

S

E

re

private banking

Svet
v tieni
cla



TATRA BANKA



Príhovor 4

Komentár analytika

Neistota aj sadzby na ústupe. Rok 2025 v znamení zmien 5

TAM Times

Úspešných 10 rokov s fondmi Private Growth[™] 10

Colná vojna

Clá ako mocenský nástroj či ochrana trhu. Ako sa menil pohľad ekonómov?	12
2025: Spojené štáty proti celému svetu	15
2018: Kapitálové trhy pod tlakom ciel a neistoty	19
2019: Hrozba ciel, sila diplomacie. Francúzska digitálna daň v skúške obstála	24
1986: Ako sa začala najdlhšia obchodná vojna Severnej Ameriky?	26
1932: Keď clá rozdelili Britániu a Írsko	30
1930: Hranice namiesto obchodu: Colný zákon Smoot-Hawley	34
1892: Mélinova tarifa alebo protekcionizmus po francúzsky	38

Inovácie

Digitálna transformácia Tatra banky:
Ako mobilná aplikácia mení spôsob správy financií 40

Škola investora

BlackRock Multi Alternatives Growth Fund: Unikátna investičná príležitosť	44
Podnikové dlhopisy: Financovanie pre firmy, výnos pre investorov	48
Elektrická budúcnosť na dosah s Tatra Leasingom	52



Vážení klienti,

téma ciel a colnej politiky sa v poslednom čase skloňuje čoraz častejšie, najmä v súvislosti s politickými krokmi americkej administratívy a prezidenta Donalda Trumpa. Podobný scenár sme zažili aj približne pred siedmimi rokmi, počas jeho prvého funkčného obdobia. Mnohí ekonómovia správne predpokladali opätovné roztočenie colného kolotoča.

Zatiaľ čo v prvej colnej vojne sa americký prezident zameriaval skôr na konkrétne odvetvia, tentoraz spustil vysoko agresívnu obchodnú politiku naprieč širokým spektrom tovarov. Zavádzanie a následné pozastavovanie ciel takmer na dennej báze vyhnalo hodnotu indexu ekonomickej neistoty na najvyššiu úroveň od roku 1985, odkedy tento index poznáme v súčasnej podobe. Efektívna colná sadzba sa tak pohybuje na najvyšších úrovniach za posledné storočia.

Hoci sa táto téma objavuje v médiách a diskusiách vo zvýšenej intenzite najmä v poslednom období, nejde o nový nástroj hospodárskej politiky. Prvé formy ciel existovali už 2 000 rokov pred našim letopočtom v Mezopotámii a Babylone. Rovnako sa využívali v starom Egypte, Grécku alebo Ríme v podobe prístavných ciel alebo dane z obchodu.

Ani sformovanie jednotlivých ekonomických smerov neprinieslo jasný postoj k colnej politike, ktorý naďalej osciloval medzi protekcionizmom a liberalizmom. Súčasný pohľad na clá naznačuje posun od tradičného voľného obchodu k viac strategickému a spravodlivému prístupu.

Ekonóm David Ricardo tvrdil, že žiadna krajina nikdy nezbohatla obmedzovaním obchodu, ale mnohé zbohatli jeho liberalizáciou. Vo výsledku však vyvážený prístup, ktorý kombinuje ochranu domácich záujmov s globálnou spoluprácou, môže byť kľúčom k udržateľnému a spravodlivému obchodnému prostrediu. V praxi preto colná politika zostáva kompromisom medzi ekonomickou efektívnosťou, národnými záujmami a geopolitickými stratégiami.

Ako je už zvykom, život neprináša len obdobia rastu a ekonomickej stability. Patria doň aj obdobia neistoty. Práve tie nás vo výsledku robia silnejšími. Fakt, že vy, naši klienti, s nami kráčate v dobrých, ale aj ťažších momentoch, je pre nás záväzkom a inšpiráciou poskytovať služby, ktoré podporia vaše finančné ciele a stabilitu.

Ďakujeme za vašu prejavenu dôveru v neustále sa meniacom ekonomickom prostredí a tešíme sa, že môžeme stáť ako silný partner po vašom boku.

S úctou

Richard Zpěvák
privátny bankár – profesionál Tatra banky



Vážení klienti,

v tomto vydaní časopisu sa venujeme téme ciel a sankcií, ktoré sú už celé stáročia nástrojom hospodárskej politiky. Prvé dobre zdokumentované ekonomické sankcie siahajú až do obdobia peloponézskych vojen v roku 433 pred našim letopočtom. Atény v tom čase zakázali Megare, neďalekému mestskému štátu, prístup na svoje trhy a do prístavov. Ďalším významným príkladom je kontinentálna blokáda počas napoleonských vojen, keď Napoleon obmedzil obchod s Veľkou Britániou. A, samozrejme, aktuálne sankcie, ktoré si vymieňajú štáty navzájom.

Sankcie môžu byť účinným nástrojom na presadzovanie medzinárodného práva bez použitia vojenskej sily. Vytvárajú tlak na zmenu správania štátov alebo režimov, čím podporujú diplomatické riešenie konfliktov. Často vedú k poklesu ekonomického rastu, obmedzeniu obchodu a investícií. Paradoxne však môžu posilniť režimy, proti ktorým sú namierené. Clá a sankcie sú teda dvojsečným nástrojom. V článkoch tohto čísla nájdete podrobnejšie analýzy historických príkladov aj súčasných trendov.

Verím, že vás články v našom magazíne zaujali aj počas roku 2025, ktorý sa blíži k svojmu záveru. Rád by som vám vyjadril úprimné poďakovanie za dôveru, ktorú ste nám počas celého roka prejavovali. Vaša spolupráca je základom, na ktorom stavíme naše služby a inovácie. Privátne bankovníctvo sa zakladá na partnerstve, porozumení a dlhodobej vízii – a vďaka vám môžeme naplňovať naše poslanie byť spoľahlivým sprievodcom pri správe vášho majetku.

Do nového roka vám prajeme pevné zdravie, veľa úspechov a spokojnosti v osobnom aj pracovnom živote. Veríme, že rok 2026 prinesie nové príležitosti, ktoré spoločne premeníme na úspech.

Ďakujeme, že ste s nami.

S úctou

Marek Neckár
riaditeľ odboru privátneho bankovníctva
Tatra banky

Neistota aj sadzby na ústupe. Rok 2025 v znamení zmien

Text: Boris Fojtík
Komentár analytika pokrýva vývoj
a prognózy aktuálne k 11. 11. 2025

Uzatvorenie dohody o clách medzi USA a Európskou úniou bolo hlavnou ekonomickou témou prvého polroka. Zmiernenie neistoty, ktoré sa dohodou dosiahlo, prospelo aj nálade v Európe. Spolu s nižšími sadzbami na oboch stranách Atlantiku sa tak mierne zlepšuje výhľad do ďalších mesiacov.

Pozitívny efekt uzatvorenej dohody na sentiment priemyselných manažérov v Európe však nemal dlhé trvanie. **Klesajúca konkurencieschopnosť európskeho priemyslu stlačila index PMI opäť k hodnote 50, teda na hranicu oddeľujúcu rastové pásmo od pásma ekonomického poklesu.** Na razantnejšie zvýšenie sentimentu v Európe bude potrebné viac ako len dohodu s USA, ktorá pri medziročnom porovnaní vo finále zhoršuje podmienky na export do USA.

Najväčší exportér, Nemecko, si situáciu s klesajúcou konkurencieschopnosťou uvedomuje aj na najvyšších úrovniach. V októbri sa preto konalo stretnutie zástupcov vlády so zástupcami automobilového priemyslu. Nemecký kancelár Friedrich Merz sa po stretnutí vyjadril, že bude proti ukončeniu využívania spaľovacích motorov po roku

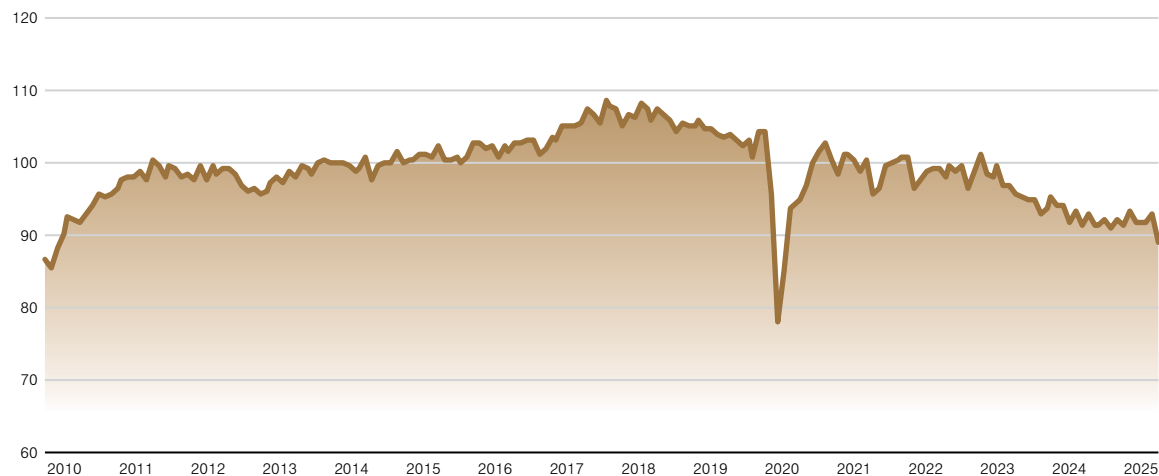
2035 v EÚ. Jedným z dôvodov je, že nemecké automobilky ešte nebudú pripravené konkurovať čínskym dovozcom. Vývoj priemyselnej produkcie „motora Európy“ potvrdzuje problém, ktorý má dlhodobější charakter. Objem produkcie sa znižuje už od roku 2017. Zvýšené ceny energií ešte zhoršili situáciu a prepád produkcie sa v roku 2023 zrýchlil. **Výkonnosť nemeckého priemyslu sa tak dostala na úroveň roku 2010.**

Význam menového kurzu EUR/USD

Od roku 2010 hral pritom výmenný kurz eura voči doláru v prospech exportérov, a teda aj v prospech vývozu

Graf 1: Vývoj priemyselnej produkcie Nemecka

(v Index, SA)



Zdroj: Macrobond

nemeckej priemyselnej produkcie. Euro sa do roku 2022 postupne oslabovalo, čím sa tovary vyvážané do USA stali lacnejšími o desiatky percent. Po období stagnácie však začalo od začiatku roka 2025 euro voči doláru opäť posilňovať. Príčinou bolo oslabovanie záujmu o dolár pod vplyvom očakávaného znižovania úrokových sadzieb Federálneho rezervného systému (Fed).

Americká centrálna banka po takmer ročnej pauze znížila v septembri kľúčovú sadzbu o 0,25 percentuálneho bodu na 4,25 % a v októbri tento krok zopakovala. Fed tak bude sadzby cieľiť do pásma 3,75 % až 4,0 %. V blízkej budúcnosti pravdepodobne vývoj úrokových sadzieb v USA zostane aj naďalej kľúčovým faktorom pre menový pár eura a amerického dolára. Zatiaľ však nie je jasné, aký strmý bude pokles úrokových sadzieb do konca roka. Finančné trhy momentálne predpokladajú ďalšie zníženie úrokových sadzieb o 25 bázických bodov. Raiffei-

sen RESEARCH však vzhľadom na pretrvávajúce inflačné riziká a neistotu vyvolanú vládny shutdownom už ďalšie zníženie do konca roka neočakáva.

Vzhľadom na aktuálne okolnosti Raiffeisen RESEARCH predpokladá kurz eura k americkému doláru na konci roka okolo hodnoty 1,17. Rýchlejší cyklus znižovania úrokových sadzieb zo strany Fedu a neistota ohľadom nezávislosti centrálnej banky by mohli vyvinúť opätovný tlak na americký dolár a posunúť tento kurz ešte vyššie. Na druhej strane, pozitívne ekonomické údaje z USA alebo pretrvávajúce inflačné tlaky by mohli americký dolár aspoň v krátkodobom horizonte stabilizovať.

