění se vše vracelo do starých dobrých kolejí? Zdá se, že ano. Zůstalo nám však několik bolestivých šrámů, jejich řešení nebude nijak jednoduché. O co jde? Výčet těch nejvýznamnějších zahrnuje trh práce, který stále negeneruje dostatek nových pracovních míst, bankovní sektor je citlivý na růst problémových úvěrů, nereflektuje prostředí nízkých úrokových sazeb a nezvyšuje adekvátním způsobem objem úvěrů v ekonomice (důvod není jen na straně bank, ale i díky nižší poptávce). Stát, který převzal náklady finanční krize z velké části na svá bedra, začíná mít problémy se svými dluhy.

Snažíme se neustále hledat nová řešení, ale pro řadu problémů je nejlepším lékem budoucí hospodářský růst. Tak to například platilo pro trh práce na přelomu 70. a 80. let minulého století. Kde to ale platit nemusí, jsou státní dluhy. V letošním roce se mezi odbornou veřejností živě diskutuje zadluženost a platební schopnost Řecka a dalších států, mezi které patří Portugalsko či Španělsko. Všimněme si, že krize odhalila slabá místa ve státních financích především ve vyspělých průmyslových zemích. Nejnověji mě zaujala práce z dílny Bank For International Settlements (BIS) na téma perspektivy veřejných financí v průmyslových zemích. Domnívám se, že jde o studii, kterou by si měl přečíst asi každý (originál je možné stáhnout na <http://www.bis.org/publ/work300.pdf?noframes=1>). Co zde nalezneme?

Od začátku finanční a ekonomické krize v roce 2008 došlo k významnému nárůstu státních dluhů ve vyspělých průmyslových zemích. Během posledních 3 let se jednalo o skok ve výši 20-30% a reálně hrozí, že absolutní úroveň toho zadlužení přesáhne již v roce 2011 100 % HDP. Tím to bohužel nekončí. Výchozí podmínky nejsou nijak růžové. Měli bychom se tedy obávat vysokého růstu zadlužení, jak je zde naznačeno? Některé průmyslové země již v minulosti (po II. světové válce) obdobím vysokého zadlužení nad 100 % HDP prošly. Co je zajímavější, žádný státní bankrot se nekonal. Ukázkovým příkladem je Japonsko, které se v současnosti potýká se zadlužením přes 200% HDP a na úrokových nákladech se to příliš neprojevuje. Je docela možné, že investoři mají k platební schopnosti průmyslových zemí stále dostatek důvěry. A to i přes výrazně zhoršené zadlužení. Obecně platí, že v krizových situacích, až na pár výjimek, investoři poptávají státní dluhopisy, jejich výnosy pak klesají a zůstávají na nízkých úrovních. V odborné terminologii se hovoří jako o tzv. bezpečném přístavu.

Ovšem dluhopisoví investoři mají krátkodobý pohled na své investice, protože u nich panuje přesvědčení, že až půjde do tuhého, své pozice budou moci rychle ukončit. Jejich časový horizont nejsou roky či dekády, ale dny či týdny. To, o čem se zmiňuji, není otázkou krátkodobého horizontu, ale jde o dlouhodobé dopady trendů, které započaly před několika lety a které byly umocněny probíhající krizí. BIS jde s argumentací ještě dál a hovoří o narůstajících fiskálních problémech, které v budoucnu hrozí přijetím řady nepopulárních opatření (škrty v sociální politice, oddalování věku do důchodu, atd..), případně inflačním nebezpečím (monetizace dluhu=financování dluhu nekrytými penězi). Jako problematické se jeví hlavně mandatorně nastavené výdaje spolu se stárnoucí populací v zemích jako je Japonsko, Řecko, Španělsko. BIS předpokládá, že právě tyto strukturální deficity budou v pozadí nadcházejících deficitů. Je tedy reálně možné, že ačkoliv ekonomika zaznamená hospodářské oživení, vysokých deficitů se nezbavíme.

Autoři se opírají o vynikající práci ekonomů Reinharta a Rogoffa, která se zabývá analyzováním finančních krizí spolu s dopady na dynamiku státního zadlužení. Historie totiž naznačuje, že průměrný nárůst státního zadlužení během následujících tří let pod odeznění finanční krize se zvýší v průměru o 86 %. Jaká je současnost? Během let 2007-9 se v Irsku státní dluh zvýšil o 98%, v Anglii se ke konci roku 2011 očekává nárůst dokonce o plných 111%. Španělsko a USA na tom budou podobně – plánovaný nárůst o 75 respektive 78%.

Aktuální čísla jsou varovná a budoucí trajektorie růstu státních dluhů bude záležet na několika dalších faktorech: výsledné náklady finanční krize, vývoj úrokových sazeb, růst HDP a také politické rozhodování o výdajové stránce rozpočtu a v oblasti daní. Tvrdou realitou je, že strukturální deficity mají tendenci převládat ve vyspělých zemích spolu s dlouhodobými nekrytými závazky a současná politika je do budoucna neudržitelná.

