

Obchodná dohoda zmiernila neistotu, no americké clá budú európsku ekonomiku brzdiť

- ☒ Dohoda odvrátila otvorenú obchodnú vojnu medzi USA a Európou
- ☒ Ústupky zo strany Európskej únie zabránili eskalácii problému a ďalšiemu rastu cien v Európe
- ☒ Firmy využili čas pred zavedením ciel na predzásobenie, čo dočasne nafúklo štatistiky ekonomického rastu
- ☒ Trhy reagovali úľavou a optimizmom, no neistota celkom nezmizla a riziká ostávajú (box)

Obchodná dohoda medzi USA a EÚ zažehnala hrozbu vyhrotenej obchodnej vojny. Na väčšinu európskych tovarov sa uplatňuje nové 15 % clo. Citlivé sektory ako farmaceutiká či polovodiče zostali zatiaľ ušetrené. Európa sa

rozhodla neuvaliť odvetné clá a namiesto toho ponúkla sériu ústupkov. Kompromis nateraz ochránil domácich spotrebiteľov pred rastom cien. Firmy vyviezli veľké objemy tovarov do USA ešte pred zavedením ciel, čo dočasne nafúklo hospodárske štatistiky.

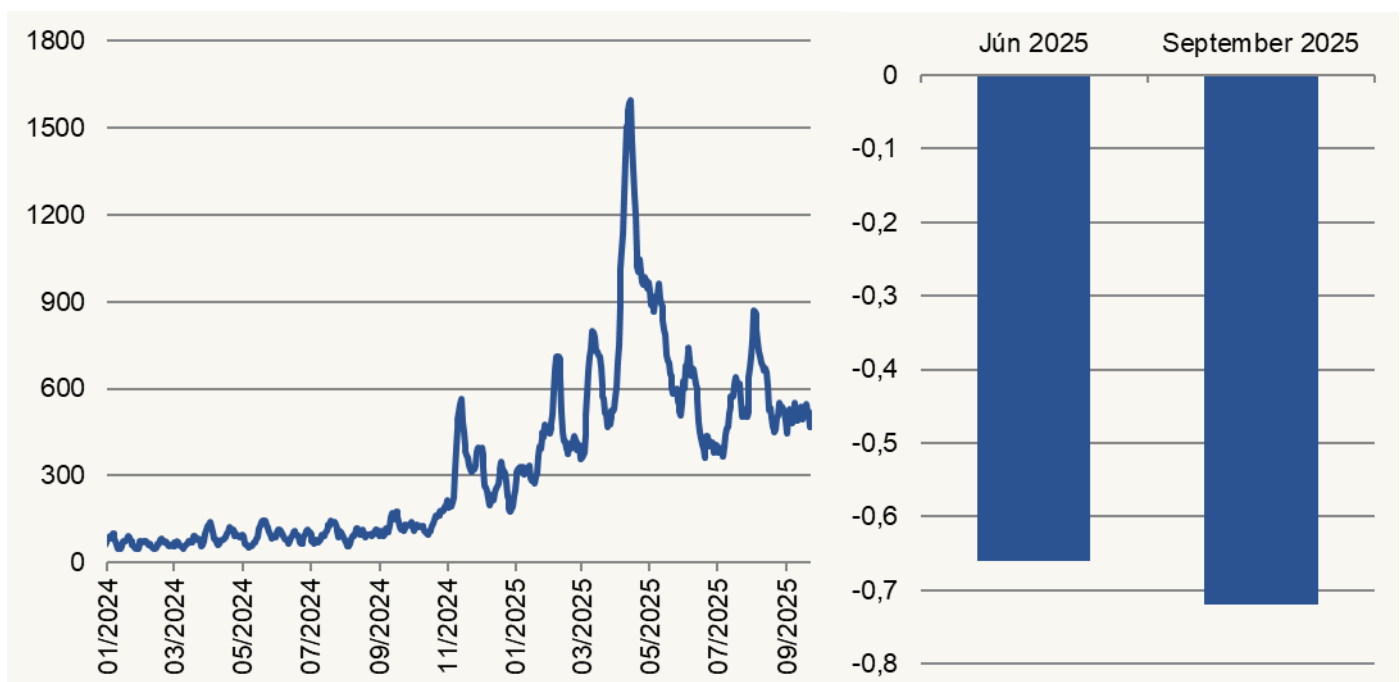
Náklady ciel sa zatiaľ premietajú najmä do nižších marží amerických dovozcov. Spotrebiteľia v USA pocítili zdraženie len čiastočne a inflácia z dovozov vzrástla iba mierne. Pre Európu je kľúčový ústup neistoty. Vďaka tomu sa výhľad rastu ekonomiky eurozóny zásadne nemení. Uvidíme mierny rast okolo 1 % ročne, pričom negatívny efekt ciel vyvažuje obnova dôvery a stability.