Naopak, Európska centrálna banka (ECB) svojím „jastrebím“ tónom na septembrovom zasadnutí zhatila prípadné nádeje na ďalšie znižovanie kľúčových úrokových sadzieb. Prezidentka ECB Christine Lagardeová



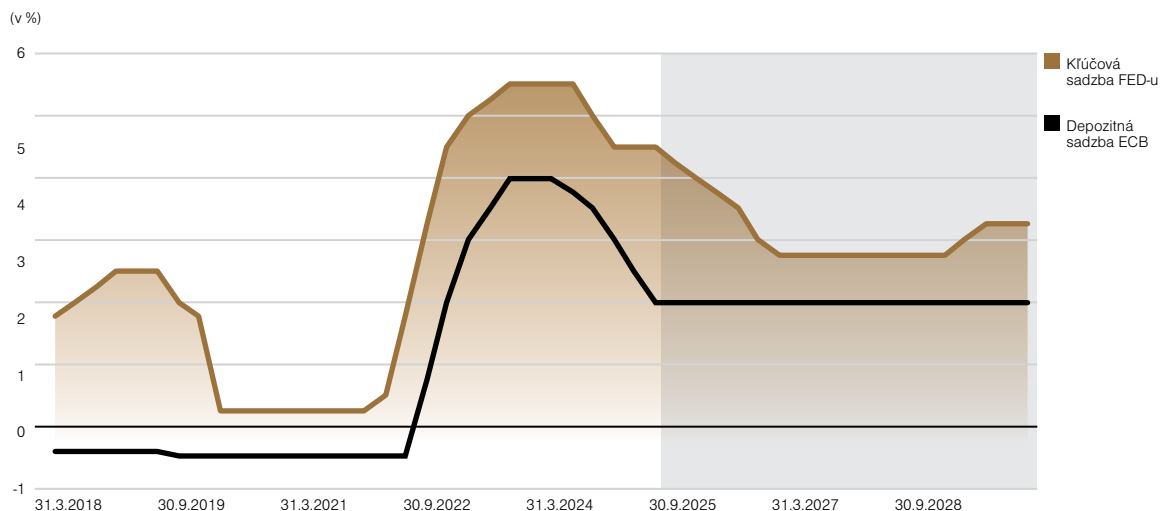


vyhodnotila pozíciu centrálnej banky ako vyváženú a zopakovala, že proces spomaľovania inflácie v eurozóne sa skončil. Spomaleniu medzoročnej inflácie z tohtoročnej hodnoty 2,1 % na prognózovaných 1,7 % pre rok 2026 pomôže najmä vplyv základných efektov. Inflácia teda bude pôsobiť miernejšie najmä preto, že sa bude porovnávať s už vysokými cenami tohto roka. Depozitná sadzba tak zostáva na dvoch percentách, kým sa na horizonte neobjavia okolnosti, ktoré rozohýbu ECB jedným alebo druhým smerom.

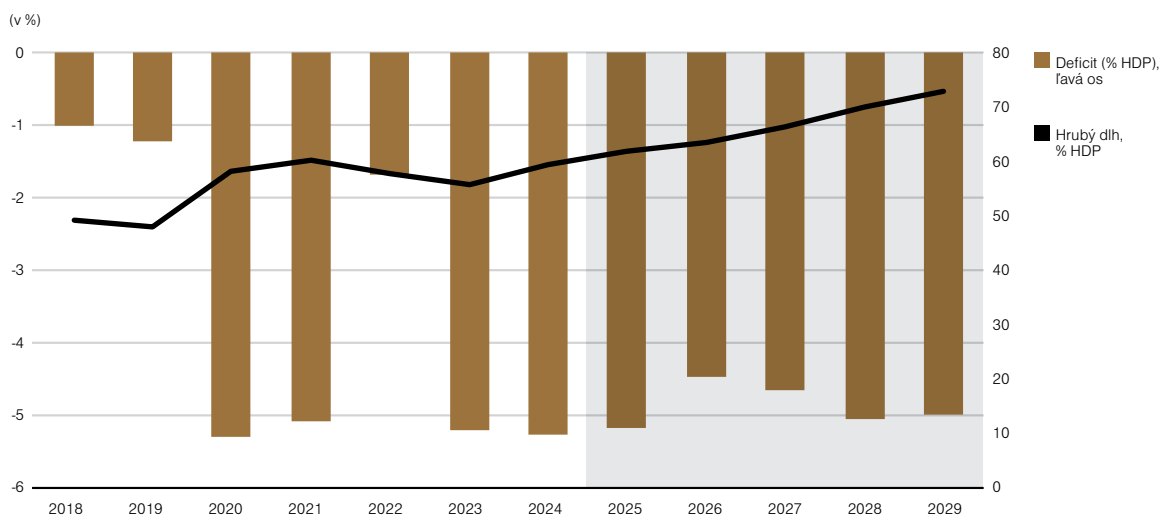
Slovensko zaznamenáva vysokú infláciu

Kým v eurozóne už vysoká inflácia nie je témou, na Slovensku platí pravý opak. **Priemerná medzoročná inflácia meraná európskou metodikou dosiahne v tomto roku úroveň 4,3 %.** Hlavným faktorom rastu inflácie je konsolidácia verejných financií a jej priamy aj nepriamy vplyv na

Graf 2: Vývoj sadzieb Európskej centrálnej banky a Federálneho rezervného systému



Zdroj: Macrobond, Raiffeisen RESEARCH

Graf 3: Vývoj deficitu a dlhu v SR


Zdroj: ŠÚ SR, Tatra banka RESEARCH

cenový vývoj. Nepriamy efekt vidieť najmä na vývoji cien služieb, ktoré zatiaľ úspešne prenášajú zvýšené náklady do koncových cien spotrebiteľov.

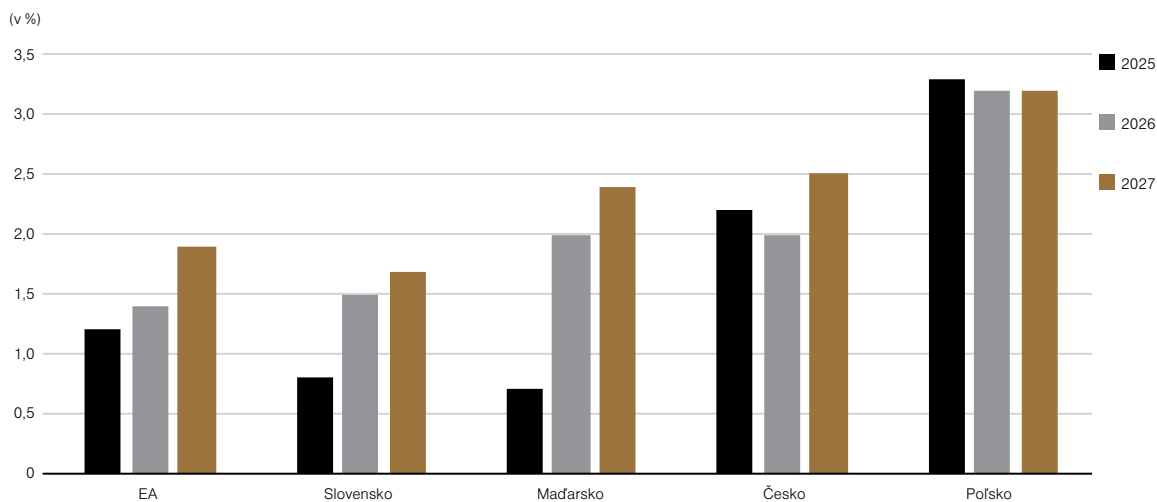
Energie, ktoré zostali v tomto roku v podstate zmrazené vďaka vládnej pomoci, sú najväčším rizikom vývoja inflácie pre rok 2026. Ak by sa do spotrebiteľských cien mali v plnej výške premeniť trhové ceny, dynamika rastu cien by v porovnaní so súčasným rokom išla ešte vyššie až k úrovni okolo 4,5 %. V našej prognóze zatiaľ počítame len s navýšením cien energií rozdeleným do dvoch rokov 2026 a 2027.

Splní konsolidácia vytýčené ciele?

Najväčšou ekonomickou témou je aj túto jeseň – už tretí rok v poradí – konsolidácia verejných financií. **O jej**

nutnosti netreba diskutovať, no o pravdepodobnosti jej úspechu rozhodne áno. Po prvých dvoch kolách sa deficit verejných financií v podstate nepohol z miesta. Bez konsolidačnej snahy by však bol ešte vyšší. Príčinou neúspechu konsolidácie sú okrem zhoršujúceho sa externého ekonomického prostredia aj rastúce výdavky na obranu, vyššie úrokové náklady verejného dlhu, ale aj rast niektorých sociálnych výdavkov za hranice toho, čo si slovenská ekonomika pri svojej výkonnosti môže dovoliť.

Očakávaný objem prvých dvoch konsolidácií bol zhruba 3 % hrubého domáceho produktu (HDP). Tretie kolo by malo priniesť ďalších 1,9 % HDP. Pravdepodobnosť úspechu konsolidačnej snahy sa prirodzene s každým kolom zhoršuje. Zvýšenú mieru neistoty vnímame pri výbere daní a odvodov od živnostníkov. Príkladom môže byť obmedzenie odpočtu DPH pri firemných vozidlách, kde môžu behaviorálne vplyvy zvyšovať riziko, že toto opatrenie

Graf 4: Očakávaný medziročný rast HDP v eurozóne (Euro Area – EA) a krajinách strednej Európy


Zdroj: Tatra banka RESEARCH, Raiffeisen RESEARCH

neprinesie očakávané príjmy do štátneho rozpočtu. Inak povedané, snaha obchádzať tieto nové pravidlá môže byť vyššia, ako si dnes vieme predstaviť.

Ďalšou kapitolou je rušenie štátnych sviatkov. Dlhodobu sme boli krajinou s nadpriemerným počtom sviatkov v Európe, čo prirodzene poskytovalo priestor na ich obmedzenie. Na podobný krok sa nedávno odhodlalo aj Dánsko s odôvodnením, že toto je forma, akou vie celá krajina prispieť k potrebe väčšieho zbrojenia. Návrhy na rušenie štátnych sviatkov sa objavili aj v Nemecku alebo vo Francúzsku, no zatiaľ bez výsledku.

Diskusiu a schválenie takýchto návrhov komplikujú aj efekty spojené so zrušením sviatkov. Väčší počet pracovných dní intuitívne predpokladá aj viac vytvorenej pridanej hodnoty. Avšak nutný predpoklad úspechu opatrenia je samotný dopyt po práci a jej výsledkoch. **V čase nízkeho dopytu nepomôže ani viac pracovných dní, pretože nie je pre koho vyrábať.** Preto sa zvyšovanie počtu pracovných dní dá vnímať ako nutný, ale nie postačujúci predpoklad zvýšeného ekonomického rastu, a teda aj vyšších daňových príjmov. Jedným z efektov tohto opatrenia bude zrušenie príplatku za prácu počas sviatku. To je v kontexte zvyšovania korporátnych daní dobrou správou pre podniky s nepretržitou prevádzkou.

Výhľady na budúci rok nie sú ideálne

Doterajšie zavádzanie nových daní a zvyšovanie sadzieb tých existujúcich zhoršilo konkurencieschopnosť a ekonomické prostredie na Slovensku. **Štatistické výsledky za druhý kvartál tohto roka ukázali, že slovenská**

ekonomika sa spomaľuje pod tlakom konsolidačných opatrení a slabného externého dopytu ešte rýchlejšie, ako sa očakávalo. Medziročný rast ekonomiky v roku 2025 pravdepodobne nedosiahne ani 1 %. A to napriek dopingu v podobe plánu obnovy, ktorý podporuje rastovú dynamiku. Ani uvoľnená menová politika ECB nestačí na rozbeh súkromných investícií a na nule ich drží len investícia Volva na východe krajiny.

Predpokladáme, že v roku 2026 budú celkové investície už iba stagnovať a v roku 2027 im hrozí pokles z dôvodu ukončenia plánu obnovy a dokončenia výstavby závodu. Hlavné faktory, ktoré by v rokoch 2026 a 2027 mali slovenskú ekonomiku potiahnuť vpred, sú zahraničný obchod a spotreba domácností. Očakávame, že rast eurozóny podporený nemeckým infraštruktúrnym programom a celoeurópskou aktivitou na zvýšenie obranyschopnosti sa pozitívne prejaví aj na číslach slovenského exportu. V roku 2027 by sa mal prejavíť aj nábeh produkcie spomínaného piateho automobilového závodu na Slovensku. Trh práce by mal zároveň zostať natoľko silný, že domácnosti budú mať priestor mierne zvyšovať svoju spotrebu.

Štartovacia čiara každej ďalšej konsolidácie sa prirodzene zhoršuje. **Znižovanie deficitu spomaľuje rast ekonomiky, a keď sa konsolidácia orientuje na zdaňovanie firiem či živnostníkov, ich motivácia rozvíjať podnikanie a tvoriť hodnoty v ekonomike klesá.** Navyše kľúčový faktor rastu – investície – Slovensko postupne obchádzajú a končia u našich susedov s konkurencieschopnejšími podmienkami. Všetky spomínané faktory posúvajú naše očakávania ďalšieho vývoja slovenskej ekonomiky do pozície, v ktorej prevažujú negatíva.

Autor je ekonomický analytik – senior Tatra banky.





Úspešných 10 rokov s fondmi Private Growth^{TB}

Text: Michal Májek

Private Growth^{TB} fondy od Tatra Asset Management priniesli všetko, čo sľubovali. A ich popularita medzi klientmi privátneho bankovníctva Tatra banky neustále stúpa.

Keď sme pred desiatimi rokmi prišli s **Private Growth^{TB}** fondmi, cieľ bol jasný. Priniesť pre klientov fondy, ktoré budú prinášať trhové výnosy primerané ich rizikovým profilom a zároveň flexibilnú stratégiu, ktorá sa bude v čase prispôbovať. Myslím, že môžeme povedať, že tieto ciele boli naplnené.