Série grafů, které přikládám, ukazuje budoucí trajektorie míry státního zadlužení v závislosti na tom, zda bude pokračovat současný vývoj či zda dojde k reformě, která zasáhne většinu daňových poplatníků. Všimněte si 3 projektovaných variant – tou první je základní scénář (přerušovaná červená)- žádná reforma, druhým scénářem je postupné odbourávání fiskální nerovnováhy (přerušovaná zelená) a posledním variantou se modelace jak by vypadalo zadlužení, pokud by výdaje spojené s penzí byly konstantní (přerušovaná modrá)

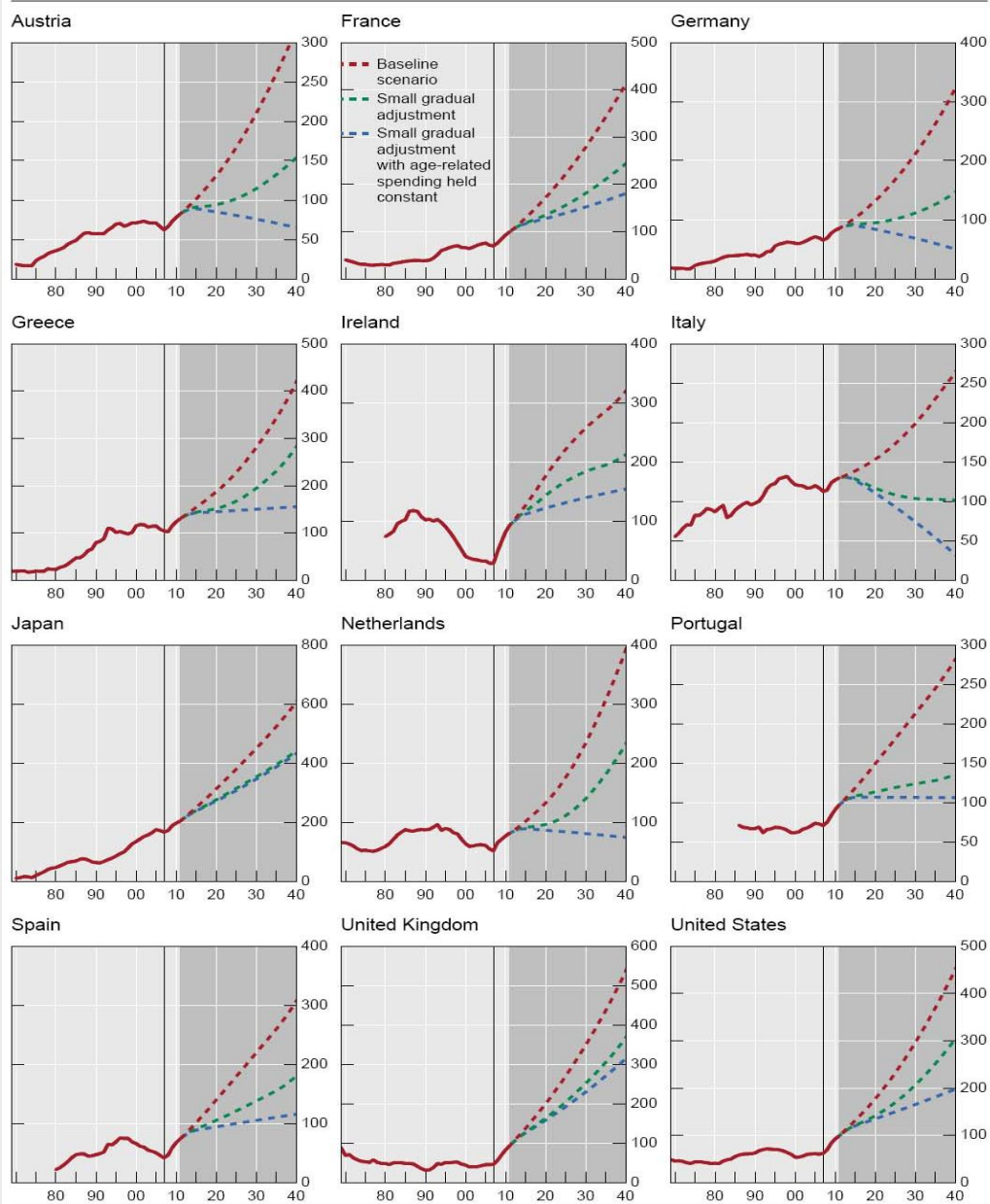
Slovo na závěr

Procházíme etapou hospodářského oživení, která je spojena s růstem cen na akciových trzích. Panuje klidná atmosféra, kterou bychom však měli využít k položení základů pro budoucí stabilní a udržitelný hospodářský růst. Jednou z těchto oblastí jsou státní dluhy, které velmi výrazně rostou, a široká veřejnost dostává nepřesné obrazy skutečného stavu. Hovořím zde například o úrokových nákladech, které jsou rekordně nízké (pozor v reálném vyjádření rostou) a v budoucnu se mohou velmi výrazně prodražit. Stačí se podívat na příběh Řecka.

Analýza BIS potvrzuje, že státní dluh v průmyslových zemích poroste i v budoucnu a v roce 2011 pravděpodobně překoná hranici 100% HDP. Hlavními determinanty bude stárnoucí populace, podprůměrný hospodářský růst a nastavené výdaje ve zdravotní a sociální politice, kde se ukazuje hrozba nepokrytých budoucích závazků. Vysoká míra státního zadlužením, případně jeho rychlá trajektorie růstu, se již nyní projevuje ve zvyšování míry rizika a rizikové prémie u státních dluhopisů. Poselství je jasné: pokud ekonomika nebude dosahovat nadprůměrného růstu, politikům nezbude nic jiného, než tvrdě a nepopulárně škrtnat ve výdajích, zvyšovat daně a prodlužovat věk do důchodu. Jinak se bankrotovému režimu vyspělé země nevyhnou.



Public debt/GDP projections



Zdroj: BIS



Milan Tomášek
ČP INVEST