Optimizmus finančných trhov sprevádzajú pretrvávajúce riziká. Tomu zodpovedá aj nezvyčajný vývoj posledných týždňov – darilo sa súbežne rizikovým akciám aj bezpečným štátnym dlhopisom. Neistota nezmizla, no prostredie je pokojnejšie a stabilnejšie než na jar. Celkovo dohoda zlepšila náladu v európskej ekonomike, ktorá sa podľa ECB teraz nachádza „v dobrom stave“ na zvládnutie najbližších výziev.

Graf 1

Indikátor neistoty v obchodných politikách (index, vľavo)

Vplyv ciel a obchodnej neistoty na ekonomiku eurozóny (v percentách, vpravo)



Poznámka: Pravý graf vyjadruje kumulatívny vplyv ciel a obchodnej neistoty na HDP eurozóny od dnes po rok 2027. Hodnota stĺpca vyjadruje odhad, o koľko percent bude HDP eurozóny nižšie v roku 2027 v porovnaní so scenárom bez ciel a obchodnej neistoty.

Zdroj: Ľavý graf: [Caldara et al.](#), "Does Trade Policy Uncertainty Affect Global Economic Activity?". Pravý graf: [septembrová predikcia ECB](#).

Obchodná vojna bola odvrátená

Po mesiacoch napätia uzavreli koncom leta USA a EÚ zásadnú dohodu: na väčšinu európskych tovarov sa bude vzťahovať clo 15 %. Je to viac, než čakala ECB vo svojej júnovej prognóze, ktorá rátala s 10 %, ale stále menej, než hrozilo v prípade eskalácie. Clá zasiahnu aj citlivé odvetvia, vrátane automobilového sektora. Ten však pocíti istú úľavu, keďže dohodnuté plošné clá budú nižšie ako tie pôvodné vo výške 27,5 %.

Európa nenasadí odvetné clá

Pred uzavretím dohody mali obe strany pripravené prísnejšie opatrenia. V hre bola ďalšia eskalácia. USA hrozili zvýšením ciel až na 30 % a Európa plánovala odvetnú reakciu v prípade, že by nedošlo k dohode včas. Vyhrotenie situácie bolo zažehnané aj vďaka viacerým prísľubom EÚ, napríklad zvýšiť dovoz amerických energií či podporiť investície európskych firiem v USA. Rozhodnutie Európy neodpovedať odvetnými opatreniami, má viacero dôsledkov. Prvým je udržanie politických vzťahov s kľúčovým partnerom, ktoré majú presah aj na oblasť spoločnej bezpečnosti a vojenskej spolupráce. Druhým je, že EÚ sa tak pravdepodobne vyhne prudšiemu rastu cien.

