

KOMENTÁR

30. apríl 2025

Achillova päta Donalda Trumpa

Aj v oblasti hospodárskej politiky bol Donald Trump už od začiatku druhého funkčného obdobia odvážnym prezidentom. Jeho nevyspytateľné kroky však postupne stratili priaznivcov a finančný trh ovládli napätie, chaos a pesimizmus. Vrcholom na začiatku apríla bolo oznámenie 10-percentných cieľ na všetok tovar dovezený do USA a zároveň vyšších, tzv. recipročných cieľ na dovoz z určitých krajín. Trh sa zháčil, akcie popadali. Trump to ignoroval, ale keď potom začali rásť výnosy na amerických štátnych dlhopisoch, svoju colnú politiku zmiernil. Platnosť týchto vyšších „recipročných“ cieľ pozastavil na 90 dní a aktuálne platí pre všetky krajiny sveta rovnaké 10-percentné clo s výnimkou Číny, kde je clo vo výške 125 %. Nateraz je na trhu „ticho“.

Zdá sa, že sme našli Achillovu pätu Donalda Trumpa. Lebo privysoké dlhopisové výnosy priamo ohrozujú sľub zníženia daní, ktorý dal Trump svojim voličom. Verí, že nižšie dane, rovnako ako clá, dokážu zrýchliť rast americkej ekonomiky. A takéto vysoké dlhopisové výnosy zvyšujú nielen dlhovú službu štátu, ale spomaľujú aj rast (a teda spomaľujú menovateľ v zlomku dlh/HDP). A toto sa Trumpovi nepozdáva.

Vo všeobecnosti to, koľko platí krajina na úrokoch z dlhu, je dané predovšetkým výškou dlhu, jeho štruktúrou a jeho nákladovosťou.

Ak počujeme, čítame o verejnom dlhu, spravidla ide o hrubý verejný dlh, to znamená, koľko dlhuje daná krajina veriteľom. Tento údaj sa aj štandardne používa pri porovnávaní krajín. Samozrejme, že to má svoj zmysel, ale pri posudzovaní celkovej dlhovej služby krajiny je dôležitý čistý verejný dlh, a teda hrubý verejný dlh očistený o finančné aktíva krajiny, ktoré, naopak, prinášajú úrokové alebo iné výnosy. Takými to finančnými aktívami sú rezervy, investície a podiely v rôznych firmách, vládne dlhopisy iných krajín, ale i rôzny hmotný a nehmotný investičný majetok.

Rozdiely medzi hrubým a čistým verejným dlhom môžu byť zanedbateľné, ale môžu byť aj značné. Napríklad Kanada má hrubý verejný dlh na úrovni 111 % HDP, ale čistý verejný dlh má na oveľa nižšej úrovni, len 12 % HDP. Ale povedzme Francúzsko má hrubý verejný dlh podobný Kanade – 113 % HDP, ale čistý verejný dlh má vysokých 105 % HDP. A sú aj krajiny, ktoré majú čistý verejný dlh záporný. Napríklad Dánsko alebo Luxembursko majú čistý verejný dlh záporný, Dánsko na -3,1 % HDP a Luxembursko na -5,6 % HDP. Nórsko má významné čisté finančné aktíva a jeho čistý verejný dlh je na úrovni -155 % HDP, je teda obrovským veriteľom/majiteľom.

Pokiaľ ide o štruktúru hrubého verejného dlhu, ten je najčastejšie vo forme dlhopisov, ale významnú časť majú aj pôžičky. Iné formy dlhu, ako napríklad mena v obehu (implicitný záväzok štátu) či vládne garancie za súkromné záväzky, sú menej objemné. Zvyčajne sa dlhopisy a aj pôžičky riadia trhovými princípmi, a teda čím vyššie sú úrokové sadzby, tým vyššie sú požadované výnosy na štátnych dlhopisoch a aj úrokové sadzby na úveroch pre štát. Dlhopisy sú však priamo ovplyvnené trhovým sentimentom a sú tak volatilnejšie a citlivejšie na aktuálnu politiku centrálnych bánk, vlád a podobne. Pôžičky sú menej volatilné, lebo sú menej likvidné, a úrokové podmienky, a teda cena úverov, sa menia v zásade len pri čerpaní novej pôžičky.

