

obsah

Clá na obchodný deficit USA „nezabrali“

2

Hlavným motívom zavádzania cieľ zo strany USA bolo najmä záporné saldo ich obchodnej bilancie. Prezident Trump je presvedčený, že obchodná bilancia je indikátor, ktorý svedčí o sile a postavení danej ekonomiky. Posledné výsledky však hovoria o presnom opaku toho čo chcel Trump dosiahnuť. Deficit narástol na 10 ročné maximum a výrazne sa zhoršil počas obdobia jeho vládnutia. Hlavnou príčinou nárastu je expanzívna fiškálna politika, ktorú prezident presadzuje. Skupina amerických ekonómov zistila zo skúmania dát o importovaných tovaroch, že exportéri do USA neplatia žiaden „účet“, ako sľuboval prezident USA. Všetko platia americkí spotrebiteľia a firmy. Dovoz tovarov z krajín zaťažovaných clami výrazne poklesol. Čiastočne bol nahradený domácimi produktami, avšak výrazná časť dopytu bola uspokojená dovozom tovarov z iných krajín. Drahšie vstupy do výroby z domácej produkcie, ktorá na jednej strane vytvorí nové pracovné príležitosti, znamenajú nižšiu konkurencieschopnosť iných domácich odvetví, kde pracovné miesta na druhej strane ubúdajú.

Aktualizácia prognózy ekonomiky

3

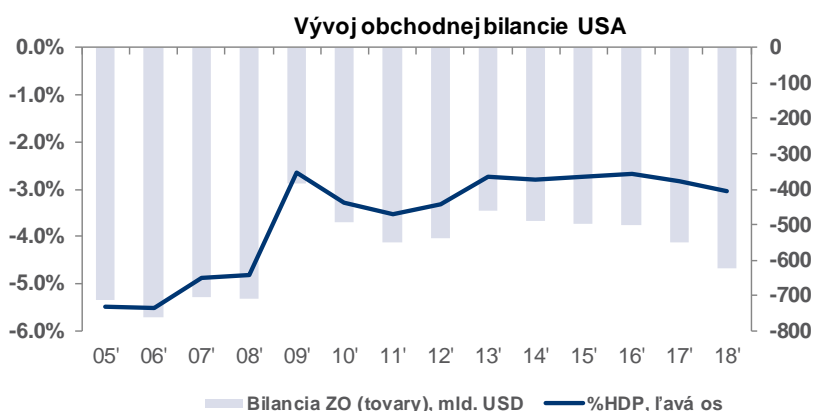
Správy o kondícii nemeckého priemyslu sa stále nezlepšujú. Predstihové indikátory z nemeckého priemyslu nezastavili svoj pád ani v marci a naznačujú, že napriek zdánlivej stabilizácii situácie z januára 2019 sa musíme prepraviť na ďalšie zlé čísla. Sektor služieb, ktorý je pre ekonomiku dôležitejší, si však žije svojim životom a ďalej rastie. Pokiaľ sa vo svete nič vážne nestane, tak by sa nemecký priemysel mal postupne pozviechať aj keď žiadne zázračné oživenie nečakáme. Aj súčasné poklesy v priemysle nás nútia znížiť odhad rastu slovenskej ekonomiky na 3,5%. Aj keď ďalšie roky nás nenapíňajú prehnánym optimizmom, neočakávame, že na Slovensko príde ozajstná ekonomická recesia.

Kontakty:

robert_prega@tatrabanka.sk, juraj_valachy@tatrabanka.sk, boris_fojtik@tatrabanka.sk, tibor_lorincz@tatrabanka.sk

"Trade wars are good and easy to win" -
Trump, marec 2018

Obchodný deficit za rok 2018 dosiahol po
zavedení nových cieľ 10 ročné maximum.