Náklady zatiaľ nesú z veľkej časti americkí dovozcovia

Vyššie clá musí niekto zaplatiť. Prvou možnosťou je samotný európsky exportér. Ak chce ostať konkurencieschopný, môže znížiť ceny tak, aby finálna cena po zarátaní cla bola naďalej atraktívna. Analýzy¹ však naznačujú, že európske firmy v krátkom horizonte ceny exportov do USA neznižujú. Tovar tak hranicami zväčša prejde s drahšou cenovkou ako doteraz. Navýšené clá potom môžu zaplatiť ešte dve strany: americký importér v nižšej marži, alebo spotrebiteľ vo finálnych cenách v obchodoch. Ukazuje sa, že do spotrebiteľských cien sa premietne len asi tretina nárastu prírážky a zvyšok znášajú americké firmy. Vyplýva to aj z inflácie z dovozov v USA, ktorá stúpila len mierne.

Predikcia ECB je podobná ako v júni: vyššie clá, no menšia neistota

Firmy mesiace odkladali investície a rušili plány, pretože sa báli, že ich exporty čoskoro zdražia o desiatky percent. Dohoda tento strach zmiernila, keďže pravidlá sú jasnejšie a stabilnejšie. Nové clá síce zhoršujú podmienky oproti minulosti, avšak ich dosah na ekonomiku eurozóny je obmedzený (graf 1, vpravo). Keďže vývoz do USA tvorí dlhodobo len 3 až 5 % jej HDP, americké clá podľa predikcie ECB znížia do roku 2027 úroveň HDP eurozóny približne o 0,6 – 0,7 %. Tento odhad je podobný júnovej predikcii. Vyššie

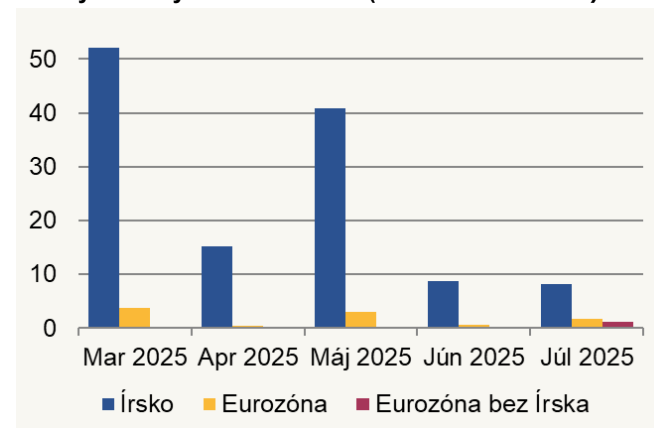
clá ekonomiku brzdia, no uzavretím dohody sa znížila neistota, čo je dobrou správou.

Mnohé firmy sa predzásobili

V prvej polovici roka firmy urýchlili exporty do USA, aby stihli dodať tovar ešte pred zavedením ciel. Eurozóna preto zaznamenala na jar nečakane silný rast. Najviac expandovali odvetvia, ktoré exportom do USA dominujú. Napríklad farmaceutický priemysel, ktorý tvorí až pätinu exportov eurozóny do USA. Aj preto prudko rástla ekonomika Írska. Jeho farmaceutický priemysel zahŕňa mnohé americké firmy, a tak jeho výkon vystrelil o desiatky percent. Prudký nárast exportov liekov dokonca citeľne posunul nahor aj celkové čísla eurozóny, ktorá by inak rástla len mierne (graf 2). Vývozy sa po predzásobení zatiaľ vrátili na svoj dlhodobý trend a neprepadli sa hlbšie (graf 3), čo môže naznačovať, že časť rastu môže byť aj trvalá. Írsko je dobrým príkladom toho, ako obchodná neistota dokáže zahýbať ekonomikou, keď firmy menia správanie v očakávaní najhoršieho.