Aj tu však vstupujú netrhové sily. Pri dlhopisoch býva centrálna banka jedným z predávajúcich či kupujúcich (kvantitatívne uťahovanie či uvoľňovanie) a ovplyvňuje preto dlhopisový výnos a cenu. A podobne pri pôžičkách, štát si nemusí brať pôžičky za trhových podmienok, ale často napríklad od nadnárodných organizácií (EÚ, MMF a pod.) za netrhových výhodnejších podmienok. Preto nákladovosť verejného dlhu nezávisí len od jeho výšky, ale aj od štruktúry jeho financovania.

Napríklad Grécko má hrubý verejný dlh na úrovni 154 % HDP, z čoho 111 % HDP tvoria pôžičky s nízkou úrokovou sadzbou predovšetkým od EÚ a trhu vystavené dlhopisy tvoria len 40 %. Naproti tomu Taliansko má verejný dlh na úrovni 135 % HDP, z čoho však až 113 % tvoria dlhopisy a len 14 % úvery. A preto má Grécko síce vyšší verejný dlh než Taliansko, ale na celkových úrokoch platí menej.

Pri nákladovosti celkového čistého dlhu je, samozrejme, dôležitá aj nákladovosť finančných pohľadávok krajiny. Ak sú tieto finančné aktíva mimo krajiny, potom rozhoduje úrokový diferenciel. Tak napríklad Japonsko má hrubý verejný dlh (finančné záväzky) na astronomických 237 % HDP a finančné pohľadávky (majetok) na úrovni 102 % HDP, z toho až 31 % HDP má len vo vysoko úročených amerických štátnych dlhopisoch. A teda hoci sú záväzky oveľa vyššie než pohľadávky, celkovo pomer medzi platenými a inkasovanými úrokmi je pravdepodobne lepší v prospech inkasovaných, lebo Japonsko má všeobecne nižšie úrokové sadzby než zvyšok sveta. A, naopak, krajiny, ktoré majú úrokové sadzby vyššie než vo zvyšku sveta a držia zahraničné dlhopisy, na úrokových rozdieloch strácajú.

Vlády môžu investovať aj do výnosovo rôznych typov aktív, ktoré ovplyvnia celkovú čistú dlhovú službu krajiny. Napríklad ak vlastní akcie, ktoré im prinášajú dividendový výnos, prípadne slušný výnos pri predaji, a ten je vyšší ako kupóny, ktoré platia za svoj vlastný dlh, celkovo na tom získavajú.

Vo všeobecnosti za svoj dlh platia málo vlády s nízkym hrubým verejným dlhom, s vysokým finančným majetkom, a teda s nízkym čistým verejným dlhom, s výhodnou štruktúrou hrubého dlhu zameranou na lacnejšie úvery, krajiny s nízkymi úrokovými sadzbami a krajiny investujúce svoj finančný majetok výhodne.

A práve USA toto nespĺňa. Krajina má vysoký hrubý verejný dlh na úrovni 121 % HDP, vysoký čistý verejný dlh na úrovni 97 % HDP. Až 90 % HDP hrubého dlhu tvoria štátne dlhopisy, pričom dlhopisy v objeme 15 % HDP sa nachádzajú v centrálnej banke FED a ich podiel vplyvom kvantitatívneho uťahovania klesá. Dlhopisy v sume asi 30 % HDP sú

v zahraničnom vlastníctve, predovšetkým v japonských, čínskych a britských rukách.

Americký dlh je teda jednak vysoký a jednak je vystavený trhu. Vysoké výnosy na amerických štátnych dlhopisoch spôsobujú, že úrokové náklady odkrajujú z amerického rozpočtu čoraz viac. Napríklad len za prvé tri mesiace roka 2025 zaplatil americký federálny rozpočet na úrokoch zhruba 250 mld. USD, pričom pred piatimi rokmi to bolo za rovnaké obdobie len 100 mld. USD.