Zdroj: Macrobond, Tatra Banka RESEARCH

Uzávierka dát: 3.4.2019

Zverejnené na internetovej stránke www.tatrabanka.sk a zaslané klientom: 3.4.2019

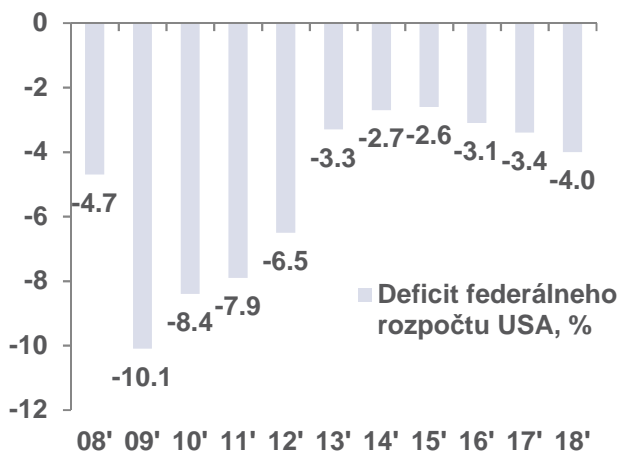
Clá na obchodný deficit USA „nezabrali“

Je tomu rok, čo D. Trump zaviedol clá na hliník a oceľ so zámerom posilniť americkú ekonomiku a zabezpečiť pre ňu nové pracovné miesta. Zvýšené clá si mali „odniesť“ exportéri a nie americkí spotrebiteľia. Pripomeňme si, čo bolo pred rokom jednou z hlavných Trumpových motivácií a aké výsledky sa mu po celom roku 2018, kedy nové pravidlá fungovali, podarilo dosiahnuť.

Hlavným motívom zavádzania ciel zo strany USA bolo najmä záporné saldo ich obchodnej bilancie. Vysoký obchodný deficit a potrebu jeho redukcie považuje časť súčasnej vlády za dostatočne veľký dôvod na to, aby si zdôvodnili politiku jednostranného zvyšovania ciel. No nielen politici, ale aj niektorí ekonómovia poukazujú na túto nerovnováhu americkej ekonomiky. Jej riešenie však nevidia v dvíhaní ciel a obmedzovaní voľného obchodu.

Pre USA to však rozhodne nie je nová situácia. Za posledných zhruba 40 rokov funguje ekonomika USA neustále so záporným saldom obchodnej bilancie. Otázkou znížovania obchodného deficitu sa Američania snažili riešiť už v 80. rokoch známou dohodou Plaza Accord. Koordinovanou politikou centrálnych bánk Francúzska, západného Nemecka, Británie a Japonska sa mala znížiť hodnota amerického doláru. Cieľom bolo zatriktívniť americký export a tým vybalansovať vysoké obchodné deficity. Alternatívou boli aj v tej dobe vyššie clá. Čiastočne bola táto snaha úspešná, ale ani vtedy nedokázali dosiahnuť ani len vyrovnané saldo bilancie.

Deficit verejných financií USA, %



Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

V komplexnom ekonomickom svete je relevancia tohto indikátora ako ukazovateľa sily a úspechu krajiny veľmi otázna. Hovorí nám skôr o dlhodobom nedostatku tvorby úspor v USA a nadmernej spotrebe, ktorá je financovaná zahraničným kapitálom prúdiacim do USA. Preň je táto krajina atraktívna ako bezpečný prístav. Obchodná bilancia sa častokrát vyvíja protichodne s ekonomickým vývojom v USA. Keď sa krajine darí, deficit rastie a naopak v roku 2009 počas hlbokej krízy sa deficit výrazne znížil.

Preto je interpretácia tohto ukazovateľa do značnej miery problematická.

Trump, známy svojimi kontroverznými vyjadreniami okrem iného povedal, že vyhrať obchodnú vojnu bude pre nich jednoduché. Tí čo o tom už pred rokom pochybovali majú dnes v rukách prvé tvrdé dáta a fakty, ktoré svedčia o oprávnenosti ich skepticizmu. Ak by sme teda prijali Trumpove presvedčenie, že obchodná bilancia je indikátor, ktorý svedčí o sile a postavení danej ekonomiky, posledné výsledky hovoria o presnom opaku ako chcel Trump dosiahnuť.