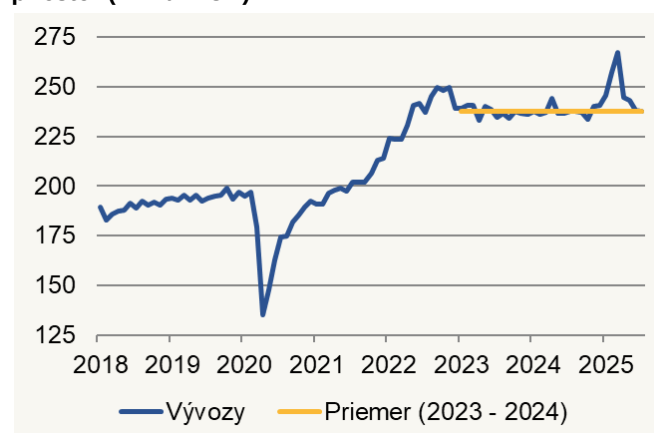
Graf 2

Priemyselná výroba Írska a EA (medziročná zmena)



Graf 3

Vývozy tovarov krajín eurozóny mimo vlastný obchodný priestor (v mld. EUR)



Zdroj grafov 2 a 3: Eurostat

¹ Odhady prenosu zvýšených ciel čerpáme zo štúdií [Amiti et al. \(2019\)](#), [Faigella et al. \(2020\)](#), [Amiti et al. \(2020\)](#) a [Cavallo et al. \(2021\)](#).

BOX: NA GLOBÁLNYCH FINANČNÝCH TRHOCH ZATIAĽ PREVAŽUJE OPTIMIZMUS

Finančné trhy sa aktuálne nachádzajú v solídnej kondícii. Akciové indexy v USA aj eurozóne sa držia na rekordných úrovniach alebo blízko nich, investori si pýtajú historicky nízku rizikovú prirážku za požičiavanie firmám (**graf 4**, vľavo) a ukazovatele neistoty klesli na nízke hodnoty naprieč triedami aktív (**graf 4**, vpravo). Tento „pokoj na trhoch“ potvrdzujú aj prieskumy investorov – známa sonda do nálad manažérov fondov od Bank of America (GFMS) ukázala najvyššiu mieru optimizmu od februára.

Pritom ešte na jar panovala na finančných trhoch úplne iná atmosféra. Po tzv. „Liberation Day“ trhy vystrašila vlna ciel a obavy z obchodnej vojny, pričom sa začalo hovoriť o globálnej recesii. Rizikové aktíva (akcie, firemné dlhopisy s nízkym ratingom) vtedy zažili citeľné prepady. Investori sa však medzitým opreli o silné firemné výsledky, rastúcu popularitu umelej inteligencie, prijatie daňového balíka v USA, a najmä o očakávania, že americká centrálna banka FED začne znižovať úrokové sadzby.

