

Skrytá hrozba z Apenín

V poslednom čase vo viacerých krajinách rástli výnosy dlhopisov. Napríklad v USA sa výnos desaťročného štátneho dlhopisu prvýkrát od roku 2013 dostal cez 3%, pri dvojročnom dlhopise výnos prekročil 2.50%, najviac od roku 2008. A napríklad v Taliansku sa dvojročný výnos dostal po vyše roku zo záporných hodnôt na nulu, desaťročný výnos presiahol 2.40%, najviac od roku 2014.

Obom krajinám výnosy rastú, ale v každej z iného dôvodu. Americké kvôli rastu úrokového rizika, talianske kvôli rastu kreditného rizika. Úrokové riziko je „dobré“, trh verí že ekonomika bude rásť, centrálna banka bude zvyšovať úrokové sadzby. Oproti tomu kreditné riziko je „zlé“, investori obávajú, že krajina dlhopis nesplatiť a ako kompenzáciu požadujú vyšší výnos.

Pozrime sa na problém v širšom kontexte, konkrétne a prakticky. Dlhopisové výnosy majú svoje mantinely dané parametrami ekonomiky a nemôžu ísť privysoko bez toho aby priamo oni sami nezačali ovplyvňovať celú ekonomiku. Privysoké výnosy by dokonca zabili schopnosť krajiny splácať svoje dlhy a priviedli krajinu do bankrotu. Výnosy dlhopisov musia byť v rovnováhe hlavne s rastom HDP, s infláciou, výškou verejného dlhu a verejným deficitom.

Platí niekoľko pravidiel. V prvom rade, ak má krajina nízky verejný dlh, potom jej vysoké výnosy „nevadia“, a to ani v tom prípade, ak pretrvávajú dlhší čas. V roku 2017 bol podľa databázy MMF priemerný verejných dlh krajín 55% HDP. Najvyšší dlh na svete malo Japonsko, 240% HDP, potom Grécko 180%, Libanon 153% a Taliansko 133%. Celkovo 17 krajín malo verejný dlh nad 100% HDP, z toho 8 vyspelých. Z Európy okrem Grécka a Talianska aj Portugalsko (126%), Cyprus (106%) a Belgicko (104%). Mimo Európy už spomínané Japonsko a aj Singapur (111%) a USA (107%).

Hlavne tieto krajiny sú ohrozené rastom výnosov na dlhopisoch, pretože nákladovosť ich dlhu by mohla vzrásť natoľko, že by to nebolo možné zvládnuť. Ale nie je to také jednoduché. Ilustrujme na prípade Japonska, Grécka, Talianska a USA.

Napríklad, nie je dôležité len to, koľko vlády dlhujú, ale aj to, koľko dlhujú im, aké majú pohľadávky voči svojim dlžníkom. Rozdielu medzi týmito dlhmi (záväzkami a pohľadávkami vlády) hovoríme čistý verejný dlh. Tak japonskej vláde dlhujú iné subjekty asi 80% ročného HDP Japonska, len amerických štátnych dlhopisov má za vyše 1 bil. USD, asi 25% HDP krajiny. A teda kým hrubý verejný dlh tvorí 240% HDP, čistý verejný dlh „len“ 150% HDP. Vláda USA má pohľadávky v hodnote 25% HDP, čistý verejný dlh tvorí 82% HDP. Talianska vláda má pohľadávky len 12% HDP, čistý verejný dlh krajiny

dosahuje 120% HDP. A teda, taliansky hrubý verejný dlh je oproti japonskému nižší o takmer 110 percentuálnych bodov (240% vs. 133%), ale čistý verejný dlh je nižší len o 30 percentuálnych bodov (150% vs. 111%).

Samozrejme, preto vlády úroky nielen platia, ale ich aj inkasujú. Tam je zase množstvo ďalších parametrov. Napríklad, ak vláde dlžia domáce subjekty, získava zvyčajne vyššie úrokové príjmy na jednotku dlhu ako platí ona za svoj dlh, pretože vlády majú v rámci štátu spomedzi všetkých subjektov spravidla najnižšie úrokové náklady. A ak vláde dlžia zahraničné subjekty, vláda inkasuje menej, lebo zvyčajne investuje do zahraničných štátnych cenných papierov s dobrou kvalitou a nižším výnosom. A navyše čelí kurzovému riziku, atď.