Deficit narástol na 10 ročné maximum a výrazne sa zhoršil počas obdobia jeho vládnutia. Hlavnou príčinou nárastu je expanzívna fiškálna politika samotného Trumpa. Daňové škrtky, ktoré zvýšili deficit verejných financií USA, zároveň posilnili dolár. Silnejšia mena zlacňuje dovážané a predražuje vyvážané tovary - tým pádom podporuje nárast obchodnej bilancie.

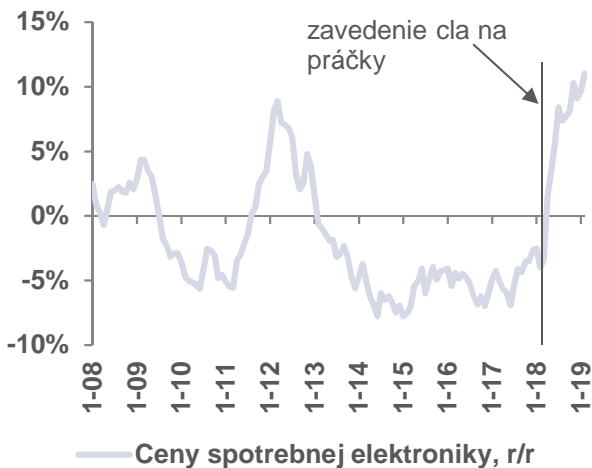
Vzhľadom na spomínanú nejednoznačnosť interpretácie obchodnej bilancie sa pozrime aj na ďalšie argumenty, ktoré hovoria jasnejšou rečou. Tie zároveň vyvracajú ďalšie Trumpove tvrdenie o tom, ako zvýšené clá zaplatia samotní exportéri do USA. Známy americký ekonóm Paul Krugman vo svojom blogu uvádza, že počas roka 2018 zaviedla Trumpova administratíva clá na zhruba 12 % všetkých importov. Viaceré z nich sú v platnosti dosť dlho na to, aby sme vedeli vyhodnotiť ich prvé účinky.

Skupina amerických ekonómov zistila zo skúmania dát o importovaných tovaroch, že exportéri do USA neplatia žiaden „účet“, ako sľuboval prezident USA. Všetko platia americkí spotrebiteľia a firmy. A tieto zvýšené náklady dokonca prevyšujú príjem americkej vlády z nových ciel - t.j. Amerika ako celok je chudobnejšia. Trumpova predstava, že clá zaplatia zahraničné firmy, by v realite musela byť sprevádzaná poklesom cien tovarov, na ktoré boli tieto clá uvalené. Tým by sa kompenzoval efekt cla na konečnú cenu pre amerického spotrebiteľa alebo importéra. No realita je iná. Potvrďuje to porovnanie vývoja cien rôznych skupín tovarov dovážaných do USA. Cenový vývoj clami zaťažených tovarov poukazuje na ich plné premietnutie do konečnej ceny. Tento cenový nárast sa podpísal aj na výrazných zmenách spotrebiteľského správania. **Dovoz tovarov z krajín zaťažených clami výrazne poklesol. Čiastočne bol nahradený domácimi produktami, avšak výrazná časť dopytu bola uspokojená dovozom tovarov z iných krajín.** Čiže ak niekto nakupoval predtým v Číne dnes dováža napríklad z Vietnamu alebo Mexika.

Práve tieto zmeny v správaní sú kľúčom k pochopeniu, že clá ochudobnili USA. Predstavme si, že spotrebiteľia/importéri by nezmenili svoje správanie ani po uvalení ciel. Sice by platili by za tovar o 25 % viac, no celý výnos by sa premietol do navýšenia vládnych príjmov. Z makroekonomického pohľadu sa príjmy nezmenili, administratívnym zásahom boli iba presunuté z rúk importérov do vládneho rozpočtu.

Avšak pri zmene správania, ktorá po uvalení ciel nastala, sa udialo niečo iné. Importéri si našli dodávateľov, ktorí sa v novej situácii stali oproti dodávateľom zaťažených clami cenovo konkurencieschopní. Importéri si teda našli najvýhodnejších dodávateľov v novej situácii. Za tovar však platia viac ako predtým a vláda na clách nezíska navyše ani dolár a krajina ako celok je chudobnejšia.