V roku 2024 zaplatili USA na čistých úrokových platbách 4,2 % HDP, čo je najviac zo všetkých krajín OECD. Viac ako vo vyššej miere zadlžené Taliansko, Grécko a oveľa viac ako Japonsko, ktoré vďaka svojim ultranízkym sadzbám a výhodnej štruktúre aktív zaplatilo v roku 2024 na čistom verejnom dlhu len 0,1 % HDP a patrilo medzi krajiny s najnižšími čistými úrokovými platbami vôbec.

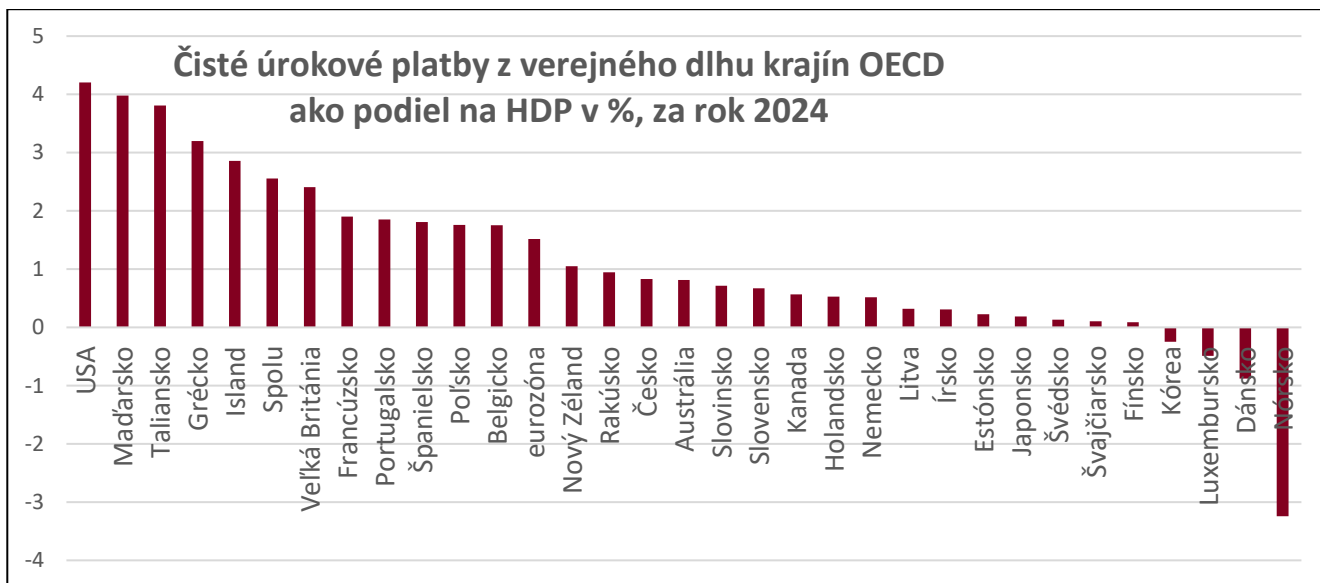
Donald Trump nemá dobré karty. Snaží sa naplniť svoj sľub o znížení daní, ale nemá na to podmienky. Príjmy z výberu ciel nenahradia výpadok zo zníženia daní z príjmu, lebo to by museli byť clá vysoké a trvalé. V takom prípade by to však znížilo hospodársky rast a tým nielen príjem ciel, ale aj príjem z daní ako takých. Navyše napriek ekonomickému spomaleniu by FED nemohol v prostredí vysokej inflácie úrokové sadzby znižovať, lebo by stratil kredibilitu a najmä dlhšie sadzby by po počiatocnom poklese napokon stúpili a dlhovú službu predražili.

