



Frankfurtské hárky

november 2024



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

<https://nbs.sk/publikacie/frankfurtske-harky/>

Ekonomické témy dominovali prezidentskej kampani v USA

- Voličov v USA ovplyvňovali pri ich rozhodovaní najmä ekonomické témy
- Akciové trhy reagovali na výsledky volieb optimisticky, dlhopisové výnosy narástli v očakávaní expanzívnej fiškálnej politiky
- Obchod medzi eurozónou a USA v posledných rokoch rástol, ale zvýšenie obchodných ciel by mohlo vážne ohroziť ekonomický rast a zvýšiť infláciu



Voľby v Spojených Štátoch sú dôležitou udalosťou, ktorá môže mať zásadný vplyv na svetovú ekonomiku, vrátane tej európskej

Často určujú daňovú politiku, podobu sociálnych programov či smerovanie obchodných vzťahov USA s ich partnermi. To následne ovplyvňuje ekonomickú výkonnosť USA, ale aj investície vo svete. Pre Európsku úniu sú výsledky týchto volieb mimoriadne dôležité, pretože vzťahy medzi EÚ a USA patria medzi najsilnejšie ekonomické vzťahy na svete. Výsledky volieb môžu ovplyvniť obchod a hospodársku spoluprácu, ako aj globálny cenový vývoj, čo je kľúčové pre vývoj ekonomiky, ale aj hospodárskej politiky v Európe.



Ústredným bodom diskusie boli ekonomické témy

Podľa najnovšieho [prieskumu Gallup](#) bol najdôležitejšou témou pri rozhodovaní voličov stav ekonomiky. Až 9 z 10 opýtaných pred voľbami uviedlo, že názory kandidátov na ekonomické otázky budú pri ich rozhodovaní „extrémne dôležité“ alebo „veľmi dôležité“. Republikánski voliči kladli na túto tému osobitne veľký dôraz. Zvýšená inflácia, rastúce náklady na bývanie a celkové zníženie reálnej kúpnej sily spôsobili, že veľká časť obyvateľstva pociťuje zhoršenie životných podmienok. Čo sa týka schopností riešiť tieto ekonomické otázky, 54 % voličov považovalo za schopného republikánskeho kandidáta a 45 % občanov demokratickú kandidátku.



Predstavy o ekonomických riešeniach sa medzi oboma táborami zásadne líšia

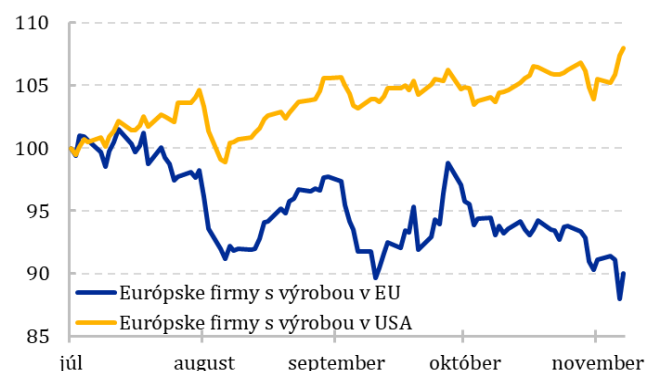
Najväčší dôraz bol kladený na problémy inflácie, zamestnanosti a rastúceho dlhu, pričom voliči z rôznych politických táborov majú odlišné pohľady na riešenia týchto otázok. Demokratickí voliči považujú za dôležitú udržateľnosť ekonomického rastu a zníženie príjmovej nerovnosti, zatiaľ čo republikánski voliči sa zameriavajú na zníženie daní a podporu podnikateľského prostredia a ekonomického rastu. V týchto líniách sa pohybovali aj prezentované priority kandidátov.



Fiškálna politika novej vlády výrazne ovplyvní trhy

Vládny dlh v USA narastal a dosiahol rekordné úrovne. Očakávalo sa, že bez ohľadu na výsledky volieb budú obe strany nútené v budúcnosti čeliť tomuto rastúcemu dlhovému bremenu, no pred voľbami sa ani jeden kandidát k radikálnejším opatreniam nepriklonil. Od vlády USA sa v najbližšom období predpokladá zosilnenie expanzívnej fiškálnej politiky, ktorá bola presadzovaná aj v minulosti najmä prostredníctvom znižovania daní. Spolu so zjednodušovaním pravidiel pre podnikanie by tieto opatrenia mohli vytvoriť podnikom väčší priestor na rast, najmä v odvetviach ako ropný priemysel, obrana, technológia a bankovníctvo.

Graf 1: Indexy európskych firiem s výrobou v USA (menej ovplyvnené obchodnou politikou) vs. európskych firiem exportujúcich z Európy do USA (viac ovplyvnené obchodnou politikou)



Zdroj: Bloomberg, Goldman Sachs.



