

KOMENTÁR

28. marec 2025

Na rázcestí kľukatých ciest

Zvyčajne sa na prvé hodnotenie politiky novozvoleného vplyvného politika necháva 100 dní, ale v prípade Donalda Trumpa to nebude potrebné, pretože nie je nováčik, už bol jedno volebné obdobie prezidentom, potom preto, lebo je veľmi aktívnym prezidentom od samého začiatku výkonu funkcie od 20. januára 2025, a napokon aj preto, lebo jeho kroky nebudú po 100 dňoch predvídateľnejšie.

O čo sa môžeme oprieť? Paradoxne pozitívne vnímame zrealnenie očakávaní. Po výhre Donalda Trumpa v prezidentských voľbách boli investori a vo všeobecnosti podnikatelia nadšení. Akcie ako najrýchlejší indikátor nálady na trhu vzrástli, napríklad americký akciový index stúpol od 5. novembra 2024 do jeho vrcholu 19. februára 2025 o vyše 6 %. Samotná akcia Tesly, v ktorej je Elon Musk 13-percentným akcionárom, mala mať podľa investorov žiarivú budúcnosť a jej akcia vzrástla od 5. novembra 2024 do vrcholu 17. decembra, a teda len za mesiac a pol, o 91 %.

Po voľbách vzrástli aj viaceré indexy dôvery v americkom priemysle, v službách a aj indexy spotrebiteľskej dôvery. Neskôr sa k nim pridali aj priemyselné objednávky či spotrebné objednávky tovarov dlhodobej spotreby. Tieto dáta sú z pohľadu určenia ďalšieho vývoja užitočnejšie než akcie, lebo tu ide o odpovede manažérov firiem či spotrebiteľov o ich plánovaných nákupoch. Takzvané tvrdé dáta, a teda ako to skutočne dopadlo (maloobchod, HDP a pod.), sa zverejňujú až s odstupom času a tam ešte nie sme.

No veľmi skoro trh vytriezvel. Ťažko povedať, čo presne bolo katalyzátorom. Ale keď v poslednej dekáde februára začali akcie padať, dominantnou témou boli jednak clá, konkrétne vtedy 25-percentné clá na dovoz polovodičov, automobilov a liekov do USA, avizované od 2. apríla a aj dohoda o splátke americkej vojenskej pomoci Ukrajine výmenou za ukrajinské nerastné bohatstvo. Veľmi zarezonovala snaha o poníženie ukrajinského prezidenta

Volodymyra Zelenského v Bielom dome na konci februára zo strany prezidenta Trumpa, viceprezidenta Vancea a novinára Briana Glenna. Pravdepodobne vtedy investori pochopili, že svetová paradigma sa mení a že aj USA čakajú menej isté časy.

A nielen investori na akciovom trhu, precitli aj anketovaní manažéri v rôznych indexoch dôvery. A tak začali tieto konjunkturálne indexy klesať a dnes je už spotrebiteľská dôvera nižšia než za Joea Bidena, dôvera v službách sa k tomu blíži a len dôvera v priemysle je zatiaľ vyššia, ale aj tam badať stratu vetra.

Index S&P 500 klesol, teraz je asi 5 % pod vrcholom a približne na úrovni, kde bol pred zvolením Trumpa do funkcie. Treba to však vnímať pozitívne. Tak ako sme písali v jednom z predchádzajúcich komentárov, vysoké očakávania neboli a nie sú na mieste a teraz sa situácia zrealnila. Pomer cien akcií k ziskom (P/E ratio) v S&P 500 je síce stále na vyšších 23,4 (10-ročný priemer je 20,2), ale, zohľadniac najmä nástup umelej inteligencie, je prijateľný. Nákupná pozícia je lepšia než pred mesiacom.

Druhá pozitívna vec pre celý finančný trh je, že Donaldovi Trumpovi sa podarilo rozhábať Európu. Európski lídri dlhé roky spali, nielenže nerobili potrebné štrukturálne reformy, ale, naopak, robili strategické chyby. Teraz pochopili, že obdobie stability na Západe pod ochranou USA známe ako Pax Americana sa končí a že sme v Európe odkázaní sami na seba. Európa je v zovretí – z východu ju ohrozujú imperiálne Rusko a ekonomicky asertívna Čína, z juhu imigračná africká vlna (sýrska vlna nateraz po zmene režimu v Sýrii ustala) a zo západu aktuálne strata silného partnera, na ktorého sme boli roky zvyknutí. Chýba nielen istota exportu do USA a vôbec stability celej pavučiny svetových hospodárskych vzťahov, ktoré boli roky jedným z pilierom európskej ekonomiky, ale ohrozená je samotná bezpečnosť celého kontinentu.

