

KOMENTÁR

28. november 2023

Verejný dlh nemá len výšku

Vysoké úrokové sadzby sú tu s nami už nejaký ten piatok a ešte tu aj nejaký čas budú. Veritelia sa tešia a dlžníci plačú. Prakticky a konkrétne, hovorí sa, že niektoré veľmi zadlžené krajiny, krajiny s vysokým verejným dlhom, môžu skrachovať.

Podme si v tom urobiť trochu poriadok. Hneď na úvod treba povedať, že objem verejného dlhu je len jedným z množstva faktorov, ktoré určujú, či krajina skrachuje alebo nie. Nie je zásadným a určujúcim. Tak napríklad Argentína za posledných vyše 20 rokov skrachovala trikrát a vždy mala pomerne nízky verejný dlh: v roku 2000 48 % HDP, v roku 2014 45 % a v roku 2020 103 % HDP. A také Japonsko má od roku 1997 verejný dlh viac ako 100 % HDP a od roku 2010 nad 200 % HDP a nič sa nedeje, Japonsko nekrachuje.

A tak treba tieto faktory rozšíriť a pozrieť sa napríklad na to, či sú veritelia domáci alebo zahraniční, či je dlh krátkodobý alebo dlhodobý, ako sa krajina vyvíja makroekonomicky a či má nejaké nerovnováhy, ktoré sa neskôr prejavujú, či vie hospodáriť aspoň v dobrých časoch bez deficitu, či má stabilný bankový sektor, silné inštitúcie vrátane silnej centrálnej banky, či má dobré podnikateľské prostredie, aby vedela z dlhov vyrásť, a či vie bojovať so starnutím populácie. To je, ako uznáte, komplexný mix faktorov.

V tomto komentári nemáme ambíciu zisťovať, ktoré krajiny skrachujú, na to tu nie je priestor a nateraz sa spoľahnime na ratingové agentúry. Chceme len upozorniť na niekoľko súvislostí, na ktoré sa pri obave z vysokých úrokových sadzieb zabúda.

V prvom rade, keď hovoríme o verejnom dlhu, zvyčajne hovoríme o hrubom verejnom dlhu, teda koľko dlhuje verejný sektor svojim veriteľom. Lenže verejná správa môže mať aj finančné aktíva, to znamená, že aj verejná správa môže byť v postavení veriteľa. Ak od dlhových záväzkov verejnej správy odpočítame finančné aktíva verejnej správy,

dostávame čistý verejný dlh. Pod finančnými aktívami rozumieme najmä zlato a dlhové cenné papiere.

Niekedy je rozdiel medzi hrubým a čistým verejným dlhom malý, ale inokedy je naozaj výrazný. Tak napríklad niektoré africké krajiny (Ghana, Libéria) nemajú žiadne finančné aktíva, ich čistý verejný dlh je rovnaký ako hrubý verejný dlh. Z vyspelých krajín je Veľká Británia príkladom, kde je malý rozdiel medzi hrubým a čistým dlhom – v roku 2022 bol hrubý dlh na úrovni 102 % HDP, čistý dlh na 99 %, a teda rozdiel bol len 3 percentuálne body.

Pri USA bol tento rozdiel väčší, 26 percentuálnych bodov (121 % HDP hrubý, 95 % čistý), ale pri Kanade už 93 bodov (107 % hrubý vs. 14 % čistý) a pri Japonsku dokonca až 98 percentuálnych bodov (260 % hrubý vs. 162 % čistý). Nórsko je zaujímavý prípad, lebo jeho hrubý verejný dlh bol v roku 2022 na úrovni 37 % HDP, ale čistý bol mínus 65 % HDP, a teda Nórsko bolo v postavení čistého veriteľa. Pre zaujímavosť, hrubý verejný dlh Slovenska v roku 2022 bol 58 % a čistý 48 % HDP.