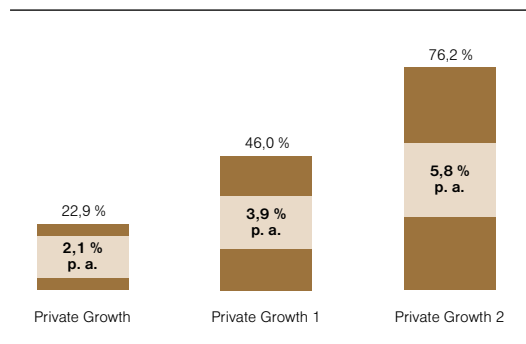
Historické maximá a 100 % klientov v zisku

Fondy **Private Growth^{TB}**, **Private Growth^{TB} 1** a **Private Growth^{TB} 2** zhodnotili svoje investície o **23 %**, **46 %** a **72 %**, čo znamená priemernú ročnú výkonnosť 2,1 %, 3,9 % a 5,8 % (tabuľka č. 1). Počas tých 10 rokov si pritom

fondy prešli poklesmi na akciovom trhu v rokoch 2018, covidom v roku 2020 aj simultánnymi prepadmi akcií a dlhopisov (z ktorých sa dlhopisy stále nespamätali) v roku 2022. Svoju prvú desaťročnicu však končia na historických maximách a so 100 % klientov v zisku.

Čo stálo za týmto úspechom? V prvom rade **naša investičná filozofia postavená na princípe evolúcie**. Tak ako evolúcia bola o prežití tých, ktorí sa najlepšie prispôbili zmenám prostredia, tak aj naša investičná filozofia je o neustálom prispôbovaní investičného portfólia zmenám trhového prostredia. Tak ako neexistuje jedno dokonalé portfólio na každé prostredie, tak sa aj investičné prostredie stále mení. Len za ostatné roky sme boli svedkami prechodu z nízko inflačného, nízko úrokového prostredia do novej situácie s vyššou infláciou a vyššími úrokmi.

Výkonnosť fondov od 16. 9. 2015 do 16. 9. 2025



Zdroj: Tatra Asset Management

Preto sme flexibilne menili celé portfólio počas covidu, boli silno zainvestovaní v komoditách v rokoch 2020 – 2022, mali nízke dlhopisové durácie v roku 2022 alebo mali významné investície v zlate počas ostatných dvoch rokov.

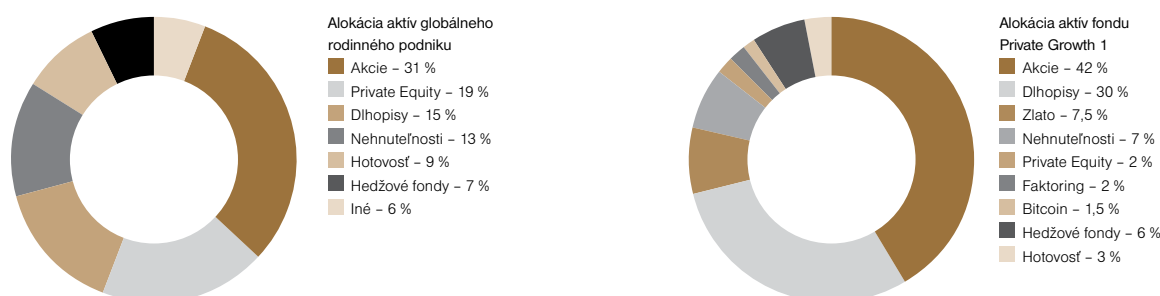
Samozrejme, nie každé investičné rozhodnutie, ktoré sa spravilo, bolo úspešné. A je to úplne v poriadku. Pri investovaní nie je najdôležitejšie mať stále pravdu. Skôr je to o tom, koľko zarobíte, keď pravdu máte, a koľko stratíte, keď ju nemáte. Každým našim neúspešným investičným rozhodnutím sme sa poučili, posunuli a zohľadnili to pri ďalších krokoch.

Investovanie v štýle najbohatších ľudí na svete

Každý príbeh sa nejako vyvíja a to platí aj pre fondy **Private Growth™**. Snažíme sa nestáť na mieste a posúvať sa vpred. V ostatných rokoch sme sa inšpirovali spôsobom, ako **investujú najbohatší ľudia sveta**. Pre nich nie je najdôležitejšie len maximalizovať výnos za každú cenu. Naopak, snažia sa priniesť čo najlepší výsledok v rôznych prostrediach, nielen v tých, keď sa darí akciám. Preto sú ich portfóliá diverzifikovanejšie ako portfóliá bežných investorov.

Okrem tradičných aktív, ako sú akcie alebo dlhopisy, v nich nájdete aj iné investície, ako sú private equity, hedžové fondy alebo reality. Tento prístup je plne v súlade s našou investičnou filozofiou, a preto sme sa v ostatných rokoch snažili modelovať portfóliá **Private Growth™** týmto smerom. Aktuálne sa zložením **Private Growth™** fondy veľmi podobajú prístupom tzv. family offices najbohatších ľudí sveta (graf č. 1).

Podobným spôsobom môžu investovať už aj investori Private Growth fondov



Zdroj: UBS Global family offices report (2023) a Tatra Asset Management

Brána k svetovej investičnej špičke

Medzi novinkami, ktoré v rokoch 2024 a 2025 pribudli do našich portfólií, sú aktíva pre bežného investora často nedostupné. Private equity a hedžové fondy. Najprv sme v spolupráci s rakúskou spoločnosťou Quantic Financial vytvorili fond, ktorý **spoluinvestuje s najväčšími private equity firmami pri veľkých medzinárodných dealoch**. Vďaka tomuto prístupu sa naši klienti vedia dostať k dealom, ktoré realizujú tí najznámejší manažéri ako KKR, Blackstone alebo Apollo.

V tomto roku sme pokračovali s investíciami do hedžových fondov. Nielen hocikákových fondov, ale do úspešných fondov najvýznamnejších správcov. Takých, kde sa minimálna investícia často hýbe v desiatkach miliónov eur a aj bonitnejší klienti ich majú problém kúpiť sami. V portfóliách **Private Growth™** fondov sa už teraz nachádzajú **fondy AQR a Schoenfeld**, pričom rozpracované sú investície do Millennium a D.E. Shaw.

Ochrana pred panikou na trhoch

Máme za sebou úspešné obdobie na finančných trhoch. Akcie rastú do nebies a zdá sa, že trhy nikdy neklesnú. Vefa klientov sa preto oprávnené obáva, či sa teraz oplatí investovať alebo držať investície v týchto aktívach. My sa takisto dlhšie chystáme na horšie časy, ktoré vždy prídu. Nevie, kedy, ale určite niekedy. Preto máme vo všetkých **Private Growth™** fondoch neustále zapnutú **ochranu pred veľkými prepadmi na akciových trhoch**.

Komplexná opčná stratégia chráni pred situáciou, keď na trhoch prepukne veľká panika a tým aj veľké pády akciových indexov. Jej cieľom nie je chrániť pred každým poklesom na trhu (lebo tie nie je problém vydržať), ale len pred tými naozaj významnými a vážnymi. Keď investuje klient cez **Private Growth™** fondy, tak vie, že môže profitovať nielen z rastu trhov, ale má aj neustálu ochranu v prípade krízy.

Desať rokov s **Private Growth™** ukázalo, že aj na Slovensku môžeme mať kvalitné riešenie s výbornou výkonnosťou a stratégiou, ktorá sa neustále prispôbuje. Tešíme sa na to, čo prinesie ďalšia desaťročnica.

Autor je členom predstavenstva Tatra Asset Management zodpovedným za investície.



Clá ako mocenský nástroj či ochrana trhu. Ako sa menil pohľad ekonómov?

Text: Richard Zpěvák

Nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu Paul Krugman hovorí, že ak máme na výber medzi voľným obchodom a protekcionizmom, prvá možnosť je takmer vždy lepším riešením.

Clo predstavuje poplatok uvalený štátom na dovoz alebo vývoz tovaru. Má dve hlavné funkcie: **fiškálnu ako zdroj príjmu do štátneho rozpočtu, alebo ochrannú na podporu domácej výroby.** Colná politika ako systém

nástrojov zahŕňa nielen clá, ale aj kvóty, licencie, technické bariéry či antidumpingové opatrenia.

Predstavuje jeden z najvýznamnejších prostriedkov hospodárskej politiky štátov a jeho interpretácia je úzko spätá s vývojom ekonomického myslenia. V poslednom čase, najmä počas prvého a druhého funkčného obdobia prezidenta Donalda Trumpa, sa téma ciel skloňuje takmer na dennej báze.

Nejde však o nový nástroj hospodárskej politiky, keďže **prvé formy ciel existovali už v staroveku.** Už približne 2 000 rokov pred našim letopočtom sa v Mezopotámii a Babylone vyberali poplatky z dovozu a vývozu. V starom Egypte bol spoplatnený obchod cez nílске prístavy alebo púštne karavány. V Grécku a Ríme sa zase vyberali prístavné clá – „portoria“ a dane z obchodu – „vectigalia“, ktoré sa pohybovali okolo 2,5 až 5 % z hodnoty tovaru. V tomto čase sa clá považovali za jeden z nástrojov naplnenia štátnej kasy.

Machiavellistický pohľad (15. – 16. storočie)

S príchodom machiavellistickej ideológie sa prestalo pozerieť na clá len ako na zdroj príjmu do rozpočtu. Zdôrazňovalo sa ich využitie na posilnenie moci a stability štátu. Ekonomické opatrenia sa preto neposudzovali podľa efektívnosti či blahobytu obyvateľstva, ale podľa ich schopnosti posilniť suverenity a geopolitickú pozíciu. V tomto duchu by **clá mohli byť legitímne vtedy, ak prispievajú k sebestačnosti, strategickej nezávislosti alebo k oslabeniu zahraničných rivalov.**

„Voľný obchod nie je dokonalý, ale je to najlepšia politika, akú máme. Väčšina argumentov za protekcionizmus je buď klamlivá, alebo slúži úzkym záujmom.“
(Paul Krugman)

Machiavelliho pragmatizmus predstavuje protiklad k liberálnym ekonomickým teóriám. Obchodné bariéry nie sú vnímané ako deformácie, ale ako nástroje štátnej

politiky, ktorých oprávnenosť závisí od mocenských cieľov panovníka.

Merkantilizmus (16. – 18. storočie)

Merkantilisti sa pozerali na clá ako na nástroj hospodárskej politiky. Ich cieľom bola bohatá a hospodársky vyspelá krajina. Bohatstvo sa pritom chápalo ako hromadenie drahých kovov.

Zámerom hospodárskej politiky bolo dosiahnuť aktívnu obchodnú bilanciu pomocou zahraničného obchodu. Clá mali v merkantilistickom ponímaní **obmedzovať dovoz luxusného tovaru, podporovať domácu výrobu alebo zabezpečovať príjmy do štátnej pokladnice.**

Klasická ekonómia (18. – 19. storočie)

Klasická škola, reprezentovaná Adamom Smithom a Davidom Ricardom, zásadne spochybnila merkantilistické chápanie obchodu. Smith vo svojom známom diele „Pojednanie o podstate a pôvode bohatstva národov“ z roku 1776 zdôraznil koncept absolútnej výhody a význam špecializácie. Ak krajina môže nakúpiť tovar lacnejšie zo zahraničia, je lepšie ho kúpiť než ho vyrábať doma za vyššiu cenu.

Ricardo následne rozvinul teóriu komparatívnych výhod, ktorá ukazuje, že obchod je prospešný aj pre krajiny bez absolútnej výhody. Clá sa tak **v klasickej ekonómii vnímali ako škodlivé bariéry a dôraz sa kládol na hospodársku slobodu.** Trh nepotrebuje štátne zásahy, keďže sledovanie vlastných egoistických záujmov je hybnou silou celého ekonomického vývinu.



Neoklasická ekonómia (19. – 20. storočie)

Neoklasici nadviazali na učenie klasickej školy a svoje myšlienky formovali od 70. rokov 19. storočia. Predstavitelia tohto smeru tvrdili, že **liberalizácia obchodu vedie k efektívnejšiemu rozdeleniu zdrojov a clá spôsobujú „stratu mŕtvej váhy“**. Tento výraz označuje ekonomickú neefektívnosť spôsobenú zásahom štátu do trhu. Dôsledkom zvýšenia cien zavedením ciel sa časť obchodov neuskutoční, čím dochádza k strate blahobytu. A práve táto situácia, ktorá nevytvára prínos pre štát, spotrebiteľa ani producenta, vytvára spomínanú stratu mŕtvej váhy.

Keynesiánstvo (20. storočie)

Keynesiánska škola, formovaná v 30. rokoch 20. storočia v období Veľkej hospodárskej krízy, zdôrazňovala potrebu makroekonomickej stabilizácie a aktívnej úlohy štátu. John Maynard Keynes vo svojom diele „Všeobecná teória zamestnanosti, úroku a peňazí“ z roku 1936 pripúšťal, že nekontrolovaný voľný obchod môže v období krízy zhoršiť hospodárske problémy. Clá boli podľa keynesiáncov **dočasným nástrojom na ochranu zamestnanosti a vyrovnanie platobnej bilancie**.