Vplyv ciel na ceny spotrebnej elektroniky



Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

V porovnaní s predošlou situáciou je makroekonomicky výhodnejšie ak sa importéri preorientujú na domácich dodávateľov. Napriek tomu však pre ekonomiku vznikajú, v porovnaní so situáciou pred zavedením ciel, negatívne efekty v podobe nákladov obetovanej príležitosti. Na konci dňa importéri nakupujú drahšie tovary a ekonomika mohla tieto zdroje využiť na produkciu niečoho iného. **Drahšie vstupy do výroby z domácej produkcie, ktorá na jednej strane vytvorí nové pracovné príležitosti, znamenajú nižšiu konkurencieschopnosť iných domácich odvetví, kde pracovné miesta na druhej strane ubúdajú.**

Trumpovo prezidentovanie v tomto volebnom období je vo svojej druhej polovici. Dnes vieme povedať, že aj vďaka jeho opatreniam sa obchodný deficit USA zvýšil, aj keď zámer bol opačný. V jeho ponímaní ekonómie je obchodná bilancia vysvedčením pre ekonomiku. A práve v tomto ukazovateli sa mu podarilo stav ešte „zhoršiť“. Popritom sa mu však podarilo prispieť k prehrievaniu americkej ekonomiky, zvýšiť ceny pre domácich importérov a spotrebiteľov. No najmä sa mu na isté obdobie podarilo narušiť dlhodobý trend posilňovania medzinárodného obchodu, z ktorého benefituje celý svet.

Autor: Boris Fojtík, ekonomický analytik, Tatra banka, a.s.
Editor: Juraj Valachy, senior ekonomický analytik, Tatra banka, a.s.

Posúvame odhad rastu HDP nadol

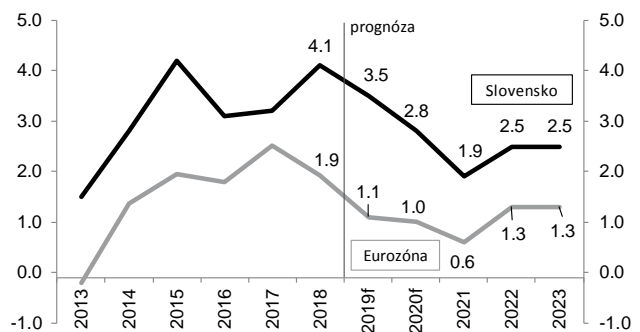
Minulý mesiac sme písali podrobnejšie o tom, že **ekonomická situácia v západnej Európe sa zhoršuje**. Ide najmä o priemysel, ktorého výkon sa prakticky z mesiaca na mesiac zhoršuje. Aj keď ešte zďaleka nemožno hovoriť o recesii, **k posunu prognóz rastu slovenskej ekonomiky je nevyhnutné pristúpiť**.

Náš materský Raiffeisen Research predpokladá, že ekonomika eurozóny tento rok porastie o 1,1%, no v ďalších rokoch neočakávajú žiadne zrýchlenie rastu, skôr naopak. V roku 2020 očakávajú rast na úrovni 1,0% a v roku 2021 dokonca len 0,8%. Až po týchto troch slabých rokoch očakávajú návrat rastu ekonomiky na úroveň 1,3%, čo je vlastne rovnovážna úroveň. Jednoducho

povedané, počas ostatných 2-3 rokov sme si ekonomicky nadbehli a teraz sa opäť musíme dostať späť na rovnovážnu úroveň. Stále však ide o rast s kladným znamienkom, aj keď v priemere o polovicu pomalším ako v rokoch 2015-2018.

