

Co když se to náhle utrhne?

DLUHOVÉ HŘÍCHY MINULOSTI VYPLAVOU NA POVRCH VŽDY, KDYŽ SE TO NEJMÉNĚ HODÍ

Mimořádné časy poznáme jednoduše tak, že se začnou dít věci mimořádné či dřív nemyslitelné. Dokonce nemusí jít ani o to, aby se abnormality skutečně odehrávaly. Úplně stačí, aby se o nich jen opakovaně mluvilo a z těch slov se stávala pouhá pěna dní. Nahlíženo touto optikou můžeme říct, že v oblasti veřejných dluhů zažíváme nyní v řadě zemí vyspělého světa doby vpravdě nebývalé.

Ještě před deseti lety by například bylo zcela nepředstavitelné, aby horcí kandidáti na účast ve druhém kole francouzských prezidentských voleb vážně říkali o zjevně neudržitelném francouzském dluhu to, co opakovaně prohlašují. A nestydí se za to.

Vezměme nejprve superpopulárního mladíka Jordana Bardellu. Do okamžiku soudem připuštěné prezidentské kandidatury jeho stranické šéfové Marine Le Penové to byl naprosto představitelný a široce akceptovaný kandidát na prezidenta Francie za Národní sdružení, které v předvolebních průzkumech všechny ostatní strany zatím spolehlivě válčuje. Poté, co Le Penové francouzský justiční systém ponechal i navzdory jejímu pravomocnému odsouzení za zneužití veřejných peněz (sic!) možnost kandidovat (a není pouze jasné, zda bude kampaň absolvovat s nasazeným ochranným elektronickým náramkem, či bez něho), zůstává Bardella „jen“ nejvýznamnějším adeptem na budoucího premiéra. To v případě, že Le Penová zvítězí. A tento významný politik a miláček omladiny prohlásí zcela vážně, že vysoký francouzský dluh bude muset řešit Evropská centrální banka, protože je Francie prostě systémově významnou zemí pro celou eurozónu, a ostatní to tedy musejí strpět.

Oním „řešit“ přitom míní, že namísto úspor, nových daní a obecně méně marnotratného hospodaření Francie bude společná centrální banka na náklady všech ostatních dvaceti zemí používajících euro francouzské dluhy odkupovat a sanovat. Nejde pouze o to, že takové „řešení“ by bylo nespravedlivé vůči ostatním zemím eurozóny (třeba Řecko, Portugalsko či Kypr), které musely po dluhové krizi let 2009–2012 absolvovat extrémně drastické ozdravné kúry. Bez zahájení podobně drsné diety by Frankfurt podle dnes existujících pravidel takto Francii ani



MOJMÍR HAMPL
předseda
Národní rozpočtové rady

legálně pomoci nesměl. A ani by to nemělo ekonomickou logiku, protože expanzivní měnová politika má smysl v časech velmi nízké inflace či deflace – ne dnes, kdy je inflace naopak nebezpečně nad cílem Evropské centrální banky. Spíš jde o to, že Bardella s takovou lehkostí hovoří o monetizaci dluhu, tedy cestě k postupnému umazávání dluhů vyšší inflací, což bylo od počátku přesně to, čemu měl systém jednotné měny předcházet, a co měl dokonce fakticky vylučovat.

Druhý nejvýznamnější kandidát na místo v Elysejském paláci, extrémně levicový radikál Jean-Luc Mélenchon, jde ještě dál a rovnou navrhuje, aby byl francouzský dluh v držení národních centrálních bank v eurozóně a ve vlastnictví Evropské centrální banky samotné prostě „smazán“, „zlikvidován“ a tak srovnán ze světa jednou provždy. Jak by se měly zacelit ve finančním systému díry takto vzniklé, už jaksí nedodává. To raději obviňuje guvernéra francouzské centrální banky Emmanuela Moulina z vlastizrady za to, že si dovolil o obecně známých francouzských dluhových problémech a jejich nutném řešení otevřeně hovořit v britském listu Financial Times, který dennodenně sledují všichni ekonomičtí profesionálové. A reálně mu vyhrožuje, že bude obviněn a odsouzen. Jako by nebylo dějinami tisíckrát ověřeno, že špatné zprávy nezmezí jen tím, že zlikvidujete jejich posla.