Prísnejšia obchodná politika USA môže mať veľké dopady na Európu

Clá a tarify majú priamy vplyv na to, ako lacné alebo drahé budú zahraničné produkty pre firmy a spotrebiteľov v Amerike, a tým aj na konkurencieschopnosť domácich výrobcov. Okrem toho clá a tarify ovplyvňujú aj politické a obchodné vzťahy medzi krajinami. Európa potrebuje, aby spotrebiteľia v USA kupovali jej výrobky, keďže aktuálna spotreba doma nie je dostatočne vysoká. Ak sa Amerika začne viac sústreďovať na podporu svojich vlastných firiem a obmedzí obchod so zahraničím, pre Európu to môže znamenať vážne problémy (viac v Boxe). Vyššie clá by zvýšili ceny európskych výrobkov na americkom trhu, čím by sa znížil ich predaj. Okrem toho ak USA zvýšia clá na čínske výrobky, tie môžu zaplaviť európsky trh. Prebytočná ponuka lacných čínskych výrobkov v Európe by vytvorila tlak na európskych výrobcov, ktorí by museli bojovať s tvrdšou konkurenciou. Európa by mohla byť donútená zvýšiť svoje clá. Tým by hrozilo zhoršenie obchodných vzťahov nielen s Čínou, ale aj s USA, čo by ohrozilo európsky export. Bez ohľadu na snahy o ochranu amerických záujmov, Európa bude čeliť ťažkostiam, ak sa vzájomné obchodné vzťahy oslabia. To by ďalej zvyšovalo neistotu na globálnych trhoch, na ktorých už teraz vidno pokles akcií európskych firiem, ktoré by boli obchodnou politikou priamo ovplyvnené (graf 1).



Finančné trhy výsledky volieb sčasti očakávali

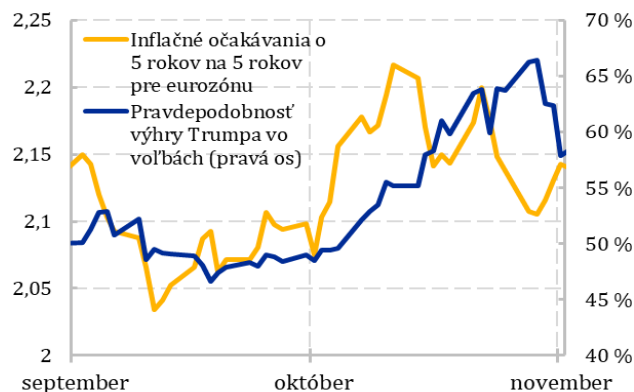
Predpoklady o výsledkoch (graf 2, modrá čiara) boli v istej miere vopred započítané do cien akcií, dlhopisov či mien. Prvotná reakcia trhov na výsledok volieb však bola pomerne prudká (graf 3). Odráža to úľavu z neistoty, ktorá ich dlho ovplyvňovala. Hodnota hlavných amerických akciových indexov vzrástla. Trhy reagovali optimizmom, keďže očakávajú, že nové opatrenia podporia podnikanie a uvoľnia priestor pre ďalšiu rast ekonomiky, čo je pre investorov atraktívne. Nárast cien akcií sa očakáva najmä v energetike a obrannom priemysle, ktoré by mohli mať z politických zmien najväčší úžitok. Podpora fosílnych palív by však mohla mať negatívny dopad na obnoviteľné zdroje ako sú solárna či veterná energia. Na druhej strane trhy zohľadňujú aj riziká spojené s infláciou. Fiškálna politika orientovaná na rast je spravidla inflačná. V reakcii na výsledky volieb rástli výnosy amerických dlhopisov. Odráža to očakávania trhov, že FED bude znižovať sadzby pomalšie, aby sa vyhol ďalšiemu nárastu inflácie. Americký dolár posilnil v duchu očakávaní, že vyššie úrokové sadzby prilákajú viac zahraničných investorov. Posilniť americkú menu by mohli aj nižšie dane a silnejšia domáca výroba v reakcii na všeobecne očakávané zavedenie ďalších cieľ a obchodných obmedzení. Tie by zvýhodnili americké výrobky oproti zahraničným. Silnejší dolár môže mať vplyv aj na európske exporty, ktoré sa stanú cenovo konkurencieschopnejšími a môžu tak aspoň čiastočne vyvážiť negatívne dopady vyšších cieľ. Celkový trhový trendy však nakoniec ovplyvnia až skutočné kroky novej vlády po voľbách.