Dopad na Slovensko je pomerne jasný. Naša previazanosť so západnou Európou je dlhodobo známa a každé zaváhanie v ekonomike západných susedov okamžite cítime aj u nás. **V rokoch 2019-2020 by však mal byť náš rast podporený 3 faktormi, ktoré by ho mali udržiavať o niečo rýchlejší ako by naznačovala samotná prognóza rastu eurozóny.** Prvým je samozrejme nábeh výroby v závode Jaguar Land Rover, čo sa prejaví na makroštatistikách najmä v roku 2019. Druhým je čerpanie EU fondov, ktorých programovacie obdobie končí v roku 2020 a v minulosti sme videli veľký finiš čerpania peňazí práve ku koncu obdobia. Tretím je výstavba infraštruktúry, ktorá by v roku 2019-2020 mala byť väčšia ako v roku 2018 je očakávaný rast vládnych výdavkov vo volebnom roku 2020.

Rast HDP, medziročne v %

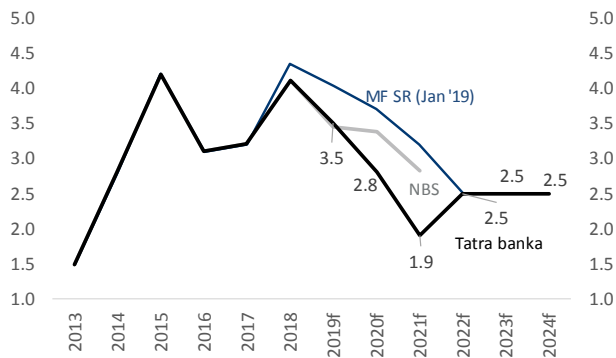


Zdroj: Macrobond, Raiffeisen a Tatra banka RESEARCH

Ak sa nič vážne mimo Slovenska nepokazí, tak **rast našej ekonomiky by mal v roku 2019 dosiahnuť 3,5%, v roku 2020 úroveň 2,8% a ďalšom roku 1,9%**. Neočakávame teda žiadnu recesiu, len spomalenie rastu. No rast pod úrovňou 2% už bude znamenať aj mierny rast nezamestnanosti a spomalenie rastu platov či inflácie. **Takže v roku 2020-2021 papierovo nepôjde o recesiu, no pocit z dobrej ekonomickej situácie už nebude taký ako v roku 2017-2018.**

Naša prognóza celkového rastu HDP Slovenska na rok 2019 je rovnaká ako najčerstvejšia prognóza z dielne NBS. No ich očakávania na ďalšie roky 2020-2021 sú z nášho pohľadu optimistickjšie. Ministerstvo Financii má najnovšiu prognózu z prelomu januára a februára 2019 a tá je oproti našej jasne optimistickjšia. Pravdou ale je, že sa rozhodovali na základe dát z januára a počas februára a marca prišli zo západnej Európy v podstate len zlé správy.

Rast HDP, medziročne v %



Zdroj: Macrobond, NBS, IFP MF SR, Tatra banka RESEARCH

Čo možno čakať v najbližších rokoch?

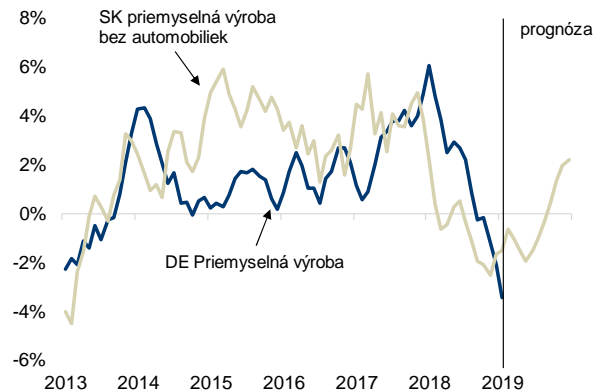
- **Priemerný rast plátov v roku 2019 by mal byť stále veľmi silný** aj vďaka plošnému rastu tarifných plátov v celom verejnom sektore o 10%, dokonca by mal prekonať aj rok 2018. V ďalších rokoch 2020-2022 očakávame už len pomalšie rasty vzhľadom na celkové výrazné spomalenie ekonomiky
- **Rast zamestnanosti tento rok bude len polovičný oproti roku 2018, v roku 2020 zase polovičný oproti 2019 a nakoniec v roku 2021 očakávame už rast nezamestnanosti**
- Vzhľadom na neisté vyhliadky do budúcnosti budú **firmy veľmi opatrne investovať a teda objem investícií v rokoch 2019-2021 bude len tesne prekónávať úroveň z roku 2018**