Francie, předskokan zbytku bohatého světa?

Přítom příběh francouzského dluhu je prostý jako studánka v lesích. Ještě před nástupem výše zmíněné krize v eurozóně měla země galského kohouta dluh srovnatelný s tím německým. Pohyboval se jen těsně nad evropsky uznanou bezpečnou hladinou 60 procent k HDP (tedy zjednodušeně ve vztahu k velikosti ekonomiky). Pro férovost dodáme, že k jeho postupnému mírnému vzhlínání ale docházelo již od nástupu Françoise Mitteranda a jeho vůbec první socialistické administrativy za života francouzské páté republiky na začátku 80. let dvacátého století.

Ale právě až po roce 2009 se veřejný dluh začal systematicky zvyšovat nad bezpečné hranice a stačila pouhá tři prezidentská volební období, aby se vymkl rozumné kontrole (viz graf). V časech výjimečně nízkých úrokových sazeb před pandemií covidu-19 se obsluha dluhu zdála být dětsky snadnou disciplínou. A tudíž ani hromadění dluhu nového nevypadalo riskantně. Ale bylo. Bolestně je to vidět nyní, když se všechny příjmené větry vanoucí před lety Francii do zad proměnily v ostrý a velmi štiplavý protivítr.

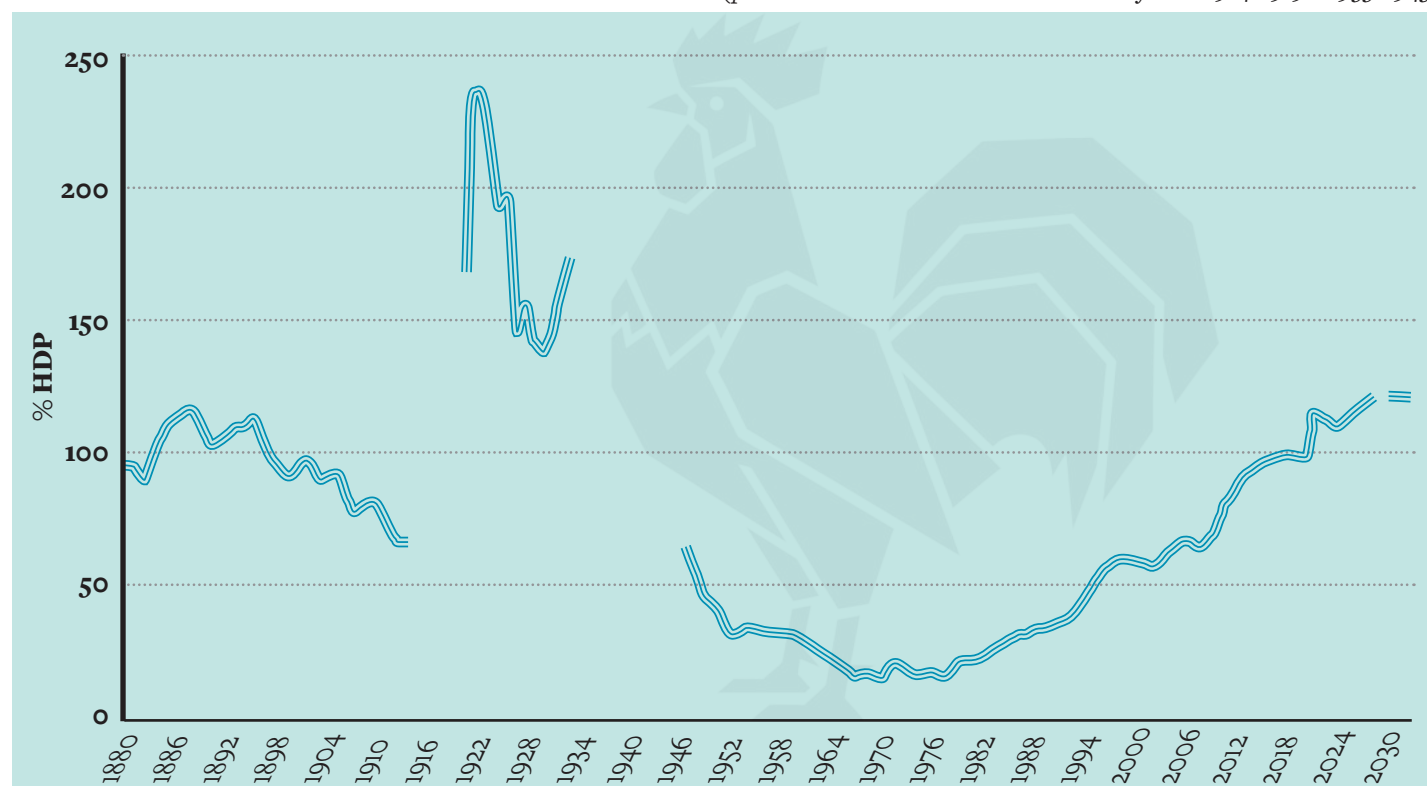
Úrokové sazby, a tedy i výnosy z vládního dluhu téměř všude ve vyspělém světě rostou, a to z dobrých důvodů. Zadlužení některých západních zemí se nadále zvyšuje, což dohromady se všemi geopolitickými krizemi a postupnou destrukcí světového řádu a pravidel, stavěním bariér pro pohyb zboží, služeb a kapitálu a nižšími tempy růstu vede k předpokládanému očekávání trhů, že inflace i dluhy budou vyšší než v minulosti, a zároveň se ekonomický koláč už nebude zvětšovat tak rychle, jak bývalo zvykem. A k tomu všemu zejména evropským státům

