Fiškálne riziká zatienili diskusiu o úrokových sadzbách

- Globálne zvýšenie dlhodobých úrokových sadzieb nasmerovalo pozornosť investorov na fiškálnu disciplínu a zmiernilo očakávania o ďalšom sprísňovaní menovej politiky
- Zvýšené výnosy francúzskych dlhopisov môžu nežiaduco zosilniť účinok menovej politiky v niektorých krajinách, riziko novej európskej dlhovej krízy je však obmedzené
- Vlády majú v súboji o peniaze investorov novú konkurenciu, umelú inteligenciu (box)

Desaťročné výnosy z dlhopisov sa od leta opäť vydali nahor. Investori reagovali na napätie na energetických trhoch aj prekvapivo odolný ekonomický rast. Podporilo to ich očakávania prísnejšej menovej politiky. K tomu sa pridali obavy o stav verejných financií. Hoci sa rast výnosov týkal väčšiny krajín, pri vyšších nákladoch financovania čoraz viac záleží aj na samotnom dlžníkovi a stave jeho verejných financií.

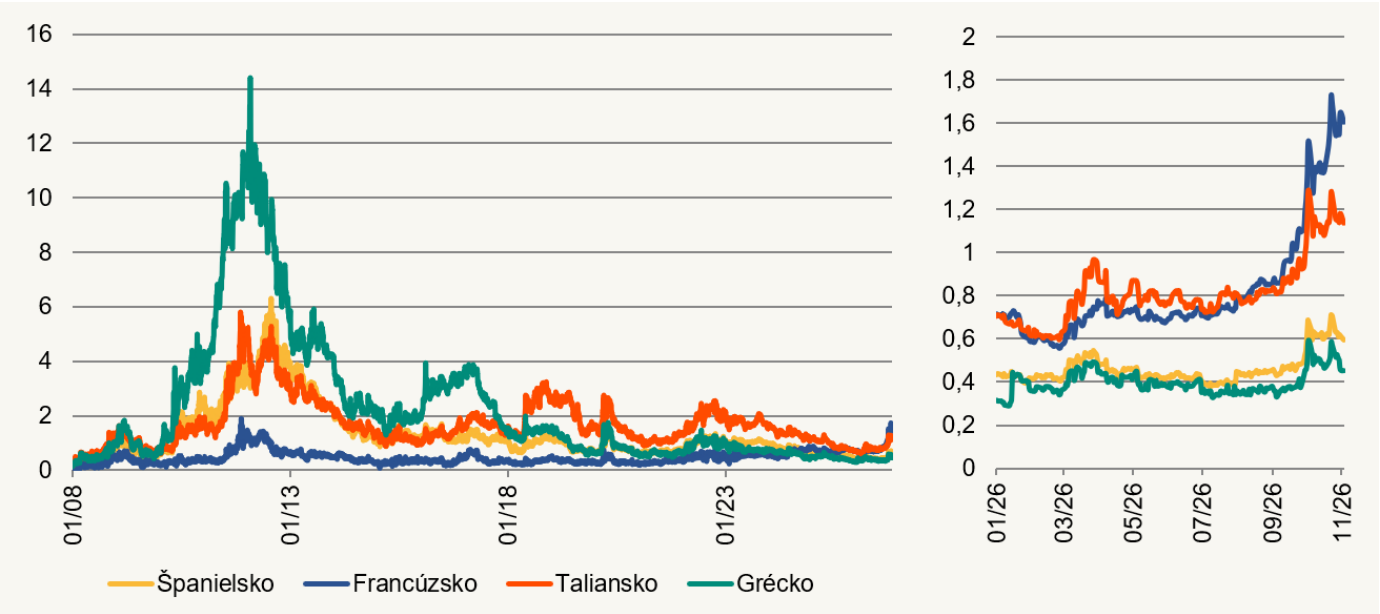
Najvýraznejšie sa to prejavilo vo Francúzsku, kde k obavám z vývoja deficitu a dlhu pribudla aj politická neistota. Rozdiel oproti výnosom nemeckých dlhopisov vzrástol najviac od európskej dlhovej krízy spred 15 rokov a druhá najväčšia ekonomika eurozóny sa tak zaradila medzi krajiny s najvyššími nákladmi financovania v menovej únii. (**graf 1**, pravá časť).

Pre ECB nie sú problémom samotné vyššie výnosy francúzskych dlhopisov, pokiaľ odrážajú stav verejných financií. Problém by nastal, ak by sa vyššie náklady financovania štátu premietli aj do drahších úverov pre francúzske firmy a domácnosti. Jednotná menová politika by tak vo Francúzsku tlmila ekonomiku výraznejšie než v ostatných krajinách eurozóny. Takéto nežiaduce zosilnenie jej účinku by mohlo prehlbovať hospodárske rozdiely v menovej únii.

