

INVESCO: UDRŽITELNOST AMERICKÉHO DLUHU A ZLATO

7.5.2025 - | Crest Communications

Domnívám se, že státní dluh USA je při současném vývoji neudržitelný. Mohla by to změnit kombinace snížení primárních deficitů, silnějšího růstu HDP a nižších úrokových sazeb. Pokud se toto ale neuskuteční, myslím, že zlato by mohlo být stále atraktivnější. V poslední době jsme byli svědky poklesu amerického dolaru ve stejné době, kdy rostly výnosy státních dluhopisů. Domnívám se, že by to mohlo být způsobeno obavami o schopnost USA financovat svůj provoz, když trhy ztratí důvěru ve Fed. Má to mnoho aspektů, včetně tlaku Bílého domu na Fed, aby snížil sazby, ale myslím si, že základním problémem je nadměrné zadlužení. Data Banky pro mezinárodní platby (BIS) naznačují, že úvěry nefinančnímu sektoru USA činily 252 % HDP ve třetím čtvrtletí 2024 (ve srovnání se 189 % na konci roku 1999).

Slušnou část závazků USA drží zahraniční investoři, což dokládá čistá investiční pozice vůči zahraničí ve výši -90 % HDP v roce 2024. Hlavní pozornost je samozřejmě věnována vládnímu dluhu. Rozpočtový úřad Kongresu USA (CBO) odhaduje, že poměr čistého vládního dluhu k HDP bude na konci roku 2024 činit 98 %. Poměr hrubého dluhu k HDP byl 122 % (podle našich výpočtů založených na údajích Global Financial Data mírně nad úrovní, kde byl na konci druhé světové války). V dlouhodobých projekcích CBO se předpokládá, že tyto poměry vzrostou do roku 2055 na 156 %, resp. 169 %. Ještě horší je, že CBO rovněž odhaduje, že pokud by v roce 2025 nedošlo ke zrušení daňových škrťů z roku 2017, jak bylo plánováno, poměr čistého dluhu k HDP by v roce 2055 činil 220 % (oproti 156 % v opačném případě).

I bez prodloužení platnosti ustanovení z roku 2017 se jedná o obrovské poměry dluhu k HDP, které značně přesahují vše, co bylo v historii USA zaznamenáno (předchozí vrchol nastal v roce 2020, kdy poměr hrubého dluhu k HDP podle dat OECD krátce přesáhl 132 %). Vládní dluh USA by se tím rovněž dostal daleko za hranici, kterou ekonomové považovali za udržitelnou (já jsem si myslel, že 80 % HDP je strop). Možná je udržitelnost lépe posuzovat podle čistých úrokových nákladů jako podílu na HDP. Podle CBO bude tento poměr v roce 2025 činit 3,2 % a do roku 2055 vzroste na 5,4 % (nebo podle mých výpočtů na 8-9 %, pokud nedojde ke zrušení daňových škrťů z roku 2017). Podle dat CBO byl nejvyšší poválečný poměr úrokových nákladů k HDP 3,2 % (v roce 1991). Bohužel považuji některé předpoklady CBO za optimistické.

Očekává se například, že primární rozpočtový deficit bude ve většině let do roku 2055 nižší než 2 %, zatímco průměr od roku 2000 byl 3,0 % (za Trumpovy a Bidenovy vlády byl zřídka nižší než 3 %). Dále se očekává, že průměrná úroková sazba dluhu dosáhne maxima 3,6 %, přičemž v letech 2001 až 2007 se pohybovala mezi 4,5 % a 6,6 % (i když tehdy tvořily nižší nákladové dluhopisy chráněné proti inflaci menší část celkového dluhu). Graf 1 ukazuje mé vlastní projekce budoucího vývoje poměru čistých úroků k HDP. Uvažuji o několika scénářích, které se liší předpoklady o primárním rozpočtovém deficitu, růstu nominálního HDP a průměrných úrokových nákladech dluhu.

Nejbližší základnímu scénáři CBO (pokud jde o výsledky v roce 2055) je scénář, který používá hodnoty parametrů založené na průměru posledních 20 let. Podle tohoto scénáře by čistý dluh vůči HDP v roce 2055 byl 171 % (156 % podle základního scénáře CBO) a čisté úrokové náklady by činily 5,1 % HDP (3,6 % podle základního scénáře CBO). Čistý dluh vůči HDP by pak v roce 2100 vzrostl na 232 % a čisté úrokové náklady by činily 6,9 % HDP. To by bylo pro stabilní vyspělou ekonomiku téměř bezprecedentní (podle údajů OECD existovalo krátké patnáctileté období od roku 1983, kdy

poměr čistých úrokových nákladů k HDP v Itálii přesáhl 6,9 %).