Z množstva ďalších podobných faktorov, ktoré ovplyvňujú úrokové platby krajiny, je veľmi dôležitým smer, akým sa jej výnosy vyberú v prípade stresu na trhu. Americké a aj japonské štátne dlhopisy sú považované za tzv. bezpečné prístavy (safe havens), pretože trh verí, že tieto ekonomiky si poradia s akoukoľvek recesiou. V prípade stresu na trhu výnosy dlhopisov klesajú a uľahčujú tak prefinancovanie samotného dlhu ekonomik. V Japonsku navyše významnú úlohu zohráva fakt, že z verejného dlhu na úrovni 240% až 220% držia domáce subjekty (t.j. vyše 90% dlhu). A tie sú voči recesii imúnne, v prípade stresu svoje dlhopisy nepredávajú.

Naopak, Taliansko má dlh 133% HDP, z toho 87% držia domáce subjekty a 46% zahraničie. A teda tretinu dlhu drží zahraničie, Taliansko je citlivejšie na zmenu nálady na finančnom trhu. Zároveň nie je bezpečným prístavom a v prípade stresu sa investori z Talianska sťahujú a výnosy na dlhopisoch rastú. Celková pozícia Talianska sa v prípade stresu zhoršuje dvojnásobne – jednak spomaľuje či klesá HDP a ešte navyše sa predraňuje financovanie verejného dlhu.

Zvláštny prípad je Grécko. Verejný dlh má oveľa vyšší ako Taliansko, až 180% HDP, avšak z toho veľkú väčšinu (takmer 150% HDP) tvoria pôžičky a len málo (30% HDP) tvoria cenné papiere. Pôžičky majú vopred dohodnuté úrokové sadzby, ktoré nepodliehajú nárastom na trhu. Ak by sa zhoršil výhľad Grécka, krajina by platila takmer stále rovnako. Samozrejme, mala by plniť podmienky veriteľov. V prípade Talianska však dlhopisy tvoria až 110% HDP, pôžičky sú len 20%. To znamená, že Taliansko je násobne viac vystavené nálade na finančnom trhu a v prípade zhoršenia sentimentu rastúce výnosy na dlhopisoch priamo ovplyvňujú dlhovú službu štátu a de facto solventnosť krajiny. Taliansko je v prípade recesie v horšom postavení ako Grécko.

Kombináciou týchto faktorov vzniká rozdielna úroveň čistých úrokových platieb. Japonsko má najvyšší verejný dlh na svete, ale jeho čisté úrokové náklady tvoria ročne len 0.4% HDP. USA má verejný dlh o vyše polovicu nižší, ale platia až 2.8% zo svojho HDP na úrokoch. Grécko uhrádza 3.2% a Taliansko najviac, až 3.6% HDP. Okrem USA všetky krajiny postupne čisté úrokové platby znižujú, predovšetkým kvôli tomu, že klesajú výnosy ich štátnych dlhopisov.

Keďže všetky parametre dlhu sa prepočítavajú na nominálny HDP, dôležitý je vývoj samotnej ekonomiky, konkrétne reálneho HDP a zjednodušene aj inflácie. Rast a inflácia sú navyše spojené nádoby – ak ekonomika rastie pomaly, je zvyčajne slabá aj inflácia. Potom celkový nominálny HDP nerastie a naopak rastie podiel dlhu na HDP. Tento problém je typický pre Japonsko, Taliansko a aj Grécko. Japonsko je síce inovačnou veľmocou, ale najmä kvôli zlej demografii rastie pomaly a inflácia je veľmi nízka. Podobný problém s demografiou má aj Taliansko a aj Grécko, kde takisto počet obyvateľov klesá. Naproti tomu USA sú inovatívnou veľmocou a demografia je výrazne lepšia. Potenciál hospodárskeho rastu a inflácie je vyšší. To zlepšuje dlhové parametre.

Zhrnúc, hoci Japonsko má na jednej strane najvyšší verejný dlh na svete, slabý hospodársky rast a zlá demografiu, na strane druhej má extrémne nízke výnosy (napríklad 10 ročný výnos je blízky nule) a veľká väčšina verejného dlhu je domáceho. Japonská vláda má aj významný objem finančných aktív (napríklad spomínané treasuries). Krajina je veľmi inovatívna a globálne je považovaná za bezpečný prístav. Rast výnosov na dlhopisoch, aspoň prudký, je nepravdepodobný. O Japonsko sa obávať netreba.