Aké sú predpoklady našej prognózy

- **Jeden z kľúčových predpokladov je, že neustály pokles výkonu nemeckého resp. európskeho priemyslu sa zastaví, pár mesiacov ostane na stabilizovanej úrovni a potom sa postupne vráti na hodnoty z prvej polovice roku 2018.** Áno,

je to silný predpoklad. Pokiaľ pád nemeckého priemyslu bude pokračovať až do leta, tak so sebou strhne aj sektor služieb, ktorý je doteraz imúnny a žije si svojím životom. Potom by už začalo prepúšťanie a spustila by sa ozajstná recesia. Zatiaľ však predpokladáme, že takýto scenár nenastane.

Rast priemyselnej výroby, medziročne v %



Zdroj: Macrobond, Tatra banka RESEARCH

- **Clá na dovoz európskych áut do USA nebudú uvalené** a teda našim exportérom sa bude naďalej dariť vyvážať luxusné SUV do USA. Keby sa zaviedli ohlasované clá na úrovni povedzme 25%, tak by sme to okamžite pocítili znížením rastu oca o 0,5%.
- **Brexit sa uzavrie nejakou slušnou dohodou**, čo bude mať síce negatívny dopad na ekonomiky na oboch stranách Lamanchského prielivu, no nepôjde o chaotický stav, ktorý bude znamenať zamedzenie toku tovarov. Pokiaľ Brexit naozaj skončí bez dohody, tak sa rast našej ekonomiky zníži o 0,5%.

Autor: Juraj Valachy, senior ekonomický analytik, Tatra banka, a.s.
Editor: Boris Fojtík, ekonomický analytik, Tatra banka, a.s.

	3.4.2019				
Eurozóna	17:41	06/2019	09/2019	12/2019	03/2020
ECB kľúčová sadzba	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1M	-0.37	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
Euribor 3M	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
Euribor 6M	-0.23	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25
Euribor 12M	-0.11	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Nemecký bund 2Y	-0.59	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60
Nemecký bund 5Y	-0.44	0.00	0.00	-0.30	-0.30
Nemecký bund 10Y	0.01	0.40	0.40	0.20	0.20

	3.4.2019				
USA	17:41	06/2019	09/2019	12/2019	03/2020
Fed funds	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
Libor 3M	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60
T-Notes 5Y	2.32	2.50	2.60	2.30	2.00
T-Notes 10Y	2.51	2.60	2.60	2.30	2.10

	3.4.2019				
Kľúčové sadzby centrálnych bánk	17:41	06/2019	09/2019	12/2019	03/2020
Česká republika	0.75	2.00	2.00	2.00	1.75
Poľsko	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
Maďarsko	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90

	3.4.2019				
Devízové kurzy	17:41	06/2019	09/2019	12/2019	03/2020
EUR/USD	1.12	1.13	1.15	1.17	1.19
EUR/CHF	1.12	1.14	1.14	1.15	1.16
EUR/CNY	7.53	7.80	7.82	7.84	7.91
USD/CNY	6.71	6.90	6.80	6.70	6.65
EUR/CZK	25.71	25.80	26.00	26.30	26.40
EUR/HUF	320	320	320	320	320
EUR/PLN	4.29	4.30	4.35	4.30	4.30
EUR/RON	4.75	4.75	4.80	4.80	4.85