Do hry navyše vstupuje čoraz silnejšia konkurencia o peniaze investorov. Masívny rozvoj umelej inteligencie núti technologické giganty získavať čoraz viac kapitálu aj emisiami dlhopisov (viac v boxe). Vzhľadom na solídny rating pre investorov predstavujú atraktívnu alternatívu k vládnemu dlhu. Rastúca ponuka takýchto dlhopisov môže zvyšovať tlak najmä na náklady financovania fiškálne slabších štátov.

Od novej dlhovej krízy má však eurozóna zatiaľ ďaleko. Aktuálna francúzska riziková prirážka sa aj napriek nárastu nedá porovnávať s gréckou na vrchole dlhovej krízy. Výnosy gréckych dlhopisov boli vtedy o viac než 30 percentuálnych bodov vyššie než nemeckých a rating Grécka klesol hlboko pod investičný stupeň. (**graf 1**, ľavá časť).

Graf 1
Financovanie francúzskeho dlhu zdraželo viac ako inde
Rozdiely v úročení 10-ročných vládnych dlhopisov voči Nemecku (p. b.)



Zdroj: Macrobond

Slabé verejné financie tlačia nahor výnosy francúzskych dlhopisov

Finančná kríza aj pandémia výrazne zvýšili verejný dlh naprieč eurozónou. Kým viacerým krajinám sa po odznení týchto šokov podarilo zadlženosť stabilizovať alebo znížiť, vo Francúzsku ďalej rastie. Podľa odhadov Medzinárodného menového fondu (MMF), ktoré pritom nepatria medzi tie najpesimistickejšie, by verejný dlh mohol do roku 2027 dosiahnuť 120 % HDP a v nasledujúcich rokoch ďalej rásť (**graf 2**). Stabilizácia dlhu sa nezaobíde bez tvrdých konsolidačných opatrení a investori čoraz viac pochybujú, či ich bude možné presadiť.

Francúzsko je citlivejšie na nálady investorov

Vysoké deficity a rastúci dlh zároveň znamenajú, že Francúzsko musí pravidelne na finančných trhoch získavať veľké objemy peňazí. Časť z nich pochádza zo zahraničia. Čistá medzinárodná investičná pozícia (NIIP) Francúzska je pritom záporná, čo znamená, že zahraniční investori vlastnia vo Francúzsku viac aktív, než Francúzi v zahraničí. Francúzsko je tak viac závislé od ochoty zahraničných investorov financovať jeho ekonomiku aj verejný dlh. Tí však môžu pri zhoršení výhľadu pomerne ľahko svoje investície presunúť inam. Navyše pri nákupe dlhopisov eurozóny majú širší výber než v minulosti. Nemecko emituje viac dlhu, zatiaľ čo Taliansko a Španielsko zlepšili stav verejných financií, čím sa ich dlhopisy stali atraktívnejšími. Francúzsko tak čelí silnejšiemu tlaku trhu než viacerí jeho partneri.

Čím vyššie výnosy, tým väčšia bude potrebná konsolidácia

O tom, či zadlženosť rastie alebo klesá, nerozhoduje iba hospodárenie štátu, ale aj vzťah medzi úrokovými sadzbami a rastom ekonomiky. Ak ekonomika rastie rýchlejšie ako úroky, z dlhu sa dá čiastočne „vyrásť“. Ak však úroky prevyšujú tempo rastu ekonomiky, stabilizácia dlhu si vyžaduje, aby boli verejné financie pred zaplateným úrokov v prebytku. Francúzsko však patrí medzi krajiny s najuvoľnenejšou fiškálnou politikou v eurozóne. Hospodári s primárnym deficitom okolo 3 % HDP, a to bez výdavkov na obsluhu dlhu, ktoré presiahli v roku 2025 úroveň 2 % HDP a do roku 2031 by sa mohli priblížiť k 4 % HDP. Čím vyššie budú úrokové náklady, tým väčšie úspory alebo dodatočné príjmy si stabilizácia vyžiada.

Riziko hlbšej krízy zatiaľ nie je veľké

Napriek napätiu sa súčasná situácia od európskej dlhovej krízy spred pätnástich rokov líši. Francúzske banky sú dnes lepšie kapitalizované a držia relatívne málo domácich štátnych dlhopisov (približne 2 % aktív). Riziko tzv. „doom loop“, teda začarovaného kruhu medzi problémami verejných financií a bankového sektora, tak nie je veľké. Zhoršenie situácie vo verejných financiách by len v obmedzenej miere zasiahlo bilancie domácich bánk.