Úrokové sadzby šli hore po celom svete, a tak vo všeobecnosti platí, že vlády teraz platia viac na svojich dlhových záväzkoch v hrubom verejnom dlhu. Zároveň však aj viac dostávajú pri svojich finančných aktívach (okrem zlata). A to do určitej miery znižuje celkové dlhové záväzky krajiny.

Po druhé, finančné aktíva môžu byť úročené inak, viac alebo menej ako finančné pasíva. Typickým príkladom je Japonsko, ktoré má dlhodobo najnižšie úrokové sadzby na svete, najnižšie výnosy na dlhopisoch. Vláda napriek enormnému dlhu 260 % HDP neplatí extrémne veľa. Mimo Japonska sú úrokové sadzby a výnosy na dlhopisoch vyššie, a tak Japonsko platí na jednotku dlhu menej, než inkasuje. Napriek obrovskému čistému dlhu 158 % HDP tak platilo na čistých úrokových nákladoch v roku 2022 len 0,5 % HDP a napríklad také

Taliansko s podobným čistým verejným dlhom na úrovni 133 % HDP platilo až 3,5 % zo svojho HDP.

Dokonca sa môže stať, že krajina sa stane čistým inkasantom úrokov. Tak ako napríklad Kanada, ktorá pri svojom čistom verejnom dlhu 14 % HDP inkasovala úroky na úrovni 0,3 % HDP. Nie platila, ale inkasovala. Na porovnanie – Veľká Británia platila čisté úroky na úrovni 4,7 % HDP, a pritom mala podobný hrubý verejný dlh ako Kanada. A tak zdanlivo rovnaký dlh môže investorov celkom ľahko oklamať.

Po tretie, dôležitá je štruktúra verejného dlhu. Ten môže byť vo forme hotovosti a vkladov alebo dlhopisov, alebo pôžičiek. Vklady sú úročené málo, dlhopisy viac (ak, pravda, krivka nie je inverzná, tzn. ak nie sú dlhodobé výnosy nižšie ako krátkodobé). Čo je však dôležité, vklady a dlhopisy sú citlivé na úrokové sadzby viac než úvery, a teda pri raste úrokových sadzieb majú nevýhodu krajiny, ktoré majú vyšší podiel dlhopisov na úkor úverov.

Tak napríklad Taliansko malo v 3. štvrtroku 2023 verejný dlh na úrovni 142 % HDP, z toho 10 % vo vkladoch, 119 % v dlhopisoch a 13,5 % v pôžičkách. Grécko malo verejný dlh 167 % HDP, z toho vo vkladoch 3,2 %, v dlhopisoch 41,3 % a v úveroch 122 % HDP. A hoci podľa výšky verejného dlhu sa zdá, že Grécko by malo platiť viac, nie je to tak vďaka nízko úročeným gréckym úverom. Podľa odhadu OECD platilo Taliansko v 3. štvrtroku na čistých úrokoch 4,2 % HDP, a Grécko len 2,2 % HDP.

Po štvrté, dôležité je rozloženie dlhu v čase. Ak sú úrokové sadzby nízke, pre dlžníka je výhodné, ak má v najbližšom čase čo najviac splatného dlhu, aby ho mohol prefinancovať lacno. A, naopak, ak sú úrokové sadzby vysoko a najmä ak sú nad dlhodobou úrovnou, potom je v záujme dlžníka mať čo najdlhšiu splatnosť dlhu a odložiť tak prefinancovanie dlhu na neskôr, keď budú sadzby opäť nízke.

Ak porovnáme krajiny G20, priemerná splatnosť dlhu je 8 rokov, pričom vyspelé krajiny ju majú oproti rozvíjajúcim sa krajinám o niečo nižšiu. Slovensko má 8 a pol roka.