Európski lídri už oznamujú množstvo projektov, napríklad Európska komisia vydala zoznam 47 strategických projektov na zlepšenie dostupnosti 14 zo 17 kritických materiálov potrebných na energetickú tranzíciu a bezpečnosť, pripravujú sa daňové incentívy na podporu investícií do európskych firiem namiesto úspor. Francúzsky prezident a bývalý investičný bankár v Rothschild et. Cie Emmanuel Macron pozval investorov do projektu budovania infraštruktúry AI vo Francúzsku za 109 mld. EUR, nadchádzajúci nemecký kancelár a bývalý stratég nemeckej pobočky najväčšieho správcu aktív na svete BlackRock Friedrich Merz ohlásil revitalizačný projekt pre Nemecko v hodnote 1 bilióna EUR, ide o investície do infraštruktúry a obrany.

Významným faktorom je, že Európa si môže takéto investície dovoliť. Na rozdiel od USA nemá významnú makroekonomickú nerovnováhu, práve naopak. Kým USA má schodok platobnej bilancie na úrovni takmer 4 % HDP, eurozóna má prebytok 3 % HDP (a Veľká Británia schodok 2 %). A kým rozpočtový deficit USA je okolo 7 % HDP a verejný dlh vyše 120 % HDP, Nemecko má deficit len 2 % HDP a dlh 63 % HDP. Francúzsko už má horšie parametre 6 % a 112 %, rovnako ako Taliansko 4 % a 137 %, ale Veľká Británia má deficit 4 % HDP a verejný dlh 102 % HDP. A teda najmä Nemecko a aj Veľká Británia majú predpoklady realizovať významné štrukturálne zmeny na starom kontinente.

Investori vnímajú, že ide o zásadnú zmenu v Európe a akcie na starom kontinente rastú. Rozdiel medzi vyšším americkým price to earnings ratio, čo je určitý indikátor dôvery v ďalší vývoj, a nemeckým nižším P/E sa zmenšil. Samozrejme, je to len začiatok kľukatej a hrboľatej cesty ovplyvnenej množstvom záujmov politických elít a nemožno čakať len lineárny posun dopredu. Aj európske akcie čaká vyššia volatilita.

Tretí pozitívny faktor je paradoxne stále vysoká inflácia. V USA sa jadrová inflácia (bez externých celosvetových vplyvov cien potravín a energií) zubami-nechtami drží nad tromi percentami, konkrétne od júla 2024 do februára 2025 bola v úzkom pásme 3,1 % až 3,3 %. Táto jadrová, vnútorná inflácia je vyššia vtedy, keď dopyt prevyšuje ponuku. Spotrebiteľský dopyt v USA je teda stále silný, čo drží

ekonomiku nad vodou. Donald Trump môže byť vo svojich rozhodnutiach nateraz odvážnejší.

Mimochodom, vyššia vnútorná, jadrová inflácia je aj v eurozóne, vo februári 2025 bola medziročne na 2,6 %, len mierne nižšie ako v januári (2,7 %).

Ďalší faktor súvisí tiež s infláciou. Donald Trump cieľi na nižšiu cenu ropy na svete podporou domácej ťažby, ale i napríklad útokmi na Húsiov atakujúcich Červené more, kde sa prepraví asi 5 % celej svetovej ropy a 10 % svetovej morskej prepravy ropy. Držanie cien ropy nízko má síce negatívny vplyv na akcie v energetickom sektore, ale na ostatné sektory má pozitívny vplyv. Investori vidia nižšie náklady, nižšie úrokové sadzby, a teda vyššie zisky.

Piaty faktor je AI. Nástup umelej inteligencie je nezastaviteľnou štrukturálnou zmenou, jej nástup je v podstate nezávislý od ekonomického cyklu a prinesie výsledky. Americká ekonomika by mala zo všetkých svetových ekonomík z AI vyťažiť najviac. Významným beneficentom by mala okrem USA aj Čína a z európskych krajín najmä Veľká Británia.