Monetarizmus (druhá polovica 20. storočia)

Monetaristi, vedení Miltonom Friedmanom, vychádzali z presvedčenia, že ekonomická efektívnosť je najlepšie zabezpečená voľným trhom a stabilnou menovou politikou. **Clá a obchodné bariéry boli vnímané ako kontraproduktívne deformácie**, ktoré znižujú konkurenciu a obmedzujú rast. Naopak, liberalizácia obchodu podporuje inovácie a životnú úroveň. Friedman takisto tvrdil, že clá sú najväčším príkladom politiky, ktorá prospieva malej, dobre organizovanej skupine na úkor širokej verejnosti.

A čo súčasnosť?

Vývoj ekonomického myslenia ukazuje, že postoje k clám sa pohybujú medzi protekcionizmom a liberalizmom. Klasické smery zdôrazňujú efektívnosť voľného obchodu, pragmatickejšie prístupy poukazujú na jeho sociálne a politické riziká.

Súčasný pohľad na clá naznačuje **posun od tradičného voľného obchodu k strategickejšiemu a spravodlivejšiemu prístupu**. Ekonom Thomas Piketty, autor diela „Kapitál v 21. storočí“, zdôrazňuje potrebu zohľadniť v obchodnej politike aj vplyv na životné prostredie a podmienky pracujúcich. Platí to najmä v súvislosti s krajinami s nižšími mzdami a slabšími reguláciami, aby sa predišlo sociálnemu a environmentálnemu dumpingu. Zároveň je potrebné zväziť dosahy ciel na hospodársky rast, spotrebiteľské náklady a verejnú mienku.

Spomínaný predstaviteľ klasickej ekonómie David Ricardo tvrdil, že žiadna krajina nikdy nezbohatla obmedzovaním obchodu, ale mnohé zbohatli jeho liberalizáciou. V konečnom dôsledku však môže byť kľúčom k udržateľnej a spravodlivej obchodnej politike vyvážený prístup, ktorý kombinuje ochranu domácich záujmov s globálnou spoluprácou. V praxi preto colná politika zostáva kompromisom medzi ekonomickou efektívnosťou, národnými záujmami a geopolitickými stratégiami.

Autor je privátny bankár – profesionál Tatra banky.

Zdroje:

- Lisý, J., a kol. (2011). *Ekonómia*. Bratislava: Iura Edition
- Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*
- Ricardo, D. (1817). *On the Principles of Political Economy and Taxation*
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*
- Krugman, P. (1987). *Is Free Trade Passé? Journal of Economic Perspectives*, 1(2)
- Thomas Piketty: *If Europe does not urgently give up its love of free trade, it risks an unprecedented social and industrial disaster*





2025: Spojené štáty proti celému svetu

Text: Andrej Martiška

Clá, ktoré uvalil Donald Trump vo svojom prvom prezidentskom období, v tom čase svet šokovali. Dnes, pri spätnom pohľade, sa však javia už len ako slabá predohra toho, čo rozpútal po svojom návrate do funkcie v januári 2025.

Clá sú podľa Donalda Trumpa „najkrajším slovom v slovníku“. Keď v kampani pred druhým prezidentským obdobím sľuboval ich zavedenie v drakonickej výške, mnohí ho nebrali vážne, a to práve s ohľadom na jeho prvý prezidentský mandát. Clá, ktoré počas neho zaviedol, totiž vyzerali skôr ako vyjednávací nástroj a ani zďaleka nedosahovali výšku z kampaňových sľubov.

Ako sa však všetci čoskoro presvedčili, Trump 2025 je iný ako Trump 2017. Nie preto, že by medzičasom zmenil názory. Má však výrazne väčšie možnosti ich presadzovať **a obklopil sa takmer výhradne svojimi lojalistami**, ktorí dnes tvoria aj väčšinu republikánskej strany. V prvom období mal medzi najbližšími poradcami aj republikánov starej gardy, ktorí podporovali voľný obchod a vedeli mu vyhovoriť tie najhoršie nápady. Dnes už nikto taký v jeho okolí nie je.

Zdá sa pritom, že Trumpova láska ku clám vychádza predovšetkým **z nepochopenia komparatívnych výhod v medzinárodnom obchode a fungovania obchodnej bilancie**. Obchodné deficity sú podľa Trumpa znakom, že krajina „prehráva“. To je, samozrejme, nezmysel. Jeho korene môžu popri negatívnom vnímaní slova „deficit“ vychádzať aj z rozšíreného mýtu, že dovoz znižuje hrubý domáci produkt (HDP), a teda tlmi ekonomickú výkonnosť krajiny. Ide však takisto o nezmysel prameniaci z nepochopenia metodiky výpočtu HDP. Je však príznačné, že práve tento mýtus často opakuje aj Peter Navarro, Trumpov ekonomický poradca a „architekt“ jeho colnej politiky.

Unikátom Trumpovho prístupu ku clám v porovnaní s minulosťou je popri prevažne nezmyselných zdôvodneniach aj nesmierny chaos, ktorý sprevádza ich zavádzanie. Naplno sa prejavil už v prvých dňoch po jeho druhom nástupe do úradu.

Colná smršť podľa nezmyselného vzorca

Už 1. februára 2025, teda menej ako dva týždne po nástupe do úradu, prezident Trump oznámil **uvalenie ciel na troch najväčších obchodných partnerov – Kanadu, Mexiko a Čínu**. Odôvodnil ich bizarne, a to cezhraničným pašovaním fentanyl. Už o dva dni neskôr ich zavedenie voči Mexiku a Kanade pozastavil, kým s Čínou išlo o začiatok špirály zvyšovania ciel a odvetných opatrení. Situácia po niekoľkých mesiacoch eskalovala až na absurdné úrovne colných sadzieb vysoko nad 100 %, kým Trump necúvol. Pomyselným **vrcholom absurdity Trumpovej colnej politiky však bol „Deň oslobodenia“ (Liberation Day)**.

V tento deň, 2. apríla 2025, Trump oznámil uvalenie „recipročných“ ciel voči väčšine krajín sveta. Sadzba pre jednotlivé štáty bola pritom vypočítaná na základe ekonomicky nezmyselného vzorca. V ňom sa obchodný deficit USA s danou krajinou predelil dovozom danej krajiny do USA, vynásobil stovkou a nakoniec vydil dvoma ako zamýšľaný symbol Trumpovej veľkodušnosti.

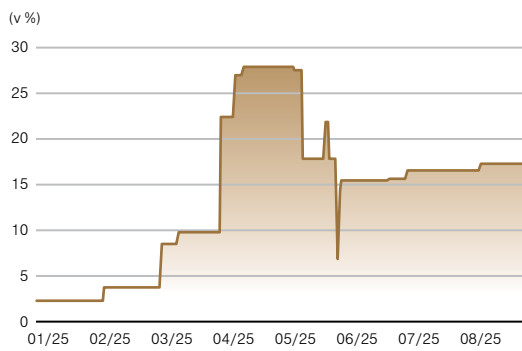
Do obchodného deficitu pritom Trumpova administratíva započítavala iba fyzický tovar, ale nie služby, v ktorých má USA, naopak, obchodný prebytok. **Čím vyšší obchodný deficit v tovaroch, tým väčšie clo** jeho administratíva vypočítala. Aj krajinám, voči ktorým USA nemá obchodný deficit, však bolo určené na úrovni minimálne 10 %.

Trhy reagovali okamžite

Finančné trhy, nervózne už z predchádzajúcich Trumpových colných oznámení, reagovali najväčším výpredajom od pandémie COVID-19. Dôležité pritom je, že sa nevyhol ani americkým aktívam. Práve naopak. **Americké akcie klesali obzvlášť prudko, ale súčasne s nimi sa oslaboval aj dolár a americké dlhopisy.**

To je zlovestný kokteil, ktorému obvykle čelia iba rozvíjajúce sa krajiny trpiace výraznou makroekonomickou nestabilitou.

Priemerná efektívna colná sadzba Spojených štátov



Zdroj: The Budget Lab at Yale

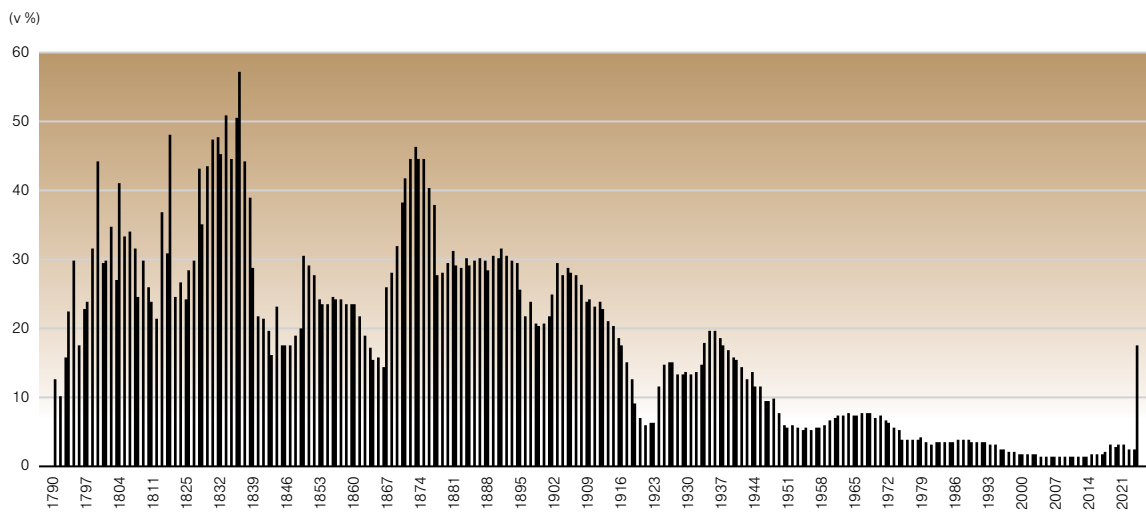
tu. V tomto prípade ho však zažila najväčšia ekonomika sveta s najrozvinutejším kapitálovým trhom. Išlo o jasný signál, že investori považujú Trumpove clá za veľmi škodlivé aj a najmä pre americkú ekonomiku.

Trump po niekoľkých dňoch ustúpil tlaku trhov a **9. apríla oznámil dočasné pozastavenie týchto ciel**. Počas neho mali dotknuté krajiny získať čas vyrokovať si s USA bilaterálne obchodné dohody s potenciálne lepšími podmienkami. Trump pôvodne hovoril o pláne uzavrieť 90 obchodných dohôd za 90 dní. Nakoniec ich bolo iba sedem vrátane tej s Európskou úniou.

Aby toho chaosu nebolo málo

Popri opatreniach cielených na jednotlivé krajiny **zároveň Trumpova administratíva hojne zavádza aj sektorové clá**. Do tejto kategórie spadajú aj dovozné zafaženie na hliník, oceľ, meď, autá a automobilové súčiastky či najnovšie aj na lieky. Zároveň platí, že pri niektorých krajinách sú sektorové clá (napríklad na autá) nadradené všeobecnej sadzbe voči krajine. V prípade obchodnej dohody s EÚ

Priemerná efektívna colná sadzba Spojených štátov 1790 – 2025



Zdroj: The Budget Lab at Yale

však napríklad dohodnutá jednotná sadzba nahrádza sektorové clo na automobily.

A aby toho chaosu nebolo málo, Trump **využíva clá aj ako nástroj politického tlaku na lídrov krajín, s ktorými nemá dobré vzťahy**. Tak tomu bolo napríklad v júli pri zavedení dodatočného zaťaženia na úrovni 40 % (pripočítavajúcemu sa k už existujúcemu „recipročnému“ clu 10 %) na väčšinu dovozu z Brazílie. Toto opatrenie prišlo v reakcii na súdny proces s bývalým brazílskym prezidentom Jairom Bolsonaro, s ktorým mal Trump – na rozdiel od súčasného prezidenta – dobré vzťahy.

Najväčší výpredaj na finančných trhoch od pandémie COVID-19 sa nevyhol ani americkým aktívam. Práve naopak.

Nekončiaci sa chaos Trumpovej politiky azda najlepšie ilustruje fakt, že ekonómovia začali v tomto roku zostavovať denný graf colných sadzieb Spojených štátov voči zvyšku sveta. Jeho výkyvy by pritom zahanbili aj nejedno špekulatívne aktívum. A to hovoríme o čísle, ktoré je kľúčové pre plánovanie a obchodné rozhodnutia miliónoch podnikov.

Najvyššie clá za storočie

Chaos a nestabilita spojené so zavádzaním ciel Spojenými štátmi počas druhého prezidentského obdobia Donalda Trumpa sú bezprecedentné. Samotná ich výška síce má precedens, ale musíme ísť naozaj ďaleko do histórie.

Pred nástupom Trumpa do úradu v januári 2025 bola priemerná efektívna colná sadzba Spojených štátov voči

zvyšku sveta iba 2,4 %. Dnes, ku koncu septembra 2025, predstavuje až 17,4 %. Ide o najvyššiu hodnotu od začiatku 30. rokov minulého storočia. V apríli, počas eskalácie colnej vojny s Čínou, **dosahovala táto sadzba takmer 30 %, čo bolo až 120-ročné maximum**.