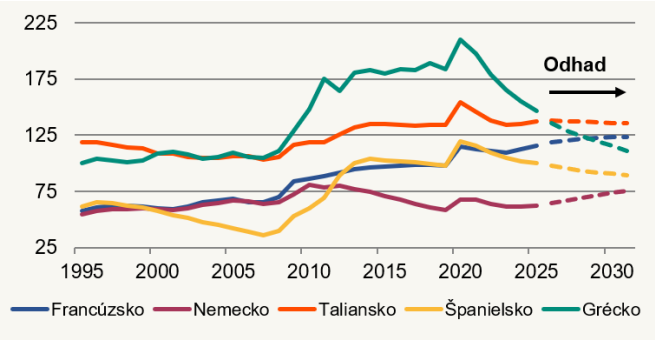
Nerovnomerné sprísnenie finančných podmienok predstavuje hlavnú výzvu pre ECB

Ak zvýšené rizikové prirážky odrážajú slabé verejné financie, ich riešenie je úlohou národných vlád, nie ECB. Problém pre menovú politiku nastáva, keď sa napätie prenáša do ďalších krajín alebo segmentov finančného trhu, prípadne keď sú trhové pohyby odtrhnuté od ekonomickej situácie. Finančné podmienky sa potom môžu sprísňovať nerovnomerne a fragmentácia nežiaduco zosilňuje účinok menovej politiky v zasiahnutých krajinách a prehlbuje rozdiely v eurozóne.

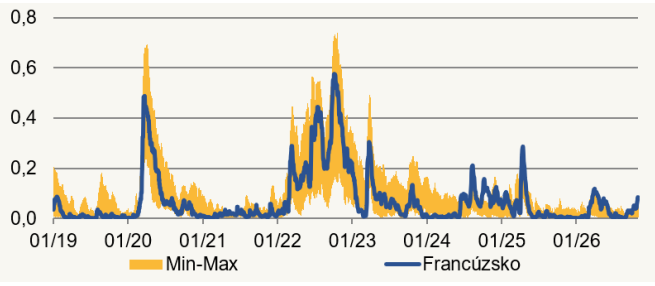
Európske ochranné mechanizmy znižujú riziko

Od dlhovej krízy si eurozóna vybudovala viacero ochranných mechanizmov. Popri Európskom mechanizme pre stabilitu (ESM) je to aj nástroj ECB na ochranu transmisie menovej politiky (Transmission Protection Instrument, TPI). Ten umožňuje ECB nakupovať dlhopisy konkrétnej krajiny eurozóny, ak by neodôvodnené a neusporiadané trhové pohyby viedli k nadmernému sprísneniu podmienok financovania a narušeniu transmisie menovej politiky. TPI však nie je určený na riešenie problémov s verejnými financiami, za ktoré zodpovedajú národné vlády. Vďaka obom nástrojom je eurozóna lepšie pripravená zabrániť šíreniu finančného napätia než počas dlhovej krízy a aj vývoj na trhoch naznačuje, že situácia vo Francúzsku sa do ostatných krajín eurozóny prenáša len v obmedzenej miere (**graf 3**).

Graf 2
Francúzsku sa nedarí verejný dlh stabilizovať (% z HDP)



Graf 3
Kompozitný indikátor systémového stresu (index)



Zdroje: Macrobond, ECB, IMF Fiscal Outlook

BOX: VLÁDAM V SÚBOJI O PENIAZE INVESTOROV KONKURUJE UMELÁ INTELIGENCIA

Vlády nie sú jediné, ktorých potreby financovania rastú. Veľké investície do obrany, energetiky, infraštruktúry či digitalizácie zvyšujú dopyt po kapitále aj v súkromnom sektore. O peniaze rovnakého okruhu investorov tak súťaží čoraz viac emitentov.

Mimoriadne veľké potreby financovania prináša rozvoj umelej inteligencie. Najväčšie americké technologické spoločnosti, tzv. hyperscaleri, plánujú v najbližších rokoch rekordné investície do dátových centier a výpočtovej infraštruktúry. Ich kapitálové výdavky by mali v rokoch 2028 až 2030 presiahnuť 1,2 až 1,3 bilióna dolárov ročne, čo by znamenalo v porovnaní s predchádzajúcimi technologickými vlnami bezprecedentný investičný cyklus (**graf 4, vľavo**).