A napokon šiesty faktor, ktorý drží trh nad vodou, je populizmus Donalda Trumpa. Urobí všetko pre to, aby zastavil negatívnu náladu na trhu, ktorá by mohla ovplyvniť jeho voličov, bez ohľadu na zmysel alebo dlhodobé dôsledky. Videli sme to na jeho podpore kryptomien, keď sa vo vidine získania novej voličskej skupiny stal z Trumpa – nepriateľa kryptomien – zo dňa na deň ich priateľ a advokát.

Na druhej strane je tu však množstvo negatívnych podnetov a dôvodov, prečo by sme mali byť veľmi opatrní.

V prvom rade, biznis potrebuje predvídateľné prostredie. Potrebuje vedieť, kto sú jeho dodávatelia, kto sú jeho odberatelia a v akých podmienkach bude prebiehať obchod. Politika prekryvania jednej správy druhou tak, že ich dôsledky nevie vyhodnotiť ani len centrálna banka, politika chaosu, kde v pondelok, stredu a piatok sú uvalené clá na tovar, na ktorý boli zrušené v utorok a vo štvrtok, politika narušenia globálnych dodávateľsko-odberateľských vzťahov nie je politikou žiaducou pre stabilný rast akciového trhu.

Donald Trump si neosvojil všeobecne uznávanú teóriu komparatívnych výhod, podľa ktorej sa oplatí krajinám vzájomne obchodovať aj vtedy, ak je jedna krajina efektívnejšia vo výrobe všetkých tovarov. Trump vníma svetovú ekonomiku ako hru s nulovým súčtom, ako hru, kde môže vyhrať len jeden. Prítom opak je pravdou. Trhový koláč nie je konštantný, kde menší kúsok pre mňa znamená automaticky väčší kúsok pre ostatných, ale neustále sa zväčšujúci. Čím je vzájomná kooperácia vyššia, čím viac sa využívajú komparatívne výhody, tým väčšie kúsky ostávajú všetkým.

Treba však uznať, že tlak na spojencov USA je čiastočne oprávnený. Nemôžete sa roky rokúce schovávať pod americký obranný dáždnik a zároveň odoberať lacný ruský plyn a posilňovať tak režim, ktorý vás chce zničiť. Alebo nie je možné akceptovať 2,5-percentné clo na dovoz európskych osobných automobilov do USA, zatiaľ čo clo na americké osobné automobily dovážané do Európy je vo výške 10 % a pod. Cestou je však odstránenie týchto prekážok nie prijatie nových.

Dokonca vieme jasne odčítať siločlary politiky americkej administratívy smerujúcej k tripolárnemu svetu, kde bude svet rozdelený na tri oblasti pod vedením USA, Ruska a Číny. Trump už jasne vyjadril záujem o anexiu Kanady a Grónska, výdatných zdrojov nerastných surovín pre USA. Grónsko sa javí ako ľahká korisť – je blízko, patrí síce spojencovi, ale malému Dánsku a na obsadenie ostrova by USA nepotrebovali flotilu, ale len presun síl z prítomnej americkej vojenskej základne Pituffik Space Base. Grónsko obsahuje tie nerastné suroviny, ktoré USA potrebuje. Nedávny pokus o soft diplomáciu pomocou „turistickej“ návštevy manželky amerického viceprezidenta Vancea v Grónsku, ktorá sa po všeobecnej kritike zmenila na oficiálnu návštevu viceprezidentského páru na americkej základni, naznačila ďalší postup.

Zdá sa, že čelíme veľkým geopolitickým zmenám a napätiu, lebo, samozrejme, obyvatelia žiadnej normálnej sebavedomej demokratickej krajiny nechcú byť ovplyvňovaní nimi nevolenou mocou a to môže vyvolať rôzne tlaky.

A nejde len o rozvrat vonkajších ekonomických vzťahov, ale aj o kontroverzné kroky vnútri USA.

Novovzniknutá vládna agentúra DOGE (Department of Government Efficiency) radikálnym spôsobom osekáva náklady – vyhadzuje štátnych zamestnancov, ruší viaceré programy. Podľa predbežných údajov vraj DOGE ku koncu marca ušetrilo 105 mld. USD kombináciou predaja majetku, zrušenia kontraktov a grantov, elimináciou podvodov a nesprávnych platieb, úspor na úrokoch, programových zmien, regulačných úspor a zníženia pracovnej sily. Tieto úspory sú však diskutabilné, už sa našli viaceré chyby. Okrem toho je tu kvantitatívny a kvalitatívny problém. Ambíciou DOGE je ušetriť 2 bil. USD ročne. To je, samozrejme, úplná hlúposť, osekane by boli vo veľkom aj mandatórne výdavky a štát by v takomto prípade prestal plniť množstvo základných funkcií. A druhý je kvalitatívny. Nepopierame, že vo verejnom sektore každej krajiny sú úplne alebo čiastočne zbytočné pracovné miesta. No vo vyspelejšej ekonomike nemôžete robiť škrtu pomocou motorovej pily, lebo popretfáate aj zdanlivo nepotrebné väzby, ktoré v konečnom dôsledku znížia konkurencieschopnosť celej ekonomiky. Navyše spočiatku je pravdepodobnosť chyby nižšia, ale čím viac sekáte, tým viac sú seky menej efektívne. Chaos narastá.