Povedzme, že do konca budúceho roka budú úrokové sadzby vysoko. Potom za tento čas, do konca roku

2024, sa bude refinancovať asi 10 % britského verejného dlhu, asi 20 % nemeckého, ale až tretina amerického verejného dlhu. A to sme nepočítali s dlhom, ktorý sa už zdražil od roku 2022. Nie div, že spomedzi krajín OECD a podľa odhadu OECD budú USA po Maďarsku krajinou s druhými najvyššími čistými úrokovými platbami za verejný dlh v roku 2024 (Maďarsko 4,9 % HDP, USA 4,4 % HDP). Taliansko s vyšším verejným dlhom, ale viac rozloženými splátkami v čase bude na 3. mieste, úrokové náklady tam budú v čistom 3,9 % HDP. Mimochodom, preto je v záujme USA začať so znižovaním úrokových sadzieb, hneď ako to bude pre infláciu možné, lebo inak budú skôr či neskôr opäť odkázané na kvantitatívne uvoľňovanie.

Maďarsko a USA zároveň patria medzi krajiny, kde úrokové platby rastú najrýchlejšie. Od 2021 do 2024 v Maďarsku z 2,2 % HDP na 4,9 %, a teda o 2,7 percentuálneho bodu. V USA z 2,4 % HDP na 4,4 % o 2 percentuálne body. Na treťom mieste je Česko, tomu sa zvýšia platby o 0,7 percentuálneho bodu z 0,6 % HDP na 1,3 % HDP. Slovensko patrí medzi málo krajín, kde sú tieto platby nízke a ešte dokonca aj klesnú. Konkrétne z 0,93 % HDP v roku 2021 na 0,88 % v roku 2024. Zvyšovanie úrokových sadzieb neovplyvní ani Fínsko, Litvu, Nórsko a dokonca ani Grécko. Tam zostanú čisté úrokové platby na stabilných 2,6 % HDP.

Po piate, významným faktorom je aj to, či verejný dlh držia domáce subjekty alebo zahraničné. Čím vyšší je podiel domácich subjektov (banky, domácnosti), tým je dlh stabilnejší.

Spomedzi krajín EÚ je najviac dlhu v domácich rukách, 85 %, vo Švédsku. V Nemecku okolo 80 %, v Taliansku 73 %, ale vo Francúzsku už len 53 %, na Slovensku 52 %. Najmenej v Estónsku 26 % a na Cypre 7 %, čiže skoro celý cyperský verejný dlh držia nerezidenti Cypru.

V USA 77 % verejného dlhu držia americkí rezidenti (26,2 bil. USD), a teda zvyšok zahraniční (7,6 bil. USD). V Japonsku z 260 % HDP verejného dlhu až približne 230 % vlastní domáce subjekty, dokonca len centrálna banka 130 % HDP. Z toho pohľadu je japonský verejný dlh stabilnejší ako povedzme francúzsky.

Ďalší, šiesty uhol pohľadu je menové riziko. Lebo mnohé vlády emitujú dlh aj v cudzej mene, ak je táto mena úročená menej ako domáca. Vlády tak platia menej, ako keby celý dlh emitovali v domácej mene. Lenže ak sa domáca mena začne z nejakého dôvodu oslabovať, potom sa splátky v cudzej mene predražia a dlhová služba sa komplikuje. Vie to dokonca viesť až k bankrotu krajiny.

Drvivá väčšina dlhu krajín eurozóny je v eurách, takže z toho pohľadu to nie je problém. Trochu väčší, ale stále veľmi malý podiel dlhu v cudzej mene malo v roku 2022 len Nemecko. Bulharsko však malo v cudzej mene až 71 % dlhu a Rumunsko 53 %. Bulharsko udržuje fixný kurz k EUR a jeho platobná bilancia je dlhodobo vyrovnaná, takže to v zásade nie je problém. No Rumunsko má veľký deficit platobnej bilancie, jeho mena postupne oslabuje a splátky sa postupne predražujú.

USA a Japonsko majú svoj verejný dlh denominovaný iba vo svojich národných menách.

Po siedme, dôležitá je prítomnosť či neprítomnosť makroekonomických nerovnováh. Hovoríme najmä o primárnom salde verejného rozpočtu, o platobnej bilancii a o nadmernom raste úverov pre domácnosti a firmy.