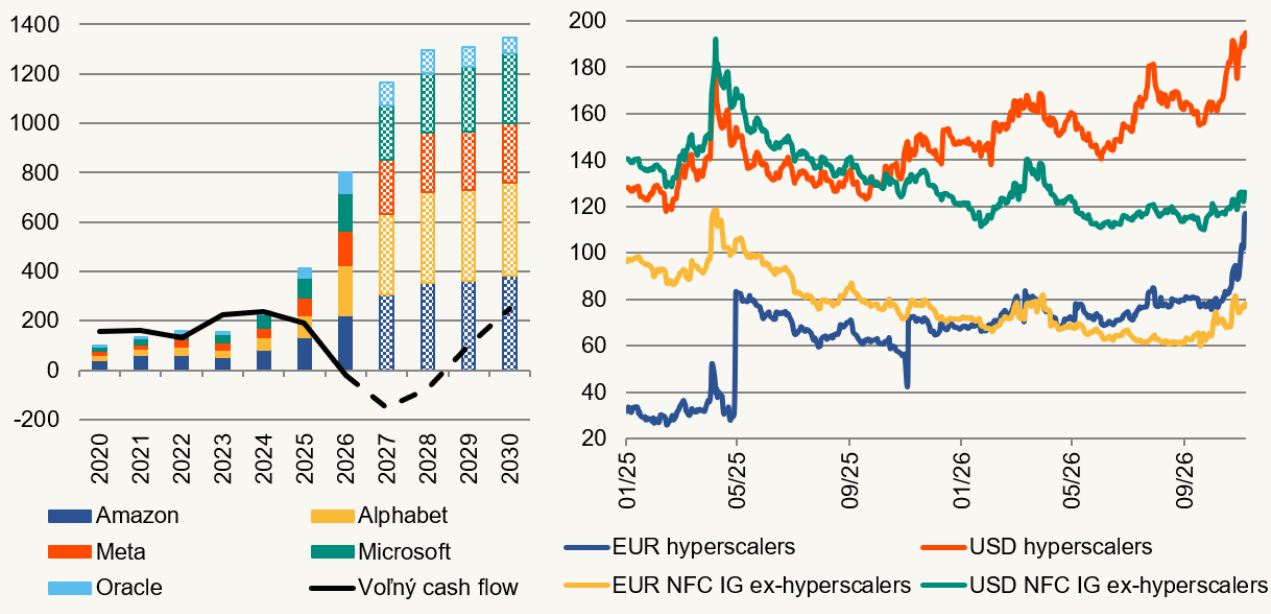
Finančné potreby technologických firiem prinášajú riziko vytláčania ostatných emitentov. Ak budú vlády aj súkromný sektor súčasne emitovať veľké objemy nového dlhu, časť kapitálu môže smerovať k hyperscalerom na úkor ostatných emitentov. Vzhľadom na rozsah plánovaných investícií môžu technologické firmy pokračovať v emitovaní dlhu aj pri vyšších nákladoch financovania, čím by prispievali k tlakom na všeobecný rast výnosov. To by potom mohlo zasiahnuť nielen podnikový sektor, ale aj vlády, ktoré si potrebujú požičať na splatenie starých dlhov.

Doterajší vývoj v eurozóne však plošný tlak na výnosy nenaznačuje. Rastúce emisie technologických spoločností zatiaľ zdražujú najmä ich vlastné financovanie. Rizikové prirážky na širšom európskom trhu podnikových dlhopisov výraznejšie nerastú (**graf 4, vpravo**).

Ak bude investičný boom do umelej inteligencie pokračovať, konkurencia o kapitál môže v nasledujúcich rokoch ďalej narastať. Investori tak budú mať pri rozhodovaní, komu požičajú, väčší výber a môžu byť menej ochotní prehliadať vysoké deficity či rastúce zadlžovanie. Krajiny so slabšími verejnými financiami by preto mohli čeliť náročnejším podmienkam financovania než v predchádzajúcej dekáde.

Graf 4

Vľavo: Kapitálové výdavky a celkové voľné peňažné toky (v mld. USD)
Vpravo: Kreditné spready hyperscalerov a indexov s investičným stupňom (v bázických bodoch)



Zdroj: Bloomberg.
Poznámka graf vľavo: Pre roky 2026 až 2030, údaje reprezentujú konsenzus odhadov (priemer naprieč analytikmi). Voľný cash flow je definovaný ako prevádzkový peňažný tok ponížený o kapitálové výdavky. Údaje k 06. 11. 2026.
Poznámka graf vpravo: Hyperscalers sú Amazon, Google, Meta, Microsoft a Oracle. NFC IG ex-hyperscalers index reprezentuje nefinančné spoločnosti s investičným ratingom s vylúčením hyperscalerov. Údaje k 06. 11. 2026.