Aká bude výška amerických ciel o rok, mesiac či dokonca o týždeň, môžeme len hádať. Napokon, aj Trumpovi ministri sa o nových sadzbách nezriedka dozvedajú až v „priamom prenose“ z jeho príspevkov na sociálnej sieti.

Len koncom septembra oznámil **nové clá na úrovni 100 %, a to na lieky, kamióny a nábytok**. S vysokou pravdepodobnosťou nejde o posledné sektorové clá, ktoré zaviedol. Colné vyjednávanie s mnohými krajinami vrátane Číny pokračujú a môžu opäť priniesť rôzne zvraty a napätie. Úplnú istotu o budúcej výške ciel nemajú ani krajiny, ktoré už so Spojenými štátmi uzavreli obchodnú dohodu. Vráťane Európskej únie.

Na druhej strane, výšku ciel môžu už čoskoro ovplyvniť aj súdne rozhodnutia v Spojených štátoch. Trump sa pri uvalení ciel na Čínu, Kanadu a Mexiko vo februári, ako aj na zvyšok sveta v apríli počas „Dňa oslobodenia“ **odvolával na zákon o medzinárodných mimoriadnych hospodárskych právomociach (IEEPA)**.

Ten udeľuje prezidentovi väčšie právomoci v prípade neobvyklých a mimoriadnych hrozieb v čase národnej núdze. Vyslovene však nezahŕňa právomoc uvalovať clá či dane, keďže ide o právomoc tradične prináležiacu Kongresu. Samotné vyhlásenie národnej núdze v tejto veci je takisto sporné.

O zákonnosti veľkej časti Trumpových ciel rozhodne Najvyšší súd USA.



Americký federálny odvolací súd rozhodol, že **takto uvalené clá sú nezákonné**, ale povolil, aby ostali v platnosti do 14. októbra 2025, a umožnil tak prezidentskej administratíve odvolať sa na Najvyšší súd USA. Tá tak v septembri urobila. O zákonnosti veľkej časti ciel uvalených Trumpom teda rozhodne tento orgán. Ak by ich označil za nezákonné, priemerná colná sadzba by klesla z dnešných 17,4 % iba na 6,8 %.

Zlatý vek? Realita hovorí niečo iné

Prezident Trump tvrdí, že ním zavedené clá prinesú Spojeným štátom „zlatý vek“. Finančné trhy si na chaotický prístup Trumpovej administratívy k zavádzaniu ciel postupne zvykli. Dnes už na nové oznámenia v tejto oblasti nereagujú tak prudko ako pred pár mesiacmi. **Investori sa prispôbili „novému normálu“**. Upokojila ich najmä skutočnosť, že vývoj S&P 500 a amerických vládnych dlhopisov dokáže Trumpa odradiť od najhorších nápadov. Colné výnimky sa dajú kúpiť vágnymi prísľubmi s veľkými ciframi, lichôtkami či okázalými darmi.

V reálnej ekonomike sa však efekty ciel, zvlášť takto chaoticky zavádzaných, prejavujú iba postupne. Firmy aj spotrebiteľia potrebujú čas na prispôbenie sa novej situácii a zmenu správania či prijatie zodpovedajúcich strategických rozhodnutí. Presné dlhodobé **dosahy ciel na konkrétnu firmu, sektor či dokonca krajinu je dnes prakticky nemožné odhadnúť**. Chaotické zavádzanie ciel naprieč sektormi a krajinami je pre svetový obchod podobne vážnym narušením rovnováhy, ako bolo pred pár rokmi vypuknutie pandémie.

Tak ako na začiatku roka 2020, ani dnes nikto nevie, ako sa v dôsledku ciel poprehadzujú dodávateľské reťazce, aké rozhodnutia prijímajú jednotlivé podniky, koľko marže uberú clá firmám, či a kam presmerujú jednotlivé krajiny časť

exportu namiesto amerického trhu. Rovnako je otázne, ako zmenia nákupné správanie spotrebiteľa, a takisto nevieme, aké ďalšie rozhodnutia v oblasti ciel Trumpova administratíva ešte prijme.

Jedno je však isté. Táto Trumpova colná smršť, tak ako iné epizódy obchodného protekcionizmu v histórii, **poškodí svetovú ekonomiku a neprinesie „zlatý vek“ ani Spojeným štátom, ani žiadnej inej krajine**. Napokon, napriek stále dobrým číslam HDP za druhý štvrtrok už dnes vidieť aj v Spojených štátoch ochladzovanie na trhu práce. Vytrvalá inflácia zároveň bráni americkej centrálnej banke pristúpiť k výraznejšiemu znižovaniu sadzieb.

Každé clo zaplatia v konečnom dôsledku buď spotrebiteľia vyššou cenou za tovar, alebo predajcovia nižšou maržou.

Každé clo **zaplatia v konečnom dôsledku buď spotrebiteľia vyššou cenou za tovar, alebo predajcovia nižšou maržou**. Obvykle obe skupiny súčasne. Keď cena tovaru stúpne, ľudia ho často kupujú menej. Dôsledkom je pokles jeho výroby, ako aj ziskov firiem a možné prepúšťanie zamestnancov. To sú železné zákonitosti ekonomiky, ktoré sa nedajú prekabátiť žiadnymi prísľubmi zlatého veku.

Autor je ekonomický analytik Tatra banky.

Poznámka: Článok pokrýva vývoj do 30. septembra 2025.



2018: Kapitálové trhy pod tlakom ciel a neistoty

Text: Tomáš Ferech

Rok 2018 sa do histórie globálnej ekonomiky zapísal ako rok, v ktorom sa dve najväčšie ekonomiky sveta, Spojené štáty a Čína, pustili do otvoreného obchodného konfliktu.

Nešlo o vojnu v klasickom zmysle slova, no séria ciel a protiopatrení narušila medzinárodný obchod a rozkolísala kapitálové trhy. Investorom zároveň pripomenula, že geopolitika môže mať okamžitý vplyv na ich portfóliá.

Obchodná vojna medzi Spojenými štátmi americkými a Čínskou ľudovou republikou bola výsledkom kombinácie ekonomického a geopolitického napätia. Medzi hlavné faktory patrilo predovšetkým **pretrvávajúci vzájomný obchodný deficit v neprospech USA**.

Spojené štáty zároveň dlhodobo kritizovali praktiky pripisované Číne. Namietali proti nútenému prenosu technológií a zdieľaniu know-how s čínskymi firmami pri vstupe na čínsky trh, ako aj proti systematickému porušovaniu práv duševného vlastníctva. Výhrady mali aj k rozsiahlej štátnej podpore domácich podnikov prostredníctvom dotácií a štátom vlastnených spoločností. Spojené štáty zároveň sledovali strategický cieľ, a to obmedziť čoraz výraznejší hospodársky a technologický vzostup Číny. Na druhej strane Čínska ľudová republika vnímala tieto opatrenia ako prejav ekonomického protekcionizmu zo strany USA a reagovala odvetnými colnými a obchodnými obmedzeniami.

Prvý krok smerujúci k zmene sadzieb spravil Donald Trump v marci 2018, keď oznámil zavedenie ciel na dovoz ocele (25 %) a hliníka (10 %) pre všetky krajiny vrátane Číny. V nasledujúcich mesiacoch postupne Washington zverejňoval ďalšie zoznamy, na ktorých boli napríklad technológie, stroje, ale aj nábytok či oblečenie. Tieto opatrenia začali platiť postupne v troch vlnách – v júli, auguste a septembri.

Vplyv na kapitálové trhy

Akciové trhy sa počas obchodnej vojny v roku 2018 stali najviditeľnejším ukazovateľom napätia medzi Spojenými



štátmi a Čínou. Stačilo jediné vyhlásenie z Washingtonu alebo Pekingu a globálne indexy reagovali okamžitým pohybom. Investori žili v prostredí, kde **politické správy nahradzali tradičné ekonomické dáta ako hlavný zdroj nálady na trhu**.

Následky však neboli vo všetkých odvetviach rovnaké. Najcitlivejšie reagovali technologické spoločnosti, najmä výrobcovia polovodičov. Tieto firmy sú totiž silne previazané s čínskym trhom, či už ako s odberateľom, alebo ako s kľúčovou súčasťou svojich dodávateľských reťazcov.

Priemyselné podniky a automobilky taktiež čelili poklesom po zavedení ciel na oceľ, hliník a komponenty. Menej viditeľné, ale nemenej významné boli straty v poľnohospodárstve a agrobiznise. Čínska odvetva v podobe ciel na sóju a ďalšie plodiny oslabilala akcie spoločností závislých od exportu do Číny.

Trh sa v tejto situácii naučil rozlišovať medzi firmami s flexibilnými dodávateľskými reťazcami a tými, ktoré boli existenčne naviazané na čínske subdodávky. Z pohľadu investorov sa preto stala kľúčovou schopnosť spoločnosti prispôbiť sa meniacim sa podmienkam. Inými slovami, obchodná vojna nepôsobila iba ako krátkodobý šok na ceny akcií. **Zmenila aj spôsob, akým trh hodnotí odolnosť a strategickú pozíciu jednotlivých firiem.**

Vplyv na ekonomiku USA

Obchodná vojna medzi USA a Čínou mala v roku 2018 a začiatkom roku 2019 viditeľný, hoci nie dramatický vplyv na ekonomický rast Spojených štátov. Podľa Medzinárodné-

Napriek týmto negatívnym vplyvom americká ekonomika zostala odolná.

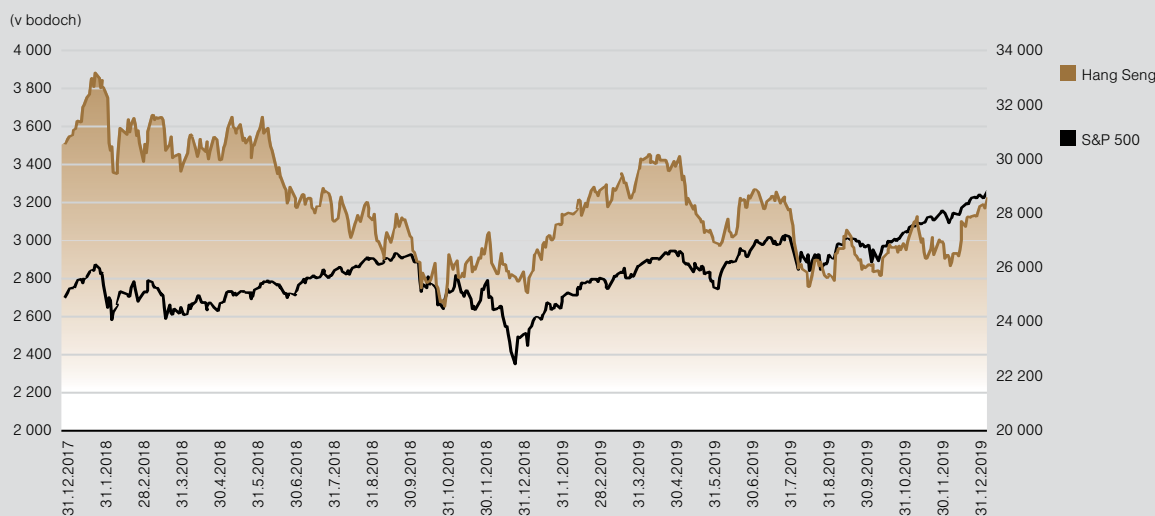
ho menového fondu (IMF) a analytikov Brookings Institution sa **rast hrubého domáceho produktu (HDP) USA spomalil najmä v druhej polovici roka 2018 a začiatkom roka 2019**, hoci ekonomika zostala v pozitívnom pásme.

Hlavnou príčinou tohto spomalenia boli vyššie náklady pre podniky a neistota týkajúca sa budúcich obchodných podmienok. Clá na čínsky dovoz zvýšili náklady firiem, ktoré využívali importované súčiastky, a znížili marže, najmä v automobilovom, technologickom a priemyselnom sektore. Mnohé spoločnosti reagovali odkladom investičných projektov a spomalili expanziu, aby predišli riziku neočakávaných zvýšených nákladov. Rovnako sa následky prejavili v poľnohospodárstve. Farmári stratili prístup na čínsky trh, čo viedlo k poklesu príjmov a vyžiadalo si dodatočné vládne dotácie.

Tlak na svoje rozpočty pocítili aj spotrebitelia. Vyššie ceny dovážaných tovarov od elektroniky po oblečenie čiastočne obmedzili spotrebiteľskú dôveru a výdavky, čo malo priamy vplyv na HDP. Podľa NBER (National Bureau of Economic Research) **až polovicu finančného dosahu cieľ niesli spotrebitelia, nie firmy ani zahraniční výrobcovia.**

Vplyv na americké a ázijské trhy

Vývoj ceny indexu S&P 500 a Hang Seng 31. 12. 2017 až 31. 12. 2019



Zdroj: <https://www.investing.com/>

Zvýšenú volatilitu a reakciu akciových trhov na zavedenie reštriktívnej obchodnej politiky vo forme ciel a obchodných prekážok vidíme na grafe. Graf zobrazuje vývoj akciových indexov S&P 500 a Hang Seng.