Donald Trump sa ekonomicky nemôže ani vrátiť späť, kde by odvolal všetky opatrenia, vrátil sa do bodu nula, upokojil situáciu a tak znížil dane. Nielen preto, že by poprel sám seba v oblasti ciel (hoci de facto môže vyhlásiť za úspech čokoľvek), ale aj preto, lebo Joe Biden mu síce zanechal rastúcu ekonomiku, ale zároveň aj s vysokým schodkom platobnej bilancie a vysokým deficitom verejného rozpočtu. Zníženie daní v tomto prostredí by nezrýchľilo hospodársky rast, ale len prehĺbilo nerovnováhu, ktoré by už trh nemusel tolerovať. Výnosy by stúpili a ďalej skomplikovali situáciu.

Nuž ale, ako poznáme Donalda Trumpa, zníženie daní bude na stole tak či tak. Snáď sa dovedy nezmení paradigma o USA ako o bezpečnom prístave

a zhoršenie fiškálnej disciplíny trh prijme tak ako doteraz – veľkoryso.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

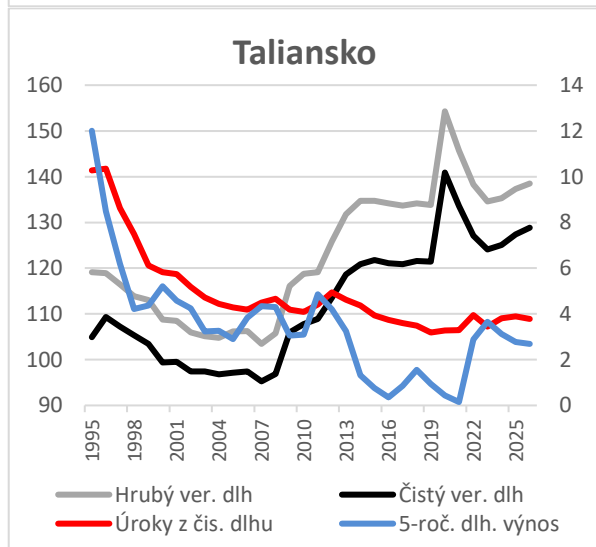
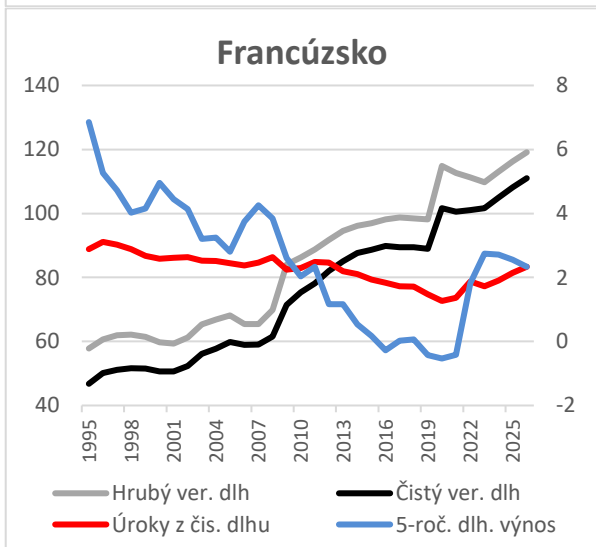
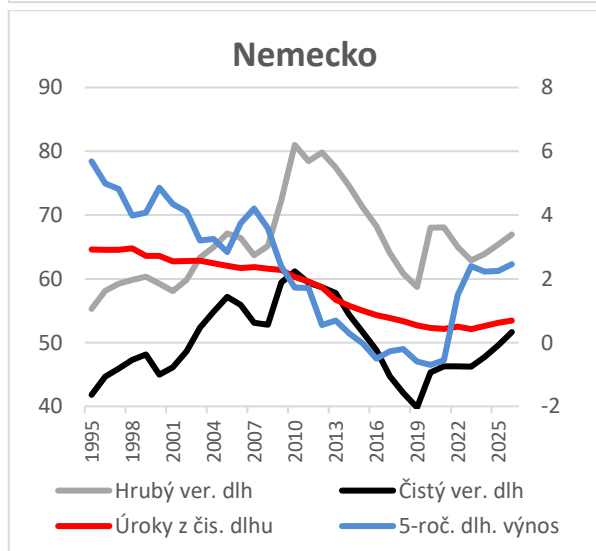
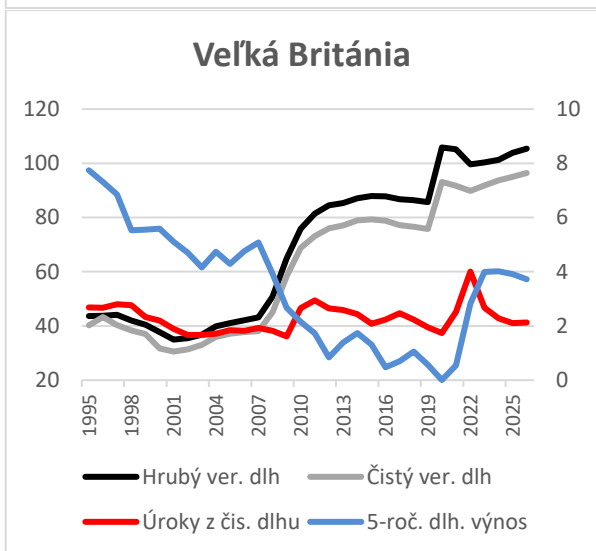
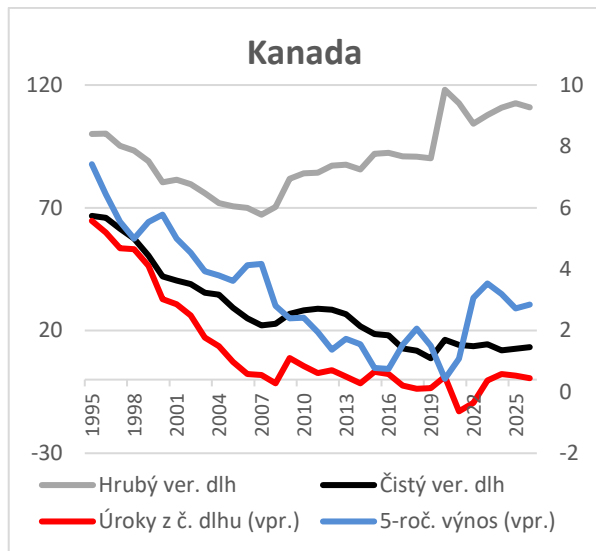
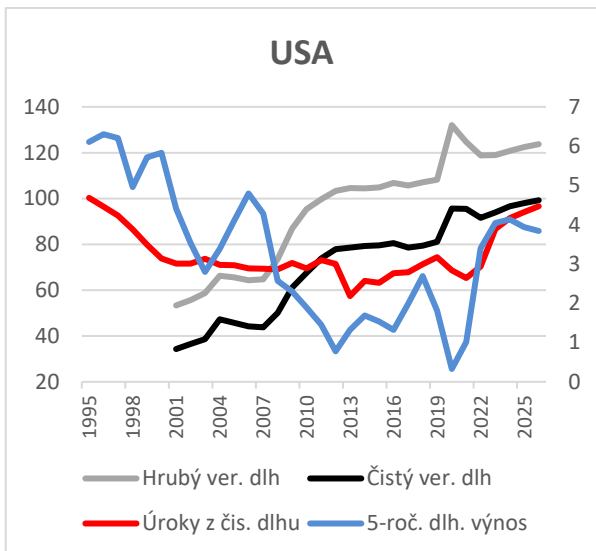