Bohužel si myslím, že scénář založený na posledních 20 letech je příliš optimistický. Za prvé, očekávám, že v příštích desetiletích bude růst nominálního HDP nižší v důsledku méně příznivých demografických ukazatelů (ve svém scénáři „Nejlepší odhad“ předpokládám růst 4,0 % namísto 20letého průměru 4,5 %). Zadruhé se domnívám, že průměrné úrokové náklady na dluh budou vyšší než v posledních 20 letech (předpokládám 4,0 % namísto 20letého průměru 3,0 %). Jako kompenzaci těchto faktorů předpokládám, že primární rozpočtový deficit bude v průměru 4,0 % oproti dvacetiletému průměru 4,6 %.

Tento „nejlepší odhad“ předpokládá, že v roce 2055 bude čistý dluh tvořit 216 % HDP a čisté úrokové platby 8,6 % HDP. To je velmi blízko hodnotám 220 % a 8-9 %, které předpokládá alternativní scénář CBO, podle něhož se daňové škrtky z roku 2017 nezruší. Bohužel tím to nekončí. Můj „nejlepší odhad“ naznačuje, že dluh/DP bude v roce 2100 činit 389 %, přičemž čistý úrok/DP bude činit 16 % a dále poroste. To mi připadá neudržitelné. Ještě horší je, jak se obávám, že výnosy dluhopisů by podle takového scénáře rostly ještě více. Proto poslední scénář na obrázku 1 ukazuje, co se stane, pokud budeme předpokládat „nejlepší odhad“, ale s průměrnou úrokovou sazbou vládního dluhu ve výši 5 %, nikoli 4 %. V tomto případě by dluh/HDP v roce 2100 činil 627 % a čistý úrok/HDP 31 %.

Ani scénář „nejlepší odhad“, ani scénář „nejlepšího odhadu s 5% výnosem dluhopisů“ mi nepřipadají udržitelné. Jak by se tedy dalo takovým výsledkům zabránit? Za prvé, americká vláda by mohla snížit primární deficit snížením výdajů, zvýšením příjmů (například zvýšením daňových sazeb) nebo zvýšením růstu reálného HDP (imigrace, deregulace a/nebo opatření na zvýšení produktivity). Za druhé, růst nominálního HDP by mohl být motivován podporou inflace, i když podle mého názoru by to způsobilo kompenzační růst výnosů dluhopisů. Zatřetí, potlačení finančního růstu by se mohlo stát trvalým prvkem, kdy by FED rozšířil svou rozvahu, aby fakticky nakoupil všechny státní dluhopisy. To by však mohlo znamenat ztrátu kontroly nad finančním systémem.

Nakonec by se americká vláda mohla vzdát svého dluhu, ale myslím, že by to situaci ještě zhoršilo. Myslím, že jediným schůdným řešením je, aby vláda USA dělala méně (snižovala výdaje), vytvářela více příjmů (zvýšovala daně), zlepšovala demografický vývoj prostřednictvím imigrace a udržovala nízké úrokové sazby. Kombinace zvýšení nominálního růstu HDP na 5 %, omezení primárního rozpočtového deficitu na 2 % a průměrných nákladů na dluh na 3 % by dluh stabilizovala. Nic z toho by však nebylo snadné, a proto je třeba zvážit, co se stane, pokud toto nenastane. Jedním ze zřejmých důsledků by mohlo být radikální otřes finančního systému, z čehož vychází myšlenka návratu ke zlatému standardu. Obrázek 2 ukazuje cenu zlata potřebnou k tomu, aby zlaté rezervy USA plně kryly americké bankovky a mince v oběhu (9 051 USD za unci, k březnu 2025) nebo měnovou bázi (22 085 USD). Myslím si, že zlato je drahé, ale tento druh analýzy by mohl ukázat důvody, proč se stává populárnějším.

Všechna data jsou k 25. dubnu 2025, pokud není uvedeno jinak.

O společnosti Invesco

Invesco Asset Management Deutschland GmbH, Invesco Asset Management Österreich – pobočka pobočky Invesco Asset Management Deutschland GmbH – jsou součástí Invesco Ltd., společnosti pro správu aktiv se spravovanými aktivy v hodnotě více než 1 593 miliard USD (k 31. říjnu 2021).

V případě jakýchkoli dotazů nebo potřeby dalších informací se obraťte na společnost Invesco Asset Management Deutschland GmbH, Valentin Jakubow, telefon +49 69 29807-311.

Obsažené informace nepředstavují investiční doporučení ani jiné poradenství. Prognózy a výhledy trhu uvedené v tomto materiálu jsou subjektivní odhady a předpoklady

vedení fondu nebo jeho zástupců. Mohou se kdykoli změnit bez předchozího upozornění. Nelze zaručit, že se prognózy uskuteční podle předpokladů.

Vydavatelem těchto informací v České republice je společnost Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, D-60322 Frankfurt nad Mohanem. Red Oak ID: 1958016

Pro více informací kontaktujte:

Eliška Krohová

Crest Communications, a.s.

Ostrovní 126/30

110 00 Praha 1

gsm: + 420 720 406 659

e-mail: eliska.krohova@crestcom.cz

<https://www.crestcom.cz/cz/tiskova-zprava?id=5550>