Celkovo je nepredvídateľnosť americkej politiky hlavnou príčinou straty chuti investovať a bez investícií nie je možný ekonomický rast a rast akciového trhu.

A nielen akciového trhu. Úprimne, je USA ešte stále dôveryhodným dlžníkom? Spomedzi troch najväčších ratingových agentúr v dvoch z nich (Standard & Poor's a Fitch) už nemajú USA najvyšší rating a v Moody's ho ešte majú, ale s negatívnym výhľadom. Navyše príčinou zhoršenia ratingu bola extrémna fiškálna expanzia a rast dlhu, agentúry tam ešte nezohľadnili nový problém – vyššie politické riziko. Je teda USA ešte stále bezpečný prístav? V prípade globálnych problémov bude priťahovať investície do fixných aktív a budú výnosy amerických štátnych dlhopisov klesať, tak ako sme boli zvyknutí? A bude aj posilňovať dolár? Teraz si takéto otázky určite kladú aj mimoamerickí správcovia mnohých fondov, aj tí najväčší. A ďalej, prevezme Európa časť zodpovednosti a moci? Má na to schopnosti a čas? To je tiež otázka, na ktorú je ťažké odpovedať.

Treba si uvedomiť aj to, že presunutie výroby do USA, tak ako si to predstavuje Donald Trump, nie je pre firmy dobré. Ak firmy vyrábajú mimo USA, je to preto, lebo tam majú nižšie náklady, a teda vyššie zisky. Keď sa výroba presunie do USA, náklady (nielen na prácu, ale aj na ostatné vstupy) vzrastú a firmy budú menej ziskové. Ich konkurencieschopnosť na svetovom trhu sa zhorší. Dôvodom na repatriáciu výroby má byť len bezpečnostné riziko za cenu vyšších nákladov a práve to Donald Trump robí. Správna politika je však opačná. Znižovať bezpečnostné riziko vo svete, otvárať cestu americkým firmám na investície do zahraničia a znižovať tak ich náklady.

Vo všeobecnosti je aktuálna situácia extrémne náročná na hodnotenie. Celkovo je teraz náš pohľad na vývoj akcií v ďalšom období neutrálny. Silnou podporou je korekcia na americkom akciovom trhu, a teda lepšie ocenenie akcií, potom štrukturálne prebudenie európskych elít, určitá odolnosť hospodárskeho rastu najmä v USA, slušný rast ziskov amerických firiem a pokračujúci nástup umelej inteligencie. Na druhej strane však obchodné vojny neprospejú nikomu, len znížia celkový hospodársky rast, zvýšia infláciu, a teda aj úrokové sadzby. O niečo lepšie ako v minulosti hodnotíme európske akcie, stále však majú kvalitatívnu medzeru oproti americkým najmä kvôli AI. Ich nižšia valuácia je v poriadku. Celkovo je pozícia akcií teraz stabilná, narušia ju nepredvídateľné dôsledky obchodnej vojny. Na stole sú aj geopolitické otrasy v podobe anexie Grónska alebo Taiwanu. Nevieme, kedy sa to stane, ale pravdepodobnosť je veľmi vysoká.

Americké indexové akcie sú kvalitatívne vyššie než iné, ale majú vyššiu valuáciu a tiež čelia obchodným vojnám a čiastočne aj odporu spotrebiteľov voči americkým tovarom po celom svete. Nateraz vnímame rozdiel medzi americkými akciami a akciami ostatných vyspelých krajín, zoberúc do úvahy aj valuáciu, neutrálnu. V porovnaní akcií vyspelých krajín verzus akcií rozvojových a rýchlo sa rozvíjajúcich krajín stále uprednostňujeme vyspelé krajiny, keď sa navyše globálny rizikový apetít znižuje. Spomedzi sektorov je teraz lepšia stratégia uprednostniť defenzívne sektory (základná spotreba, zdravotníctvo, utility) pred cyklickými (energie, materiály, priemysel) s výnimkou IT sektora, ktorý je viac-menej tiež cyklický a kde je silným ťahúňom AI.

