

INVESTICE

KAPITÁLOVÉ TRHY

Něco jako **radioaktivita**

Finanční represe připomíná jaderné záření. Není vidět, ale její účinky jsou devastující.

DANIEL GLADIŠ

CO JE TO FINANČNÍ REPRESE?

Snaha státu přesměrovat k sobě peníze, které by na volném trhu směřovaly jinam.

Jde o nanejvýš aktuální téma, které má za sebou i bohatou historii.

V roce 1945 dosáhl státní dluh Spojených států svého tehdejšího maxima 120 procent HDP. V letech 1945–1980 se vládě ve spolupráci s Fedem podařilo udržet úrokové sazby velmi nízko. Tak nízko, že krátkodobé reálné sazby byly po většinu období záporné. Díky tomu si stát půjčoval peníze velmi levně a dluh klesl na 35 procent HDP. Většina tohoto poklesu (asi tři procenta ročně) jde právě na vrub finanční represe.

Snaha umazat dluh kombinací inflace a záporných reálných sazeb je častá a oblíbená. Mezi lety 1945–1980 byly reálné úrokové sazby ve vyspělých ekonomikách záporné více než polovinu času. Británie v tomto období srazila svůj poválečný dluh z 216 na 50 procent HDP, podobně se zachovaly Argentina, Austrálie, Belgie, Jižní Afrika nebo Švédsko.

I mírná inflace dokáže za deset let snížit dluh o třetinu až polovinu. Zdálo by se tedy, že jde o velmi jednoduchý recept na to, jak se svých závazků zbavit. Problém je v tom, že toto úsilí má i svou odvrácenou stranu. Někdo přece musí nést

náklady. Ten někdo byli občané výše zmíněných zemí, jimž se reálně znehodnocovaly vklady, zejména bankovní depozita. A protože v bankách leží většina úspor, mluvíme o finanční represí.

S finanční represí se setkáváme i dnes. Postihuje nás všechny. Zaměstnanci, podnikatelé, důchodci, lidé žijící ze svého majetku i lidé odkázané na stát.

Proč je represe nevyhnutelná?

Prakticky všechny západní země dnes spojuje vysoké zadlužení veřejného i soukromého sektoru. Existují tři cesty, jak z toho ven. Rychlý ekonomický růst, škrtání dluhů a znehodnocení dluhů inflací.

První cesta je při dnešní výši dluhů, byrokratických neefektivitách a demografickém vývoji nepoužitelná. Druhá cesta – škrtání dluhů – je politicky nepřijatelná a většina států se jí snaží vyhnout. (Výjimkou jsou ty, které nemají vlastní měnu, takže například v eurozóně se ještě škrtat bude.)

Naprostou převahu bude mít třetí cesta – dlouhodobé stlačování reálných úrokových sazeb na zápornou úroveň, bez ohledu na případné dopady do inflace. Pro politiky je vždy problémem velká nezaměstnanost. Lidé jdou do ulic a politikům hrozí, že

nebudou znovu zvoleni. Naproti tomu při zvýšení inflace na pět procent nikdo stávkovat nebude.

Je potřeba si uvědomit, že problém s dluhy je mnohem větší, než jak je prezentován, a že jeho řešení se proto protáhne na mnoho let. Český dluh je relativně nízký, ale na Západě se běžně pohybuje kolem 100 %, a v Japonsku dokonce činí asi 230 %. Tyto statistiky navíc ignorují budoucí závazky státu. Kdybychom na straně pasiv férově zohlednili současnou hodnotu budoucích závazků (především sociálních a zdravotních), pak se dostaneme na děsivé cifry 200 % v Itálii, 500 % v Německu, 800 % v USA, 1000 % v Británii nebo 1600 % v Řecku.

Někdo tyto dluhy zaplatit musí a pomůže tomu finanční represe, stejně jako už mnohokrát v historii. Je nevyhnutelná a dlouhodobá.

Jak se represe projevuje?

Finanční represe může mít různé podoby. Základem jsou záporné reálné sazby. Například Španělsko zavedlo de facto strop na sazby z bankovních vkladů. To je jen jedna z ukázek, jak vypadají záporné reálné úroky v praxi. Ze sociálního hlediska je tato forma finanční represe asi nejproblémovější, protože nejvíc postihuje chudší a střední vrstvy obyvatel. Ti, pokud

vůbec nějaké úspory mají, je drží převážně v bankách a tam se jim den za dnem postupně znehodnocují.

Je to jako žít v prostředí s trvale zvýšenou radioaktivitou. Sice není vidět, ale dlouhodobé účinky jsou ničivé.

Poškozování jsou i majitelé dluhopisů a jiných dluhů. Jejich výnosy jsou nepřiměřeně nízké. Trpí třeba i penzijní fondy, které mají zpravidla většinu aktiv v depozitech a dluhopisech. S penzijními fondy trpí i budoucí penze důchodců.