Primárne saldo verejného rozpočtu vyjadruje rozdiel medzi príjmami a výdavkami krajiny bez nákladov na verejný dlh. A teda či vláda vie v rámci rozpočtového obdobia hospodáriť s prebytkom alebo so schodkom. Ak sa dlhodobo stretáva so schodkom, dlh sa kumuluje a kreditný profil krajiny sa znižuje.

Skoro všetky veľké ekonomiky dlhodobo hospodária s primárnym deficitom, zvlášť Čína, Japonsko a USA. Len o trochu lepšie sú na tom India, Veľká Británia, Francúzsko. A napríklad Taliansko vytvára väčšinou primárny prebytok. Celý deficit talianskeho rozpočtu je vlastne len pre dlhové splátky. Slovensko patrí tiež medzi krajiny, ktoré dlhodobo nevedia v bežnom roku hospodáriť.

Ďalší druh nerovnováhy je deficit bežného účtu platobnej bilancie. Ak sú príjmy zo zahraničia nižšie a výdavky do zahraničia vyššie, a teda ak sa takýto

schodok vytvára vo veľkom objeme a dlhodobo, potom je domáca spotreba nadmerná a „jedného dňa“ sa bude musieť dostať do primeranej výšky, a teda sa znížiť. To znamená nižší hospodársky rast, nižšie dane, a teda vyšší rozpočtový deficit.

Z dlhodobého hľadiska najvyšší prebytok majú komoditné ekonomiky Blízkeho východu a Ruska, z vyspelých krajín Holandsko a Nemecko, v prebytku sú aj Taliansko, Japonsko a Čína. Naopak, schodok majú Francúzsko, India, Kanada, USA a hlavne Veľká Británia. A aj Slovensko.

A napokon aj skryté nerovnováhy v podobe nadmerných úverov domácností a podnikov sa môžu pretaviť do vyššieho verejného dlhu. Ešte si pamätáme hypotekárnu krízu, ktorá v rokoch 2008 a 2009 vyvrcholila obrovskou recesiou, prepadom príjmov a nárastom výdavkov verejných rozpočtov a zvýšením verejného dlhu. V podstate sa týmito nepriamymi kanálmi preliala časť hypotekárneho dlhu do verejného rozpočtu (USA). V Taliansku boli v nultých rokoch nadmerné firemné úvery, a tie sa postupne prostredníctvom nižšieho ekonomického rastu pretavili do vyššieho verejného dlhu krajiny.

Teraz je takou problematickou krajinou Čína, kde sa neustále zvyšuje podiel dlhu domácností a hlavne firiem na HDP. Je jasné, že takto to nemôže ísť donekonečna.

Po ôsme, čo je úplne najdôležitejšie, je, či sa vieme z dlhových problémov „vylízať“. Totiž keď chceme znížiť hodnotu zlomku „podiel dlhu na HDP“, môžeme to urobiť tak, že znížime dlh alebo zvýšime HDP. A lepšie sú na tom krajiny, ktoré majú predpoklady, že dlhodobo budú rásť a nadpriemerne.

A teda tie, ktoré majú dobré slobodné podmienky na podnikanie, ktoré vytvárajú konkurenčne silné a neustále sa transformujúce firmy, ktoré majú dobrú demografiu, vrátane efektívneho prisťahovalectva a dobrého školského systému, čo spolu vytvára silný domáci dopyt, a majú aj silné inštitúcie, ktoré dokážu korigovať nerovnováhy. Príkladom sú USA.

Vidíme teda, že výška verejného dlhu nie je zďaleka jediným parametrom, ktorý treba zvažovať a ktorého sa treba obávať. Najistejšie je však aj tak vrátiť sa k nízkym úrokovým sadzbám hneď ako to inflácia dovoľí.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. 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 pre vyššiu politickú a ekonomickú nestabilitu a nerozvinutý trh a systém rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.