přibývají v posledních pěti letech nové a velmi drahé výdajové priority jako obrana či energetika. Spolu s nimi způsobují demografie, deglobalizace, drahá dekarbonizace a digitalizace toxický mix vedoucí k dluhům, s nimiž trhy musejí přirozeně počítat. To tlačí investory všude na světě k tomu, aby požadovali vyšší cenu za to, že nové peníze komukoli půjčí, a nasazovali také vyšší rizikové přírázky riskantnějším dlužníkům, včetně států. Tolik jen k úvahám, kdy se asi v Česku sníží úroky z firemních půjček a hypoték. Bez nové finanční krize, kterou nikdo nechce, hned tak ne.

Současně pak samozřejmě dluh (který je stále ještě celosvětově obchodovatelnou komoditou), jejíž někdo vytvoří, omezuje prostor pro dluh kohokoli dalšího. Zcela zásadní nedávná rozhodnutí Německa v Evropě či Japonska v Asii výrazně a ve velmi krátké době navýšit státní dluhy tak v prostředí přibývajících nových bariér pro pohyb kapitálu po světě zmenšují „dluhový prostor“ a zdražují vytváření nového dluhu pro všechny ostatní.

HRUBÝ VEŘEJNÝ DLUH FRANCIE (V % HDP)

(pozn.: bez válečnou ekonomikou zkreslených let 1914–1919 a 1933–1945)



Mimochodem, i trhmem nejprve tolerované či na krátko dokonce nepochopitelně aplaudované dluhové odbrzdění Německa prostřednictvím loňského faktického vypnutí tzv. dluhové brzdy je z hlediska ekonomických dějin naprostý přelom. Němci svou vůlí zvýšit své zadlužení během čtyř let zhruba o 15 procentních bodů fakticky přestávají být základní pojistkou proti předlužování celé Evropské unie, již přitom byli po celou dobu její existence.

Technologie v dluhovém varu

Hůř o to, že státy dnes na stejném trhu soupeří ve velkém o dluhové financování s technologickými společnostmi investujícími masivně do umělé inteligence a dalších nových technologií extrémně nákladných na kapitál a nové půjčky. Největší technologické firmy dneška (Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft a Oracle) jsou tak hladové po půjčování, že podle kalkulací Mezinárodního měnového fondu jen v letošním roce vytvoří 10 procent celosvětového nového dluhu. Ještě před dvěma lety to přitom bylo jen 0,5 procenta, tedy dvacetkrát méně.

Všechny staré dluhové hříchy se sčítají a bolestně vyplouvají na povrch v jednom okamžiku. Teď. Dluhopisové trhy zažívají „výplach“, tedy ztrátu zájmu investorů, jaký tady dlouho nebyl. Výprodej dluhopisů v překladu znamená, že úrokové náklady na obsluhu dluhu rostou.