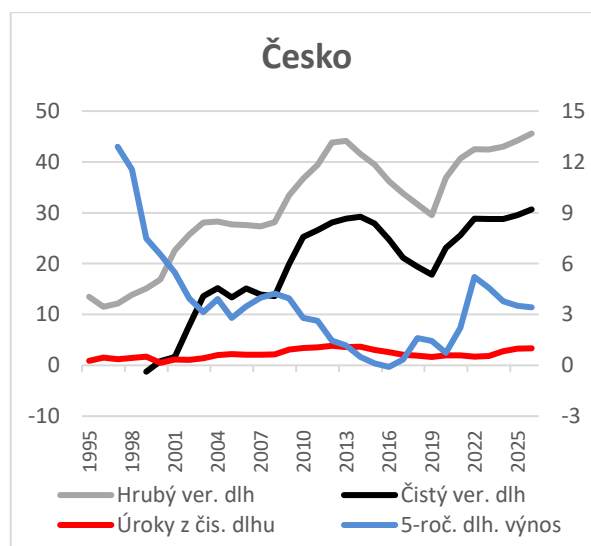
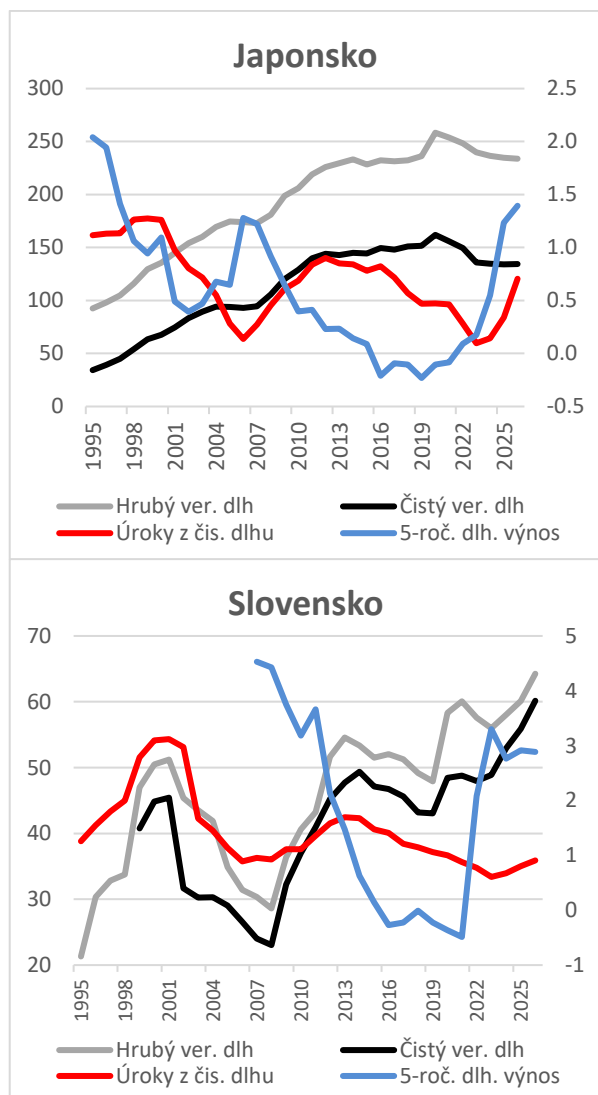
Krajiny G7 a Slovensko a Česko, 2024

	Hrubý dlh	Čistý dlh	5-roč. výnos	Čis. úrok. platby
USA	120.8	96.5	4.13	4.17
Kanada	110.8	11.9	3.19	0.58
Veľká Británia	101.2	93.7	4.01	2.28
Nemecko	63.9	47.7	2.23	0.52
Francúzsko	113.1	105.0	2.72	1.90
Taliansko	135.3	125.1	3.12	3.81
Japonsko	236.7	134.6	0.55	0.14
Slovensko	58.0	52.9	2.76	0.67
Česko	43.0	28.8	3.77	0.83

Poznámky:

- Hrubý dlh, čistý dlh a čisté úrokové platby ako podiel na HDP ku koncu/za rok 2024
- 5-ročný výnos = priemerný výnos 5-ročného štátneho dlhopisu za rok 2024



**Poznámky:**

- Hrubý a čistý verejný dlh v % HDP, na ľavej osi
- Úroky z čistého verejného dlhu v % HDP a 5-ročný dlhopisový výnos v %, na pravej osi

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.