Nová hospodárska politika USA bude ovplyvňovať infláciu a teda aj menovú politiku eurozóny

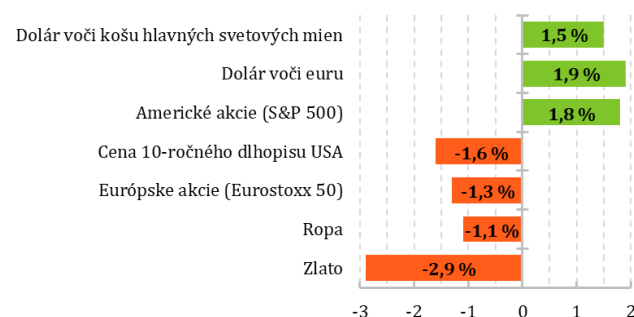
Hlavnou otázkou zostáva, či budú pre Európu tieto vplyvy v súčte proinflačné alebo protiinflačné. Očakávania finančných trhov bezprostredne pred voľbami sa hýbali skôr smerom ku vyššej očakávanej inflácii (graf 2, žltá čiara). Clá na dovoz do USA by mohli narušiť globálny obchod a viesť k odvetve zo strany EÚ. Zníženie daní by ešte viac zaťažilo rozpočet. Prísny postoj k imigrácii by zas mohol zmenšiť dostupnosť lacnej pracovnej sily. Tieto udalosti môžu mať za dôsledok spomalenie globálneho ekonomického rastu a rýchlejšiu infláciu v USA. Tá sa zas môže preniesť do vyššej inflácie v eurozóne cez reštriktívnejšiu politiku Fedu, ktorá môže spôsobiť silnejší dolár a teda drahšie dovezené tovary pre obyvateľov eurozóny. Prípadné vyššie inflačné tlaky môžu skomplikovať oživenie európskej ekonomiky. Naopak, energetická stratégia by mohla presýtiť globálne trhy s fosílnymi palivami, čo by tlačilo ceny energií nadol a prispelo k protiinflačným tlakom. Či už tieto tlaky prevážia na jednu alebo druhú stranu, ECB ich bude musieť zohľadniť vo svojom nastavení menovej politiky.

Graf 2: Pravdepodobnosť výhry Trumpa vo voľbách (v %) a inflačné očakávania trhov v eurozóne



Zdroj: Polymarket, Bloomberg.

Graf 3: Reakcia vybraných aktív na výsledky volieb (v %)



Zdroj: Bloomberg.

Poznámka: Keď cena dlhopisov klesá, ich výnosy rastú, a naopak. Tento vzťah vzniká, pretože výnos dlhopisu vychádza z jeho pevnej úrokovej sadzby v porovnaní s jeho trhovou cenou. Pri nižšej cene zostáva úroková sadzba rovnaká, takže výnos percentuálne stúpa. Naopak, keď cena dlhopisu stúpa, rovnaká úroková sadzba vedie k nižšiemu percentuálnemu výnosu.

Box: Obmedzovanie voľného obchodu predstavuje riziko pre rast i infláciu?

Obmedzenia medzinárodného obchodu sú v poslednom období stále častejšie skloňovanou témou v médiách i v politickom procese. Často spomínané nástroje sú tak napríklad dovozné clá, zvýhodňovanie domácich výrobcov alebo iné obchodné bariéry. Ich hlavným dôsledkom sú spravidla vyššie ceny a limitovanie možnosti voľby či už firiem pri ich výrobných procesoch alebo aj spotrebiteľov. Vyúsťuje to do znižovania konkurencie a zhoršovania ekonomického prostredia.

Pri presadzovaní obchodných obmedzení sa väčšinou argumentuje pozitívnym vplyvom na úzku skupinu domácností či ekonomických sektorov. Napríklad v prípade zvýšenia prekážok pre dovoz spotrebného tovaru zo zahraničia, povedzme automobilov, sú domáci výrobcovia (a ich zamestnanci) vystavení nižšej súťaži, čo zlepšuje ich pozíciu. Situácia spotrebiteľov, ktorých je zvyčajne viac, no sú menej organizovaní, sa ale naopak zhoršuje. Možné zhoršenie životnej úrovne niektorých úzkych skupín obyvateľov pri zvyšovaní globálneho obchodu je teda kvôli výhodám pre zvyšok spoločnosti vhodne riešiť adresnými sociálnymi opatreniami.