V této situaci tedy výnos desetiletého francouzského dluhopisu atakuje hladinu pět procent, nevýdanou již dobré čtvrtstoletí, přičemž před pandemií byla tato sazba blízko nuly. A francouzský stát platí u desetiletého dluhopisu o 1,5 procentního bodu víc než Německo, rozdíl nezaznamenaný od dluhové krize! Díky neřešitelnosti zadlužení přitom paralyzovaná francouzská politická scéna, která právě díky bezvýhodným otázkám rozpočtu a daní střídá jednoho premiéra za druhým, jen s velkými obtížemi stlačuje roční deficity pod šest procent HDP a velikost konsolidace, která by obří francouzský dluh na úrovni skoro 120 procent HDP aspoň dočasně stabilizovala, se každoročně zvyšuje do mamutích rozměrů. Nyní je odhadována na 3,5 procenta HDP. Pokud by se to někomu zdálo málo, tak ne, je to ztraceně hodně. V českých podmínkách by to například znamenalo, že jen k prostému zastavení dluhové laviny by jednorázově musel klesnout deficit o víc než 300 miliard korun z roku na rok.

Ironií osudu je, že právě v takovéto době radikálně protestující francouzská mládež požaduje v ulicích po státu jediné – vyšší veřejné výdaje. Tentokrát do školství.

Američané s kreditkou

Ale to zdaleka není vše. Francie je důležitá pro Evropu, ale nejvýznamnější světový veřejný dluh je pořád ten americký. Právě Spojené státy disponují nejlikvidnějším a dlouhodobě nejrespektovanějším dluhopisovým trhem, který tvoří měřítko pro všechny ostatní. A pokud jsme říkali, že znějí věty neslychané, tak pro žádný trh to neplatí tolik jako právě pro ten americký. Chronicky narůstající americký dluh (přes 130 procent HDP) a extrémní náklady na jeho obsluhu přiměly Trumpova ministra financí Scotta Bessenta k mimořádné operaci: jeho ministerstvo začalo samo odkupovat dlouhodobé americké dluhopisy, aby snížilo jejich výnos přesahující už i v případě Francie zmíněných pět procent, přičemž na nákup si půjčilo vydáváním nových dluhopisů krátkodobých. Komentátoři ve Spojených státech to vtipně přirovnávají k situaci, jako by si běžný spotřebitel vybral hotovost kreditní kartou, aby pak s její pomocí v bance uhradil splátku hypotéky. Nepřekvapivě toto opatření v nejmenším nezabralo a nervozitu dluhopisových investorů jen zvýšilo. Přesně tak totiž vypadá zoufalé jednání předluženého.

Jak duchaplně říkal geniální americký investor Warren Buffett, teprve když opadne příliv, pozná se, kdo plaval nahý. Nikde to tolik neplatí jako v oblasti zadlužení. Příliv teď postupně opadá a při pohledu na vyspělý svět, jehož jsme součástí, je dobré si připomínat, že zodpovědnost se vyplácí. Ale bohužel vždy až v dlouhém období, které je často tak kruté nekompatibilní s krátkým volebním cyklem.

NEJVĚTŠÍ TECHNOLOGICKÉ FIRMY DNEŠKA (AMAZON, ALPHABET, META, MICROSOFT A ORACLE) JSOU TAK HLADOVÉ PO PŮJČOVÁNÍ, ŽE PODLE KALKULACÍ MEZINÁRODNÍHO MĚNOVÉHO FONDU JEN V LETOŠNÍM ROCE VYTVOŘÍ 10 PROCENT CELOSVĚTOVÉHO NOVÉHO DLUHU.

Opravdu mohou stačit často jen tři volební období, aby se ze státního dluhu zvladatelného stal dluh neřešitelný. Což pro zatím nepředluženou zemi našeho typu vytváří pořád ještě prostor pro špatná, ale i správná dlouhodobá rozhodnutí. Partnerské země ve vyspělém světě (zdaleka nejen ty, o nichž jsme mluvili) právě v těchto měsících nabízejí srozumitelné příklady toho, kam není radno se nikdy dostat. A vždy je levnější učit se z chyb jiných než je draze opakovat. ■