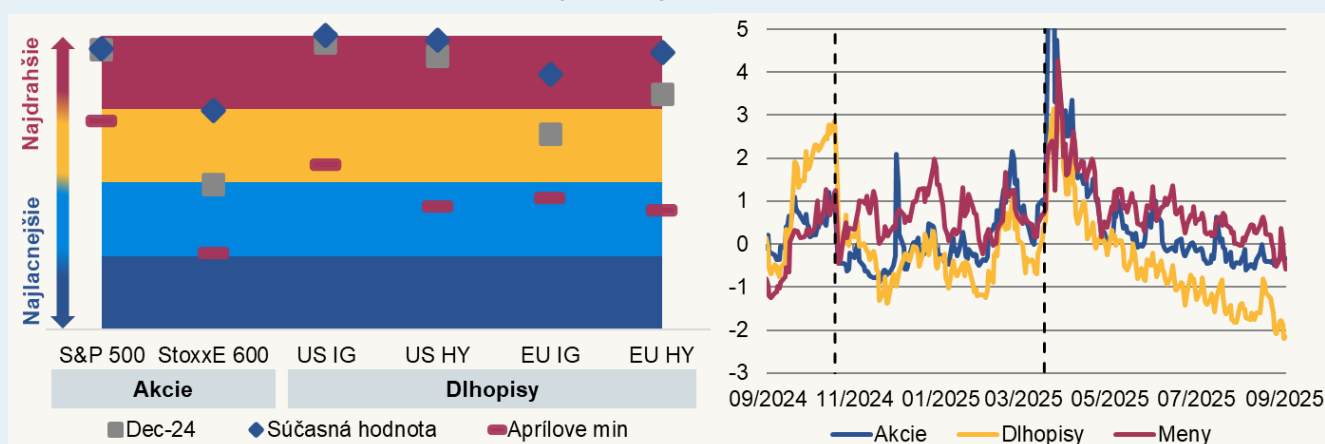
Trh dnes funguje podľa logiky „zlá správa je vlastne dobrá“. Slabšie čísla z ekonomiky tak znamenajú vyššiu šancu, že príde pomoc v podobe nižších úrokov. Z makro pohľadu zostáva ekonomika relatívne odolná. Rast sa síce spomaľuje, ale ani v USA, ani v Európe nie je recesia tým hlavným scenárom. V Európe hrá väčšiu rolu politická neistota, napr. súčasná vládna kríza vo Francúzsku, no trhy zatiaľ zostávajú relatívne pokojné.

S optimizmom však prichádza aj otázka, či finančné trhy nie sú príliš bezstarostné, resp. či sú cenové úrovne opodstatnené. Hodnoty akcií, najmä v USA, sa nachádzajú v pomere k očakávaným ziskom blízko historických maxím (**graf 4**, vľavo), pričom koncentrácia extrémne veľkých firiem na celkovom trhu sa zvyšuje. Podľa spomínaného prieskumu GFMS, rekordný počet manažérov vníma globálne akciové trhy ako nadhodnotené.

Nízka volatilita a silný sentiment predstavujú dvojsečnú zbraň. Na jednej strane stojí pokoj na trhoch, akoby sa riziká odsunuli do úzadia, na druhej strane, ocenenie aktív je mimoriadne vysoké. Táto kombinácia zvyčajne funguje pokiaľ ide všetko „podľa plánu“. Ak by sa však ukázalo, že spomalenie hospodárstva je vážnejšie, a/alebo napríklad masívne investície v súvislosti s umelou inteligenciou sa neprejavia vo zvýšených ziskoch, súčasné ceny aktív môžu byť neudržateľné. Trhy balansujú medzi optimizmom a krehkosťou a až vývoj v ďalších mesiacoch ukáže, ktorá z týchto strán nakoniec preváži.

Graf 4

Ohodnotenie vybraných tried aktív (historický percentil za 20 rokov, od 2005, vľavo)
Neistota v rámci tried aktív (Z-skóre implikovanej volatility, vpravo)



Zdroj: Bloomberg a výpočty NBS.

Poznámky ľavý graf: Pri akciových indexoch sa pozerá na 12-mesačný forward PE ratio – cena akcií v pomere k očakávaným ziskom v ročnom horizonte. Pri dlhopisoch, sa pozerá na rizikové prirážky. IG predstavujú dlhopisové indexy s investičným pásmom a HY (High Yield) s neinvestičným ratingom. Aprílové dáta sa vzťahujú k 8-9. aprílu, keď vo viacerých prípadoch nastalo lokálne minimum nasledujúce po Liberation day. Údaje k 19.09.2025.

Poznámky pravý graf: Z-skóre zobrazuje odchýlku od priemerných hodnôt volatility od začiatku 2024. Akcie reprezentuje VIX index, čo je 1-mesačná implikovaná volatilita S&P 500 indexu. Dlhopisy reprezentuje MOVE index, čo je 1-mesačná implikovaná volatilita US vládných dlhopisov. Meny reprezentuje 1-mesačná implikovaná volatilita EURUSD menového páru. Údaje k 19.9.2025.