Začiatkom roka 2018 sa S&P 500 obchodoval na historických maximách. Trhy profitovali zo silného rastu firemných ziskov a efektu daňovej reformy prezidenta Trumpa. V marci však USA ohlásili clá na dovoz ocele a hliníka, čo odštartovalo sériu odvetných opatrení medzi Washingtonom a Pekingom.

Hoci prvé reakcie boli len mierne, napätie postupne rástlo. Počas leta 2018 sa clá rozšírili na stovky miliárd dolárov tovaru, čo zasiahlo najmä technologické a priemyselné akcie. V septembri, keď USA zaviedli clá na ďalších 200 miliárd amerických dolárov čínskeho importu, trh ešte krátko odolával, no v októbri prišiel zlom.

Od jesene do konca decembra 2018 klesol S&P 500 približne o 20 %. Tým sa dostal na hranicu medvedieho trhu, ktorý sa zvykne určovať práve prepadom aspoň o 20 % oproti predchádzajúcemu maximu. Pod pokles sa podpísali

nielen obchodné obavy, ale aj sprisňovanie menovej politiky Federálneho rezervného systému. Situácia sa upokojila až začiatkom roka 2019, keď obe krajiny začali rokovať o dohode. Americký index sa následne rýchlo zotavil a do polovice roka 2019 opäť dosiahol nové maximum.

Zatiaľ čo americké akcie dokázali dlhšie odolávať, hongkonský Hang Seng index reagoval omnoho citlivejšie. V januári 2018 dosiahol rekordných 33 000 bodov, no po ohlásení prvých ciel začal výrazne strácať. Hongkong ako brána do čínskej ekonomiky bol priamo zasiahnutý obavami o export, technologický sektor aj finančné toky. Od januára do októbra 2018 klesol Hang Seng o približne 25 %, čím sa dostal hlboko do medvedieho trhu. Na rozdiel od USA sa zotavoval pomalšie.

Obchodná vojna v roku 2018 ukázala, že aj politické rozhodnutia dokážu v krátkom čase dramaticky ovplyvniť finančné trhy. Kým americké akcie napokon preukázali pozoruhodnú odolnosť, ázijské trhy znášali následky oveľa dlhšie. Pre investorov bola táto epizóda jasnou pripomienkou, že diverzifikácia a disciplinovaný prístup k riziku zostávajú najspoľahlivejšou ochranou v časoch geopolitických otrasov.



Napriek týmto negatívnym vplyvom americká ekonomika zostala odolná. Silná domáca spotreba a stabilný trh práce kompenzovali časť tlaku zo zahraničného obchodu. Obchodná vojna však jasne ukázala, že geopolitické a obchodné spory sa dokážu premietnuť do reálneho ekonomického rastu, a to aj v jednej z najsilnejších ekonomík sveta.

Vplyv na Čínu: Hľadanie nových trhov a kolísanie meny

Jedným z najpriamejších dôsledkov obchodnej vojny bolo spomalenie vývozu do USA. Spojené štáty uvalili clá na čínsky tovar v hodnote stoviek miliárd dolárov, najmä na elektroniku, stroje, automobily a poľnohospodárske produkty. Čína reagovala odvetnými opatreniami, ale zároveň sa snažila **presmerovať časť exportu na iné trhy** a podporiť dovoz z tretích krajín. Tento presun pomohol udržať obchodný prebytok voči USA, no spomalil rast exportne orientovaného priemyslu.

Odvetvia zamerané na vývoz ako elektronika, automobilky či strojárstvo zaznamenali spomalenie. Firmy sa snažili minimalizovať náklady a v niektorých prípadoch presunuli časť výroby mimo Číny, aby sa vysokým clám vyhli. Tento proces spôsobil zvýšenú neistotu na trhu práce v priemyselných regiónoch a znížil dynamiku rastu zamestnanosti vo výrobnom sektore.

Obchodná vojna mala vplyv aj na priame zahraničné investície do Číny. Tie sa v roku 2018 mierne spomalili, keďže investori vyčkávali na jasnejšie obchodné podmienky. **Domáce investície sa presmerovali viac do infraštruktúry a sektora služieb**, čo čiastočne vyvážalo oslabenie priemyslu zameraného na vývoz. Tento trend ukázal flexibilitu čínskej ekonomiky a jej schopnosť prispôbiť sa novým globálnym podmienkam.

Celkový rast HDP Číny reagoval v roku 2018 utlmením na 6,8 % a v roku 2019 klesol na 6,1 %, čo bolo mierne pod očakávaniami. Spomalenie bolo čiastočne práve dôsledkom obchodného napätia. Na druhej strane silná domáca spotreba a rastúci sektor služieb kompenzovali časť dosahov. Čínska ekonomika si tak udržala stabilitu a **pokračovala v postupnej transformácii od lacnej výroby k technológiám a výrobkom s vyššou pridanou hodnotou**.

Na vzniknutú situáciu reagovala aj domáca mena Číny. Čínsky jüan čelil tlaku na oslabenie voči doláru. Čiastočne sa tak dialo pre zásahy centrálnej banky, ktorá chcela udržať konkurencieschopnosť exportu. Finančné trhy výrazne kolísali, a to najmä akcie na vývoz orientovaných firiem.

Jedným z dosahov obchodnej vojny bolo aj urýchlenie čínskej snahy o diverzifikáciu výroby a podporu domáceho trhu. Čína zároveň posilnila svoje ambície v high-tech sektoroch, ako sú umelá inteligencia, robotika a elektromobilita. Presmerovanie obchodných tokov a zníženie závislosti od amerického trhu znížili zraniteľnosť čínskej ekonomiky voči budúcim geopolitickým šokom.

Pre Čínu predstavovala obchodná vojna výraznú výzvu, ale zároveň **urýchlila adaptáciu ekonomiky**. Napriek spomaleniu exportu a rastu HDP sa krajina zamerala na domáci trh, inovácie a technologický rozvoj. Obchodná

vojna tak nielen odhalila zraniteľné miesta čínskej ekonomiky, ale aj posilnila jej dlhodobú odolnosť voči externým šokom.

Vojna, ktorá nemá jasných víťazov

Obchodná vojna medzi USA a Čínou v roku 2018 ukázala, že geopolitika dokáže zásadne ovplyvniť chod svetovej ekonomiky aj finančných trhov. Spojené štáty čelili vyšším cenám dovozu, spomaleniu investícií a stratám exportérov, Čína zaznamenala oslabenie exportne orientovaných odvetví a spomalenie hospodárskeho rastu.

V oboch krajinách sme mohli sledovať výraznú volatilitu a neistotu na kapitálových trhoch. Hoci sa následky líšili, pretrvávajúci spoločný menovateľ je jasný: **náklady obchodných konfliktov vo veľkej miere znášajú firmy a spotrebiteľia, pričom víťazov je málo**. Zároveň sa urýchlilo preskupovanie dodávateľských reťazcov, tlak na sebestačnosť a dôraz na technologickú nezávislosť, čo sformovalo dlhodobé trendy globálnej ekonomiky.

Pre Čínu predstavovala obchodná vojna výraznú výzvu, ale zároveň urýchlila adaptáciu ekonomiky.

Pre investorov by mal byť kľúčovým ponaučením fakt, že politické rozhodnutia môžu mať rovnako silný dopad na portfólio ako ekonomické cykly či zmeny úrokových sadzieb. Diverzifikácia naprieč regiónmi a sektormi, riadenie rizík a flexibilný prístup k portfóliu sú preto základom úspešnej investičnej stratégie v čase neistoty na finančných trhoch.

Autor je privátny bankár Tatra banky.

Zdroje:

- International Monetary Fund (2019), *The Impact of US-China Trade Tensions*.
- World Bank (2019), *Global Economic Prospects*
- National Bureau of Economic Research (2019), *The 2018 Trade War and U.S. Consumers*
- Bloomberg, *Financial Times* – spravodajstvo a analýzy trhov počas obchodnej vojny
- Faigelson, P. D., Goldberg, P. K., Kennedy, P. J. & Khandelwal, A. K. (2021). *The Economic Impacts of the US-China Trade War*. National Bureau of Economic Research
- Brookings Institution – *More pain than gain: How the US-China trade war hurt America* (2019)
- National Bureau of Economic Research (NBER) – *The Economic Impacts of the US-China Trade War* (2021)

Viete, že to bude
dobrý rok,

keď investujete
do toho, čo poznáte.



2019: Hrozba ciel, sila diplomacie. Francúzska digitálna daň v skúške obstála

Text: Ján Vangor

Vstupné pre medzinárodného obchodníka do krajiny. Nástroj na výber dodatočných zdrojov pre rozpočet štátu. Ochrana národnej ekonomiky. Zabezpečenie fungovania verejných služieb. Takto rôzne by sme mohli definovať clá.

Zatiaľ čo v minulosti bolo preclievanie pomerne jednoduché, pretože tovar fyzicky prichádzal do krajiny, dnes je situácia zložitejšia. V poslednom desaťročí výrazne narástol vplyv veľkých technologických spoločností ako Google, Apple, Facebook (Meta) či Amazon – známych ako „digitálne giganty“. Hoci ide o „importované“ služby zo zahraničia, keďže nie sú fyzickým tovarom, clu nepodliehajú.

Ťažkosti predstavuje aj ich zdanenie. Zisky totiž presúvali do štátov s nižším daňovým zaťažením. V krajinách, kde reálne generovali zisk, ostávalo len nevyhnutné minimum.

Francúzska digitálna daň zmenila situáciu

Prvou krajinou v rámci Európskej únie, ktorá sa rozhodla v tejto oblasti výraznejšie zasiahnuť, bolo Francúzsko. Jednou z príčin bol aj národný dlh krajiny, ktorý narástol z takmer 60 % hrubého domáceho produktu v roku 2000 na úroveň 113 % hrubého domáceho produktu v roku 2024. A keďže znižovanie výdavkov štátu je z politického pohľadu zložité, vlá-

da hľadala dodatočné príjmy do štátneho rozpočtu v oblasti navyšovania daní a odvodov. Priestor našla aj v nerovnomernom zdanení veľkých technologických spoločností.

Francúzsko sa v roku 2019 rozhodlo túto nerovnosť riešiť zavedením vlastnej digitálnej dane, známej ako *taxe sur les services numériques (TSN)*. Táto daň sa vzťahovala na veľké technologické firmy s celosvetovým obrátom nad 750 miliónov eur a s príjmami vo Francúzsku nad 25 miliónov eur. Jej výška bola stanovená na **3 % z príjmov pochádzajúcich z digitálnych služieb poskytovaných používateľom vo Francúzsku**, napríklad z cielených reklám alebo zo sprostredkovania predaja cez platformy.

Zavedenie digitálnej dane vo Francúzsku vyvolalo ostrú reakciu zo strany Spojených štátov.

Francúzska vláda túto daň zaviedla späť od januára 2019. Argumentovala tým, že ide o dočasné riešenie, ktoré bude platiť, kým sa nepodarí dosiahnuť širšiu medzinárodnú daňovú dohodu, napríklad pod záštitou OECD.

Okrem dane prijal Francúzsko aj viaceré regulačné opatrenia. Príkladom je smernica DAC7, ktorá firmám ukladá povinnosť oznamovať príjmy svojich používateľov z online platforiem. V kombinácii s európskymi pravidlami ako Digital Markets Act (DMA) a Digital Services Act (DSA) Francúzsko potvrdilo svoj zámer aktívne zasahovať do digitálneho hospodárstva a nastaviť spravodlivejšie podmienky pre konkurenciu i výber daní.

Reakcia USA a hrozba vysokých cieľ

Zavedenie digitálnej dane vo Francúzsku vyvolalo **ostrú reakciu zo strany Spojených štátov**. Daň označili za zameranú hlavne na americké firmy, a teda diskriminačnú. V júli 2019 americký Úrad obchodného splnomocnenca začal formálne vyšetrovanie.

V decembri toho istého roka vyšetrovanie dospelo k záveru, že francúzska daň porušuje princípy spravodlivého medzinárodného obchodu. USA preto navrhli uvalenie cieľ **vo výške až 100 % na francúzske výrobky**, napríklad syry, kozmetiku či víno, v celkovej hodnote približne 2,4 miliardy dolárov.

Hoci tarify boli oficiálne oznámené, ich uplatnenie bolo nakoniec v januári 2021 pozastavené. Spojené štáty totiž nechceli vyhrotiť obchodný spor s Francúzskom a dali prednosť diplomacii. Medzičasom navyše podobné dane zaviedli ďalšie krajiny vrátane Rakúska, Španielska či Veľkej Británie, čo znížilo tlak na Francúzsko.

Obidve krajiny sa zároveň zapojili do rokovanií v rámci OECD, ktoré mali za cieľ **vytvoriť globálny rámec pre digitálne zdaňovanie**. Francúzsko dalo najavo, že svoju daň zruší alebo upraví, keď dôjde k dohode na globálnej úrovni.