Ekonomika SR	2016	2017	2018e	2019f	2020f
HDP, reálne ceny, % r/r	3.1	3.2	4.1	3.5	2.8
HDP, nominálne v mld. EUR	81.2	84.9	90.2	95.1	99.5
Spotreba domácností, reál. ceny, % r/r	2.9	3.5	3.0	3.5	2.5
Investície, reál. ceny, % r/r	-9.4	3.4	6.8	2.0	1.0
Priemyselná produkcia, % r/r	3.7	3.0	4.6	3.5	1.5
Zamestnanosť, ESA ¹ % r/r	2.4	2.2	2.0	1.1	0.6
Nezamestnanosť, VZPS ² , %	9.7	8.1	6.6	5.8	5.6
Nominálne mzdy, % r/r	3.3	4.6	6.2	7.0	4.5
Inflácia, priemer, % r/r	-0.5	1.3	2.5	2.3	2.0
Inflácia, koniec obdobia, % r/r	0.2	1.9	1.9	2.3	2.0
Ceny priemyselných výrobcov, % r/r	-4.3	1.9	4.9	3.0	2.0
Deficit verejných financií, % HDP	-2.2	-0.8	-0.6	0.0	0.0
Verejný dlh, % HDP	51.8	50.9	48.7	47.3	46.1

¹⁾ na základe podnikových štatistík

²⁾ výberové zisťovanie pracovných síl

Upozornenie:

Súbor informácií obsiahnutý v tomto dokumente (ďalej len "Informácie") nie je návrhom, verejným návrhom na uzatvorenie zmluvy, časťou zmluvy, pokynom, marketingovým oznámením, investičným poradenstvom, investičným odporúčaním, vyhlásením verejnej obchodnej súťaže, verejným prísľubom, verejnou ponukou alebo výzvou na upísanie cenného papiera v zmysle všeobecne záväzných právnych predpisov platných na území Slovenskej republiky. Tieto Informácie majú výhradne informatívny charakter a nenahrádzajú nevyhnutnú odbornú starostlivosť v oblasti poskytovania investičných služieb.

Tatra banka, a.s., so sídlom Hodžovo námestie 3, 811 06 Bratislava 1, IČO: 00 686 930, zapísaná v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, oddiel Sa, vložka číslo 71/B (ďalej len „Tatra banka, a.s.“) pri spracovaní Informácií postupovala s maximálnou starostlivosťou, a to najmä pri výbere Informácií z verejne dostupných zdrojov, ktoré použila pri spracovaní Informácií. Tatra banka, a.s. nezodpovedá za úplnosť a presnosť poskytovaných Informácií, ani za ich nesprávne použitie a aplikáciu. Použitím Informácií uvedených v tomto dokumente nevzniká právo na náhradu prípadnej škody alebo jej časti. Vyjadrenia a stanoviská prezentované v rámci Informácií sa nemusia zhodovať s vyjadreniami a stanoviskami Tatra banky, a.s. ani iných subjektov.

V prípade, ak sú medzi Informáciami uvedené aj údaje o výkonnosti akéhokoľvek finančného nástroja, či už v minulosti alebo ako odhad do budúcnosti, potom Tatra banka, a.s. upozorňuje na skutočnosť, že sa nejedná o spoľahlivý ukazovateľ o výkonnosti v budúcnosti.

Obsah tohto dokumentu nebol skontrolovaný žiadnym orgánom dohľadu. Klientom sa odporúča postupovať s primeraným uvážením vo vzťahu k Informáciám uvedeným v tomto dokumente a v prípade akýchkoľvek pochybností vo vzťahu k Informáciám uvedeným v tomto dokumente, odporúčame klientom aby sa poradili s príslušnými odborníkmi.

Daňový režim závisí od individuálnej situácie klienta a v budúcnosti sa môže zmeniť.

Sprístupnenie Informácií obsiahnutých v tomto dokumente sa riadi právnym poriadkom Slovenskej republiky. Tatra banka, a.s. ani ďalšie subjekty, ktorých produkty a služby môžu byť spomenuté v rámci Informácií, nezodpovedajú za možnosť použitia týchto produktov a služieb mimo územia Slovenskej republiky a taktiež nezodpovedajú za to, či použitie týchto Informácií je v súlade so zákonmi alebo s inými všeobecne záväznými právnymi predpismi iných krajín.

Akékoľvek preberanie Informácií uvedených v tomto dokumente je povolené bez predchádzajúceho písomného súhlasu Tatra banky, a.s. len v rozsahu zákonnej licencie v zmysle zákona č. 618/2003 Z.z. o autorskom práve a právach súvisiacich s autorským právom (Autorský zákon) v znení neskorších predpisov.