Americké štátne dlhopisy sú pod tlakom centrálnej banky a vyšších dlhodobých inflačných očakávaní, ich kapitálové zhodnotenie je pravdepodobné iba v prípade jasného ekonomického spomalenia. Na druhej strane, americký minister financií Scott Bessent viackrát zdôraznil, že má eminentný záujem na znížení výnosov na dlhom konci úrokovej krivky. To je veľmi logické a pre Američanov žiaduce, lebo im masívne rastú úrokové náklady na obsluhu verejného dlhu, sú v pomere k HDP po Maďarsku druhé najvyššie z krajín OECD. A fiškálna politika môže byť teraz významným faktorom inflačných očakávaní. Rizikové prirážky na korporátne dlhopisy môžu byť teraz volatilnejšie aj na dlhopisoch firiem s investičným ratingom, ktoré majú vo vyššej miere dodávateľsko-odberateľskú sieť v zahraničí. Nateraz sme neutrálni, ale tento segment treba veľmi starostlivo sledovať.

Európske dlhopisy sú tak trochu vo víre viacerých faktorov. ECB znižuje sadzby, ale jadrová inflácia klesá len veľmi pomaly a trh práce je odolný. Európa čelí obchodnej vojne a navyše je v porovnaní s USA otvorenejšou ekonomikou. Krajiny s vyšším kreditným rizikom (Taliansko, čiastočne Francúzsko) majú obmedzené kapacity uskutočňovať štrukturálne reformy, a tak ich vyššie kreditné riziko môže pretrvať. Nemecko má zase kvôli verejným investíciám šancu zvýšiť infláciu, a teda úrokové riziko. Situácia je z pohľadu hlavne dlhých papierov pomerne komplikovaná. Pre európske podnikové dlhopisy platí v podstate to isté ako pre americké.

Na komoditnom trhu reštrikcie na odberateľov ropy z Venezuely a Iránu tlačia na rast cien čierneho zlata, na druhej strane však proti rastu cien pôsobia uvoľnenie ťažby v USA a aj pokles medzinárodného obchodu a mierne spomalenie svetového ekonomického rastu, a teda aj dopytu po rope. V najbližšom čase sú faktory vyvážené. Pokračujúce a pravdepodobne eskalujúce geopolitické napätie by malo viesť ceny zlata do konca roku 2025 vyššie.

Na menovom trhu USA stále disponujú nadpriemernými úrokovými sadzbami oproti ostatným vyspelým krajinám a tento úrokový diferenciál sa bude zvyšovať. Zároveň eurozóna rastie pomaly a prípadné štrukturálne reformy sa prejavujú s odstupom času. Na druhej strane, hoci stále nie je náhrada za dolár, jeho pozíciu ako safe – haven možno spochybniť napriek

očakávanému nárastu geopolitického napätia. A ďalej úrokový diferenciál voči USA nebude vyšší kvôli reštriktívnej reakcii centrálnej banky na vysoký hospodársky rast, ale skôr na vyššiu infláciu kvôli clám spojenú so znížením hospodárskeho rastu. Celkovo do konca roka by mohlo euro voči doláru mierne posilniť. Samozrejme, veľká udalosť by s týmto menovým párom zamávala, ale nateraz to nevieme do odhadu zapracovať.

A na záver totálna neprehľadnosť celej situácie, keď budúci vývoj nezávisí tak ako v minulosti v úplne dominantnej miere od ekonomického cyklu (rozumej miliónov a miliárd ľudí – ekonomických agentov), ale

vo veľkej miere od rozhodnutia úzkej skupiny ľudí, zväzda paradoxne k dvom odlišným prístupom naraz – k všeobecnému indexovému investovaniu, lebo neviete, kto kedy s akou hospodárskou politikou príde a aká bude na ňu reakcia a v konečnom dôsledku kto vyjde z nasledujúcich udalostí dobre alebo aspoň lepšie ako iní. A na druhej strane je teraz príležitosť „trochu si zašpekulovať“. Samozrejme, v takom objeme, aby nás prípadná strata nemrzela. Fantázii sa medze nekladú.

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 upozomenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktiva 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.