Napriek tomu sa napätie medzi USA a Francúzskom – a všeobecne medzi USA a EÚ – v oblasti digitálnej regulácie udržiava dodnes.

Cesta k jednotnému zdaňovaniu pokračuje

Od zavedenia digitálnej dane v roku 2019 sa situácia v oblasti zdaňovania digitálneho trhu výrazne posunula. Francúzsko sa v roku 2023 zapojilo do **zavedenia pravidiel podľa smernice DAC7**, čo posilnilo kontrolu nad transakciami a príjmami používateľov digitálnych platforiem.

Zároveň sa aktívne podieľa na presadzovaní európskych pravidiel ako DMA a DSA. Tie zavádzajú pre veľké platformy nové povinnosti, napríklad pravidlá spravodlivej konkurencie, transparentnosť reklám či zodpovednosť za obsah. V roku 2025 Francúzsko dokonca oznámilo, že **zvažuje zvýšenie sadzby digitálnej dane na 5 %**, čo opäť vyvolalo reakcie najmä z USA.

Spojené štáty zatiaľ k odvetným opatreniam nepristúpili. Pravidelne však vyjadrujú obavy, že európske a francúzske regulácie sú protekcionistické a znevýhodňujú americké firmy.

Zároveň sa neustále **zvyšuje medzinárodný tlak na vytvorenie jednotného globálneho systému digitálneho zdaňovania**, ktorý by obmedzil potrebu zavádzania jednostranných daní a cieľ. Budúci vývoj tak bude do veľkej miery závisieť od toho, či sa podarí dosiahnuť dohodu v rámci OECD a či sa EÚ a USA dohodnú na spoločných pravidlách digitálneho trhu. Francúzsko aj naďalej zostáva jedným z lídrov v úsilí o reguláciu digitálnej ekonomiky.

V roku 2025 Francúzsko dokonca oznámilo, že zvažuje zvýšenie sadzby digitálnej dane na 5 %.

Autor je privátny bankár – senior Tatra banky.

Zdroje:

- *Is France heading for a Greek-style debt crisis?*
- *France Under Pressure: Analyzing the Economic Impact of US Tariffs - Euro Prospects*
- *France's Digital Tax Policy | ITIF*
- *U.S. Proposes Up to 100% Additional Duties Due to French Digital Tax | Insights | Jones Day*
- *France's digital tariff – disguised as a tax – is flawed*
- *US and France have reached a deal on digital tax, Macron says*
- *Digital Tax Map | Digital Taxes in Europe | Tax Foundation*
- <https://www.theguardian.com/world/2019/jul/16/france-will-not-back-down-on-digital-tax-despite-us-legal-threats>
- <https://itif.org/publications/2025/02/11/france-digital-tax-policy>
- <https://www.francebleu.fr/infos/economie-sociale/la-taxe-sur-les-geants-du-numerique-a-rapporte-375-millions-d-euros-a-la-france-en-2020-1630489352>
- <https://www.lefigaro.fr/secteur/high-tech/la-taxe-gafa-devrait-rapporter-670-millions-d-euros-a-l-etat-en-2023-20221026>
- <https://www.rtf.be/article/en-france-la-taxe-gafa-pourrait-rapporter-un-demi-milliard-deuros-en-2022-10847019>

1982: Ako sa začala najdlhšia obchodná vojna Severnej Ameriky?

Text: Pavol Chlíp

Spor o mäkké drevo vtiahol Kanadu a Spojené štáty americké do jedného z najdlhšie trvajúcich a najzložitejších konfliktov v histórii Severnej Ameriky.

Všetko sa začalo v roku 1982, no situácia sa neupokojovala ani po desaťročiach. Z pomerne bežnej obchodnej nezhody sa stal symbol ekonomického nacionalizmu, politického populizmu a neúprosneho boja o trh.

Pozadie sporu: Rozdielne systémy v drevárskom priemysle

V 70. a 80. rokoch bol kanadský drevospracujúci priemysel významným exportérom mäkkého dreva – predovšetkým smrekového a borovicového – do USA. Kanada ho **dokázala dodávať za nižšie ceny**, pretože podľa amerických spracovateľov dreva využívala podporu svojich regionálnych aj federálnych inštitúcií. Tie jej mali umožňovať umelo znižovať výrobné náklady.

V Kanade totiž bola a je drvivá väčšina lesov **vo verejnom vlastníctve**. Štát dlhodobou do veľkej miery ovplyvňuje cenu vyťaženého dreva, čo môže viesť k cenám nižším,

ako je jeho reálna trhovú hodnotu. Naopak, v Spojených štátoch boli a sú komerčne využívané lesy prevažne v súkromných rukách a o cene dreva tak rozhoduje trhový mechanizmus.

Americkí producenti dreva argumentovali, že **takáto prax ich neúmerne poškodzuje** a spôsobuje zatváranie píl a stratu pracovných miest, najmä v štátoch ako Washington a Oregon. Rozdiel v systémoch sa stal iskrou, ktorá zapálila obchodný požiar.

Nie je to len o stromoch.
Ide o moc, suverenitu
a o to, kto skutočne
drží v rukách kormidlo
obchodu.

Kanadské drevo ako hrozba pre domácich výrobcov

Americké ministerstvo obchodu pôvodne v roku 1983 zamietlo žiadosť o zavedenie dovozných ciel. Do roku 1985 však kanadský drevársky priemysel ovládol viac než tretinu amerického trhu, čo vyvolalo silný tlak zo strany americ-

kých producentov. Vznikla Koalícia za spravodlivý dovoz dreva (Coalition for Fair Lumber Imports), ktorá **žiadala zavedenie ciel až do výšky 27 %**.

Reaganova éra – prvý výbuch a tisíce Kanadčanov bez práce

V roku 1986 pod tlakom amerických lobistov prezident Ronald Reagan pohrozil zavedením dovozného cla na úrovni 15 %. Kanada chcela zabrániť obchodnej katastrofe, a tak uzavrela *Memorandum of Understanding* – dohodu o samoregulácii vývozu. Dobrovoľne **zaviedla daň 15 % na vývoz dreva do USA**. Peniaze tak ostávali v Kanade namiesto toho, aby ich vo forme cla vyberali Spojené štáty.

Napriek tomu tento krok stál kanadskú ekonomiku približne 600 miliónov dolárov ročne. Britská Kolumbia – najväčší exportér dreva – na toto opatrenie doplatila najviac. Tisíce ľudí stratili prácu a malé komunity ekonomicky upadali.

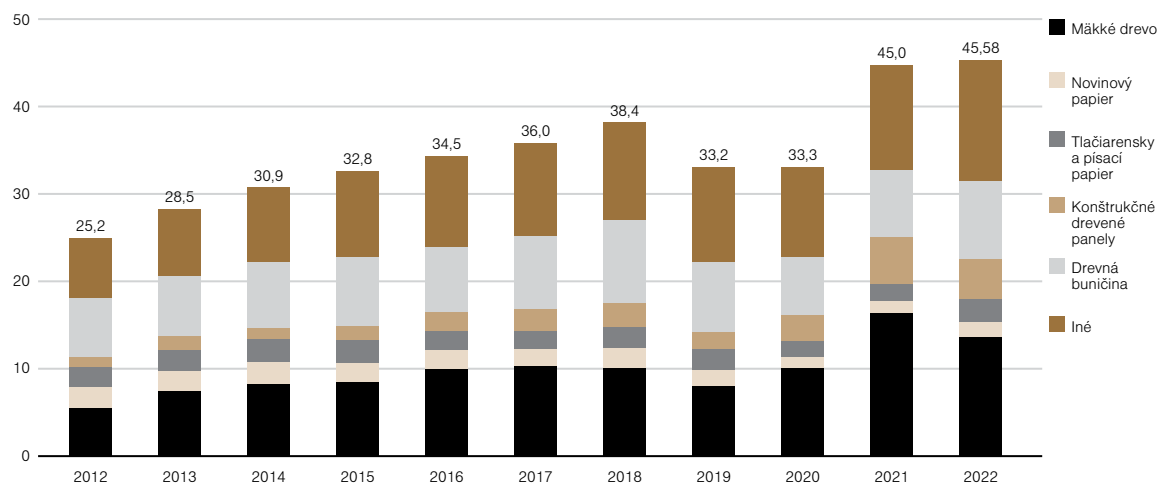
4 miliardy dolárov z USA späť do Kanady

Dohoda o samoregulácii platila do roku 1991, keď ju Kanada ukončila. USA následne zaviedli clá, proti ktorým sa Kanada začala brániť v konaniach podľa pravidiel



Export kanadských lesných produktov v rokoch 2012– 2022

(v miliardách dolárov)



Zdroj: Natural Resources Canada, RBC Thought Leadership

Severoamerickej dohody o voľnom obchode (NAFTA) a na pôde Svetovej obchodnej organizácie (WTO – World Trade Organization).

V rámci WTO Kanada opakovane napádala americké clá ako porušenie pravidiel medzinárodného obchodu. WTO rozhodla, že **americké clá sú neodôvodnené**, pretože neexistuje dostatočný dôkaz o tom, že kanadský systém „stumpage fees“ (poplatky za ťažbu dreva) predstavuje špecifickú subvenciu. Kanada poukazovala na to, že americké

clá zvyšujú ceny bývania v USA, čo poškodzuje aj amerických spotrebiteľov.

V rámci NAFTA Kanada využívala mechanizmus riešenia sporov *Chapter 19*, ktorý umožňoval nezávislé preskúmanie rozhodnutí o clách. V roku 2001 USA zaviedli najvyššie clo v histórii sporu vo výške 27 %. V roku 2004 NAFTA tribunál rozhodol, že USA týmto krokom porušili pravidlá. O dva roky neskôr **Kanada získala späť 4 miliardy dolárov**, ktoré Spojené štáty vybrali ako neoprávnené clo. Išlo o najväčší





obchodný návrat v histórii USA. Napriek tomu krajina pokračovala v zavádzaní ciel, čím sa spor dostával do nekonečného cyklu právnych výziev a odvetných opatrení.

USMCA: Nová dohoda, staré problémy

V roku 2020 nahradila NAFTA nová dohoda USMCA (United States-Mexico-Canada Agreement, v Kanade známa ako CUSMA). Kanadská vláda v nej videla šancu na stabilnejšie a predvídateľnejšie prostredie, v ktorom by obchodné napätie ustúpilo pragmatickému partnerstvu. Realita však nespĺnila tieto očakávania.

V lete 2025 administratíva prezidenta Donalda Trumpa pristúpila k razantnému kroku. Americké ministerstvo obchodu **zvýšilo clá na kanadské mäkké drevo na približne 35 %**, čo predstavuje viac než dvojnásobok predchádzajúcej úrovne 14,4 %. Oficiálne zdôvodnenie sa opieralo o obvinenia z „nadmerných kapacít a dumpingových praktík“ v kanadskom drevárskom sektore.

Týmto krokom sa drevo opäť stalo nie iba komoditou, ale politickou municiou, ktorou Washington testuje odolnosť svojho severného partnera. Zároveň dáva najavo, že v hre o moc a pravidlá obchodu sú Spojené štáty pripravené postupovať bez kompromisov.

Paradox závislosti je aktuálny aj dnes

Hoci Spojené štáty tvrdia, že chránia domácich producentov, realita je zložitejšia. Americká výstavba domov by bez kanadského dreva kolabovala. Kanada potrebuje americký trh, ale USA potrebujú kanadské drevo. Spor sa tak mení na ekonomický paradox, kde obe strany trpia, ale ani jedna nechce ustúpiť.

Autor je privátny bankár – senior Tatra banky.

Zdroje:

- <https://uslumbercoalition.org/>
- [Softwood Lumber Dispute | The Canadian Encyclopedia](#)
- [Softwood lumber recent developments](#)
- [Turning the Tables: How Canada can shake off the U.S. softwood lumber dispute and grow the sector – RBC](#)
- [The Canada-US Softwood Lumber Dispute: A Test Case for the Development of International Trade Rules on JSTOR](#)
- [The Softwood Lumber Dispute – A Longstanding Battle & Its Impact On Canadian Businesses](#)
- <https://financnenoviny.com/usa-cla-na-drevo-nedokazali-zastavit-pokles-cien-v-dosledku-klesajuceho-dopytu-po-byvani/>
- [Canada-United States softwood lumber dispute – Wikipedia](#)
- <https://www.latimes.com/archives/la-xpm-1986-10-17-mn-5540-story.html>

1932: Keď clá rozdelili Britániu a Írsko

Text: Marta Molnári

Z historického hľadiska bolo Írsko úzko späté s pomerne väčšou britskou ekonomikou. Používalo rovnakú menu a malo podobný právny systém aj inštitúcie.

Nezávislosť získaná na základe Anglo-írskej dohody z roku 1921 poskytla Írskemu slobodnému štátu väčšiu možnosť ovplyvňovať všetky oblasti hospodárskej politiky. Po rozde-

lení museli nástupnícke štáty vykročiť na odlišnú cestu, a to ako v politickom, tak aj v ekonomickom smere.