Nie je potrebné sa veľmi obávať ani o USA. Na jednej strane sa tam pod vplyvom daňovej reformy zhoršuje verejné hospodárenie, rastie verejný deficit a verejný dlh a – čo je zlá kombinácia - zároveň rastú výnosy na cenných papieroch. Spotreba amerických domácností je nadmerná, čo sa prejavuje v deficite bežného účtu platobnej bilancie a tak ekonomika je menej odolná voči šokom. Na druhej strane, ekonomika a inflácia dynamicky rastú a nominálny HDP krajiny sa zväčšuje a aj bude zväčšovať najrýchlejšie z tejto štvorice krajín. Zároveň, ak ekonomika spomalila a nebudaj sa dostala do recesie, výnosy by sa nezvyšili, ale naopak znížili – USA, merajúc napríklad aj podľa podielu USD ako rezervnej meny - sú považované za nebezpečnejší prístav na svete. V prípade recesie by sa financovanie dlhu stalo lacnejším, tak ako v Japonsku. Vzhľadom na nadmernú domácu spotrebu je však pravdepodobné, že verejný dlh bude postupne a pomaly rásť aj ďalej.

O niečo viac je potrebné sa báť Grécka. Krajina sa do eurozóny dostala len vďaka politickému rozhodnutiu a len vďaka inému politickému rozhodnutiu v nej

zostáva. Grécka ekonomika je slabá, nekonkurencieschopná. Bankový sektor je v katastrofálnom stave, asi tretina úverov sa nespláca. Verejný dlh je obrovský. Veľkou výhodou Grécka je ale to, že väčšinu verejného dlhu tvoria pôžičky s vopred dohodnutou úrokovou mierou, ktorú by nepochybne bolo možné politickým rozhodnutím ešte znížiť. Grécko je najmenšou z tejto štvorice ekonomík a jeho verejný dlh je v absolútnom vyjadrení najnižší, dosahuje 317 mld. EUR. Navyše, priemerná splatnosť verejného dlhu Grécka je až 26 rokov, a teda v roku 2044. Napríklad splatnosť japonského dlhu je necelých 8 rokov, talianskeho 7 rokov a amerického 6 rokov. Solventnosť Grécka je umelou a moderovateľnou záležitosťou.

Taliansko je ale „iná šálka kávy“. Vzhľadom na veľkosť ekonomiky je taliansky dlh obrovský aj v absolútnych číslach, dosahuje takmer 2.3 bil. EUR, najviac zo všetkých krajín EÚ. Krajina je štrukturálne slabšia, chýbajú reformy, ktoré by zlepšili podnikateľské prostredie, znížili mieru korupcie. Hospodársky rast je v rámci EÚ jeden z najnižších a zároveň má jednu z najnižších mier inflácie. Krajina bojuje so zlou demografiou, má vysoký podiel starobných dôchodcov na populácii. Má vysoký čistý verejný dlh a väčšinu jej dlhu tvoria dlhopisy, ktoré sú veľmi citlivé na zmenu nálady. A hlavne, na rozdiel od USA alebo Japonska, Taliansko nie je bezpečným prístavom a pri strese výnosy na dlhopisoch rastú a zhoršujú pozíciu celej krajiny. A ani perspektíva nie je dobrá – voličský elektorát je unavený volatílnym politickým systémom a najmä neustálym slabým hospodárskym rastom a volí čoraz väčších populistov bez ťahu na skutočné reformy. Okrem toho krajina nesie záťaž v podobe prasknutej úverovej bubliny z minulosti – miera nesplatených úverov dosahuje približne 17% z celkových úverov.

Na druhej strane, verejné hospodárenie Talianska je najlepšie z tejto štvorice krajín – rozpočet verejnej správy bez nákladov na verejný dlh je dlhodobo v prebytku. To znamená, že taliansky deficit je spôsobený len úrokovými platbami za gigantický verejný dlh. Udržať nízke dlhopisové výnosy a aký – taký rast HDP je kľúčovým faktorom prežitia talianskeho verejného hospodárenia.

Terajší rast výnosov na dlhopisoch ide priamo proti záujmom Talianska. Ak by trval dlhšie a – nebudaj – by sa hospodársky rast krajiny spomalil, podiel verejného dlhu na HDP by začal opätovne narastať. Nálada na trhu by sa zhoršila a viedla špirálovite k ďalším rastom výnosov. Potom by už nebolo inej možnosti – len urýchliť prechod eurozóny na fiškálnu úniu. Na Taliansko totiž žiadne aktuálne záchranné balíčky nestačia.

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 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.