Nepřirozeně nízké sazby obecně deformují vztahy v ekonomice. Od výše úrokových sazeb se odvíjí oceňování jednotlivých druhů aktiv a investičních projektů. Když jsou sazby uměle nízké, nebo dokonce reálně záporné, vede to k podceňování rizik a k neefektivní alokaci peněz. Investuje se do projektů, které na papíře díky levným penězům vypadají atraktivně. Firmy hospodář s větším dluhem než jindy a investoři jsou nuceni alokovat více a více peněz do rizikovějších aktiv ve snaze dosáhnout alespoň nějakého výnosu. Náklady na tyto deformace jsou obtížně měřitelné, ale jsou obrovské.

S nízkými sazbami souvisí i snaha znehodnotit měnu inflací. Když je nejhorší, škrtají se dluhy (Řecko), nebo se dokonce i konfiskují bankovní vklady (Kypr). To, co bylo dříve nemyšlitelné, se dnes stalo v Evropě standardem. Zřejmě nás čekají další konfiskace vkladů a vyloučit nelze ani další různě maskovaná znárodnění penzijních fondů.

Jiným, velmi účinným nástrojem finanční represe jsou daně. A je pravděpodobné, že snaha o nové, vyšší, někdy až absurdní zdanění tu s námi bude dlouho. Co jiného je 75% daň z příjmu (Francie) než státem posvěcená krádež? Pro současný svět je charakteristické, že množina lidí, kteří podnikají, investují, riskují, disponují majetkem a platí daně, je čím

dál tím menší. Roste naopak množina těch, kteří žádné úspory nemají, neplatí žádné daně a jsou zcela nebo z velké části závislí na podpoře státu. Tato většina ve volbách vždy přehlasuje zbývající menšinu a dosáhne výsledku, který ještě více nahrává zesilování finanční represe.

A pak je tu všudypřítomná regulace. Politici jsou velmi zruční v tom, jak využít jakoukoliv příležitost k posílení své moci a k další regulaci čehokoliv.

Příklady je nepřeberné množství – omezení pohybu kapitálu (Kypr, Brazílie), daň z finančních transakcí, velká provázanost států a bank a jejich ovlivňování, nucení do některých

SNAHA UMAZAT DLUH INFLACÍ JE ČASTÁ A OBLÍBENÁ. PROBLÉM ALE JE, ŽE NĚKDO MUSÍ NĚST NÁKLADY.

investic (například bank a penzijních fondů do domácích dluhopisů) či naopak zákaz jiných (zlato v USA v 70. letech). V Německu se nedávno dokonce objevily návrhy na povinnost bohatých lidí půjčovat peníze státu. Zatím to vlada odmítla. Zatím.

Nenápadnou a přitom poměrně účinnou formou finanční represe může být falšování dat, zejména dat o inflaci. Státy mají velký zájem na tom, aby inflace byla nízká. Umožňuje jim to půjčovat si za lepších podmínek a současně jim to snižuje náklady, protože část výdajů státu je vázána na vývoj inflace. A jestliže máme v nedávné minulosti několik případů i v rámci EU, kdy státy falšovaly čísla o svých financích, pak by bylo racionální předpokládat, že totéž mohou dělat s inflací. Spousta lidí má „pocit“,

že ceny rostou rychleji, než kolik oficiálně udává stát.

Jak se bránit?

Kdyby byla současná finanční represe krátkodobým přechodným jevem, nebylo by třeba tento článek vůbec psát. Stačilo by pár let počkat a problém by sám vymizel. Bohužel se ale obávám, že jde o jev, který bude provázet většinu čtenářů po zbytek jejich pracovní kariéry. Proto je potřeba se s finanční represí naučit žít a naučit se proti ní bránit.

První nutností je eliminovat rizika, která vytvářejí politici a jimi vytvořené instituce. Proto je důležité investovat v zemích se stabilním a bezpečným prostředím. Co se týče výběru investičních aktiv, pak bychom měli dát samozřejmě přednost těm, která budou finanční represí dlouhodobě postižena nejméně. Selaský rozum i některé historické příklady ukazují na to, že:

1. Hotovost má smysl jako určitá rezerva, dlouhodobě ale bude dál výrazně ztrácet hodnotu.

2. Dluhopisy a jejich výnosy v žádném případě reálně nekompenzují riziko inflace a nesplacení. S vědomím toho, že žijeme v období dluhové krize, která se občas řeší škrtáním dluhů, je možná lepší se jim úplně vyhnout.

3. Zlato – Warren Buffett o něm říká, že se nehodí téměř k ničemu a nemnoží se. Jeho historické výnosy jsou reálně nulové.

4. O akciích naopak Buffett říká, že během našeho života vyrostou jejich hodnota na několikanásobek, což o jiných typech aktiv neplatí.

Znehodnocení peněz inflací je největší riziko, kterému investor čelí. Jsem přesvědčen, že z dlouhodobého pohledu akcie výrazně překonají ostatní druhy aktiv, a navíc, a to je podstatné, budou daleko nejbezpečnější. Obecně i z pohledu ochrany před finanční represí. 