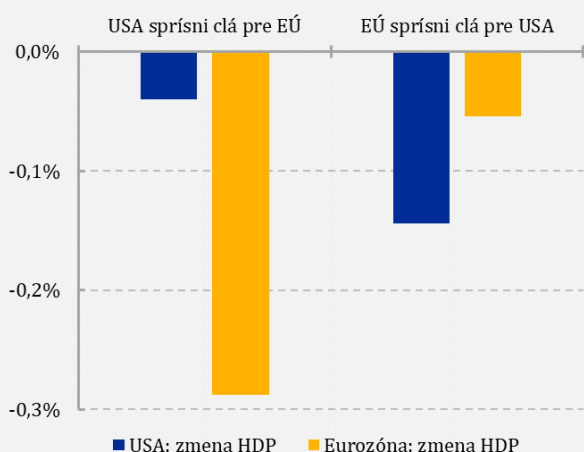
Ochranárske opatrenia majú výrazný vplyv aj na obchodných partnerov. V ilustratívnom príklade zhoršenia obchodných vzťahov medzi ekonomikami USA a EÚ má jednostranné sprísnenie dovozných ciel v USA výrazne horší vplyv na ekonomiku eurozóny ako na ekonomiku domácej krajiny (graf 4). Podobne je tomu aj naopak, teda v prípade uvalenia importných ciel EÚ voči USA. Tieto vplyvy sa navyše javia ako dlhodobé. Clá majú navyše negatívne dopady na rast, produktivitu ale aj neistotu, ktorá sa následne môže nepriaznivo odraziť napríklad pri dlhodobých investičných rozhodnutiach. Témam produktivity v eurozóne a globálnej miery neistoty sme sa venovali v [minulom vydaní](#).

Obmedzovanie obchodu predstavuje vážnu výzvu aj pre menovú politiku a stabilizáciu inflácie. Pri obojstrannom zvýšení dovozných ciel medzi USA a EÚ by ceny v ekonomike eurozóny vzrástli, hlavne kvôli vyšším cenám dovážaných produktov. Je to podobná situácia aká nastala nedávno pri problémoch v dodávateľsko-odberateľských vzťahoch, ktoré sa spolupodieľali na raste inflácie. Razantné zhoršenie obchodných vzťahov by tak mohlo mať dopady aj na rýchlosť prebiehajúceho uvoľňovania menovej politiky v eurozóne.

Nielen clá spomaľujú rast medzinárodného obchodu. Patria sem napríklad aj schémy pre podporu domácej produkcie v oblasti zelených technológií a elektromobilov, ktoré sme videli v posledných rokoch. Objem svetového obchodu v pomere ku HDP bol vo výsledku v roku 2023 nižší než v roku 2013. Obchodná výmena medzi ekonomikami eurozóny a USA v posledných rokoch rástla. Bolo to však spôsobené skôr odklonom od obchodovania s inými krajinami než znížením vzájomných obchodných bariér (graf 5).

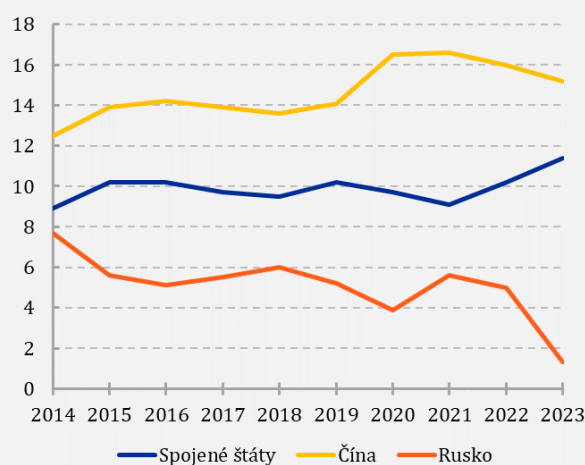
V špecifických situáciách môže obmedzovanie obchodu dávať ekonomický zmysel. Obchodné opatrenia môžu byť prospešné napríklad vtedy, keď iná krajina neprímerane podporuje svojich producentov s cieľom získať podiely na domácom trhu a využiť ich na zvyšovanie cien. Domáci spotrebiteľia z takejto podpory vlády inej krajiny profitujú no tieto výhody sú zväčša len dočasné. Po ovládnutí trhu môže nasledovať prudký nárast cien.

Graf 4: Dopad zavedenia jednostranných dovozných ciel na HDP eurozóny a USA (percentuálna zmena HDP)



Zdroj: Výpočty NBS podľa globálneho ekonomického modelu Oxford Economics. Poznámka: Graf zobrazuje odhad zmeny HDP v ekonomikách eurozóny a USA v prípade sprísnenia dovozných ciel na vzájomné importy ku koncu roka 2028 v porovnaní so základným scenárom. Uvažuje sa sprísnenie ciel o približne 10 %.

Graf 5: Podiel importov tovarov eurozóny od vybraných obchodných partnerov (v %)



Zdroj: Eurostat. Poznámka: Graf zobrazuje importy z troch vybraných krajín do eurozóny ako podiel na celkovom importe tovarov v percentách.



Frankfurtské hárky nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezентujú názory analytikov úseku meny, štatistiky a výskumu (ÚMS). Materiál neprešiel jazykovou úpravou. Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „Analytici ÚMS“.