Aj po rozdelení si Írsky slobodný štát a Spojené kráľovstvo Veľkej Británie a Severného Írska zachovali úzke obchodné vzťahy. Až 90 % celého írskeho poľnohospodárskeho vývozu smerovalo do Veľkej Británie. V roku 1932 však tieto krajiny začali takzvanú hospodársku vojnu, ktorá stála Írsky slobodný štát približne 48 miliónov libier.

Príčinou konfliktu boli pozemkové renty

Počiatky konfliktu spočívali v nesplnení záväzkov Írskeho slobodného štátu voči britskej vláde, konkrétne v oblasti

úhrad pozemkových rent. V predchádzajúcich desaťročiach totiž britská vláda poskytovala nájomným farmárom finančné prostriedky na odkúpenie obrábanej pôdy. Pozemkové renty predstavovali pravidelné splátky týchto úverov. Britské ministerstvo financií ich využívalo na úhradu istiny a úrokov z dlhopisov vydaných na základe pozemkových zákonov prijatých pred vyhlásením írskej nezávislosti. Okrem rent boli pozastavené aj niektoré ďalšie platby. **Pre politickú stranu Fianna Fáil sa ich neplatenie stalo súčasťou širšieho odporu voči nepopulárnej Anglo-írskej dohode z roku 1921.** Tento postoj si získal podporu najmä medzi farmármi, ktorí vnímali povinnosť ich splácať ako nespravodlivú.

Ako sa dalo očakávať, britská vláda prejavila značnú nevoľu voči neplneniu finančných záväzkov zo strany Írskeho slobodného štátu. Teoreticky mohlo Spojené kráľovstvo vyhlásiť nesplácanie pozemkových dlhopisov a zodpovednosť pripísať Írsku. Takýto postup by však bol mimoriadne rizikový. Väčšinu týchto dlhopisov totiž vlastnili britské finančné inštitúcie, ktoré by v prípade nesplatenia utrpeli značné straty.

Zavedenie ciel vo výške 20 %

Britská vláda preto považovala za nevyhnutné zabezpečiť splácanie záväzkov voči držiteľom dlhopisov a z Írska potrebné prostriedky získať. Napriek určitej váhavosti, čo sa týka vyhlásenia obchodnej vojny, napokon prevážili politické záujmy nad tými ekonomickými, ako boli obchod a zamestnanosť.

Dôsledkom bolo uvalenie dovozných ciel vo výške 20 %, ktoré sa vzťahovalo na všetky tovary dovážané z Írskeho slobodného štátu. Ich cieľom mala byť nielen kompenzácia vzniknutých strát, ale aj politický tlak. Tento krok sa najviac dotkol poľnohospodárskych produktov, najmä hovädzieho mäsa, čo tvrdo zasiahlo írskych farmárov.

Írsky slobodný štát reagoval odvetnými opatreniami. Zaviedol dovozné clá na britský a severoírsky tovar vrátane uhlia, cementu, elektrických zariadení, strojov, železa a ocele.

Predstavitelia írskej vlády si uvedomovali možné negatívne hospodárske dôsledky vyplývajúce z obchodného konfliktu. Predpokladali však, že táto situácia môže priniesť aj určité výhody. Verili, že by mohla podporiť rozvoj hospodárskej sebestačnosti. Ako príklad uvádzali zvýšenú produkciu pšenice a cukrovej repy, čím by sa zabezpečila ich dostatočná zásoba pre domáci trh. **Zároveň videli príležitosť na diverzifikáciu poľnohospodárskej výroby.** Vláda predpokladala, že zvýšenie cien britského tovaru by mohlo motivovať írskych občanov k zakladaniu vlastných podnikov schopných konkurovať britskému priemyslu. Hospodársky konflikt predstavoval súčasť politickej stratégie zameranej proti pretrvávajúcemu britskému vplyvu.

Vplyv na Írsky slobodný štát: Vyššia nezamestnanosť a nižšia životná úroveň

Hospodárska vojna mala na ekonomiku Írskeho slobodného štátu mimoriadne závažný vplyv. Keďže približne 90 % írskeho vývozu smerovalo do Spojeného kráľovstva, ocitla sa na pokraji kolapsu. **Celkové náklady konfliktu sa odhadujú na približne 48 miliónov líbier.**

Jednou z hlavných príčin bol rozvrat živočíšnej výroby, ktorá predstavovala kľúčový pilier hospodárstva. Vývoz dobytky poklesol o 35 % v porovnaní s úrovňou z roku 1929. Ceny hovädzieho mäsa na domácom trhu v dôsledku jeho nadbytku klesli. Nedostatok možností na vývoz do iných krajín viedol k bankrotu mnohých írskych farmárov.

Napriek vládny dotáciám, ktoré mali motivovať farmárov k pestovaniu nových plodín, bola diverzifikácia poľnohospodárstva obmedzená. Prechod na nové formy výroby



si mohli dovoliť len väčšie hospodárstva, pričom trhové podmienky pre nové komodity prakticky neexistovali. Vláda predpokladala, že zdanenie britského tovaru prispeje k rozvoju domácich priemyselných odvetví. Tento cieľ sa však nenaplnil pre nedostatok investícií. Novovzniknuté podniky neboli orientované na export, čo výrazne obmedzilo ich hospodársky potenciál.

V dôsledku týchto faktorov došlo k prudkému nárastu nezamestnanosti – z 29 000 v roku 1931 na 138 000 v roku 1935. **Životné náklady vzrástli, zatiaľ čo životná úroveň obyvateľstva klesla.** Krajina čelila chronickému nedostatku uhlia, čo spôsobilo obmedzenia vo výrobe elektrickej energie a v železničnej doprave. Emigrácia nadobudla masový charakter a v dôsledku nedostatkových investícií vzniklo len minimum nových priemyselných odvetví.

Vplyv na Spojené kráľovstvo: Nedostatok mäsa aj mlieka

Podiel Spojeného kráľovstva na trhu Írskeho slobodného štátu poklesol z 76 % v roku 1932 na 54 % v roku 1935. Zároveň obchodný konflikt vývoj viedol k nedostatku dovážaného írskeho hovädzieho mäsa a mliečnych výrobkov na britskom trhu.

Vplyv na Severné Írsko: Ekonomické straty aj nárast pašovania

V Severnom Írsku bola situácia komplikovanejšia. Na rozdiel od zvyšku Spojeného kráľovstva sa nevedelo rýchlo preorientovať na vývoz do iných krajín. Jeho hospodárska prosperita bola vo veľkej miere závislá práve od cezhraničného obchodu s Írskym slobodným štátom. **Miestni poľnohospodári utrpeli straty v dôsledku odvetných ciel zavedených írskou vládou, ako aj cezhraničného bojkotu.** Po narušení vzájomného obchodu sa Severné Írsko usilovalo o nájdenie nových trhov pre svoje výrobky. V reakcii na obmedzenia sa zároveň výrazne zvýšila miera pašovania.

Ako sa hospodárska vojna skončila?

V roku 1935 Spojené kráľovstvo a Írsky slobodný štát podpísali dohodu o obchode s uhlím a dobytkom, ktorá prispela k zmierneniu niektorých hospodárskych tlakov. Finančné problémy však naďalej pretrvávali a negatívne ovplyvňovali vzájomné politické vzťahy. **Predstavitelia britskej vlády prejavili záujem o ich zlepšenie a rozhodli sa podniknúť kroky smerujúce k ukončeniu hospodárskeho konfliktu.** S týmto cieľom otvorili otázku tzv. zmluvných prístavov.

Na základe Anglo-írskej zmluvy z roku 1921 Spojené kráľovstvo stále kontrolovalo tri námorné základne v Írskom slobodnom štáte – Cobh (Queenstown), Berehaven a Lough Swilly. Tieto prístavy mali strategický význam pre obranu Britských ostrovov a ochranu atlantických námorných ciest.

Predstavovali zároveň pokračujúcu britskú vojenskú prítomnosť na írskom území napriek získaniu nezávislosti.

Britská strana si uvedomovala strategický význam týchto prístavov. Zároveň však vnímala, že bez írskej podpory je ich hodnota obmedzená. **Vzhľadom na napätú situáciu v Európe a hrozbu vojny dospela k záveru, že stabilné vzťahy so susedným štátom sú prioritou.** Predpokladala sa, že vyriešenie týchto otázok by mohlo viesť k zlepšeniu anglo-írskeho vzťahu a k väčšej ochote spolupracovať v prípade medzinárodného konfliktu. Z pohľadu írskej strany by navrátenie prístavov uvedených v zmluve výrazne uľahčilo vyhlásenie neutrality v prípade vojny.

Na základe týchto úvah sa začiatkom roka 1938 začali oficiálne rokovania, ktoré vyústili do podpisu troch dohôd medzi oboma štátmi. **Tieto dohody formálne ukončili hospodársku vojnu a zároveň vyriešili viaceré dlhodobé sporné otázky.**

Anglo-írske dohody z roku 1938

Podmienky dohôd uzavretých medzi Spojeným kráľovstvom a Írskym slobodným štátom v roku 1938 sa týkali troch hlavných oblastí: financií, obchodu a obrany.

FINANČNÁ OBLASŤ

- Pozemkové renty, ktoré boli predmetom dlhodobého sporu, boli zrušené.
- Írska strana uhradila jednorazovú platbu vo výške 10 miliónov libier ako vyrovnanie všetkých finančných pohľadávok, čím sa nahradila pôvodná požiadavka na splatenie sumy vo výške 78 miliónov libier.

OBCHODNÁ OBLASŤ

- Obe krajiny sa dohodli na zrušení dovozných ciel, ktoré boli zavedené počas predchádzajúcich piatich rokov v rámci hospodárskeho konfliktu.
- Zmluvné strany sa zaviazali k priaznivejšiemu zaobchádzaniu s vývozom druhej strany na obdobie troch rokov, hoci niektoré kvóty a clá zostali zachované.
- Írsko si zároveň ponechalo právo uplatňovať ochranné clá na vybrané britské produkty s cieľom podporiť rozvoj domácich priemyselných odvetví.

OBRANNÁ OBLASŤ

- Spojené kráľovstvo bez akýchkoľvek podmienok vrátilo Írskemu slobodnému štátu tzv. zmluvné prístavy, čím sa vyriešila jedna z kľúčových otázok bilaterálnych vzťahov.

Autor je privátny bankár Tatra banky.

Zdroje:

- Foley-Fisher, N., McLaughlin, E. 2016. *Sovereign Debt Guarantees and Default: Lessons from the UK and Ireland, 1920 – 1938, European Economic Review*, 87
- Loughman, M. 2025. *Our Cattle Problem: Fianna Fáil, the Irish Cattle Trade and the Economic War, 1932 – 1938. Irish Economic and Social History*
- O'Rourke, K. H. 2017. *Independent Ireland in Comparative Perspective. Irish Economic and Social History*, 44(1)
- O'Rourke, K. H. 1991. *Burn Everything British but Their Coal: The Anglo-Irish Economic War of the 1930s, The Journal of Economic History*, 51(2)
- O'Neil, T. M. 2008. *Handing Away the Trump Card? Peadar O'Donnell, FF, and the Non-Payment of Land Annuities Campaign, 1926 – 1932, New Hibernia Review*, 12(1)

BlackRock®

Ako prví na Slovensku
vám prinášame unikátne
investičné príležitosti

Diskrétny. Vzácný.





1930: Hranice namiesto obchodu: Colný zákon Smoot-Hawley

Text: Richard Krajčák

Rok 1930 sa zapísal do dejín medzinárodného obchodu ako symbol protekcionizmu a uzatvárania trhov. Hlavnou príčinou bol colný zákon Smoot-Hawley. Jeho cieľom bolo ochrániť amerických farmárov a priemysel pred dôsledkami začínajúcej sa Veľkej hospodárskej krízy. Spustil však vlnu odvetných opatrení a prispel k dramatickému poklesu svetového obchodu.

Po prvej svetovej vojne zostávali Spojené štáty verné politike vysokých ciel. Ochranu amerického priemyslu zvýšil už Fordneyho-McCumberov zákon z roku 1922. Podobný zásah proti zahraničnej konkurencii žiadali aj farmári, ktorí trpeli klesajúcimi cenami poľnohospodárskych plodín.

Obsah zákona: Clá takmer 60 % na vyše 20 000 tovarov

Hlavnými tvorcami pripravovaného zákona boli dvaja republikáni – senátor Reed Smoot a kongresman Willis Hawley, podľa ktorých bol colný zákon (*Smoot-Hawley Tariff Act*) pomenovaný.

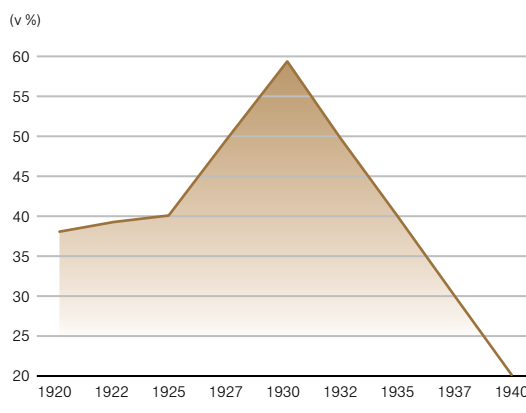
Počas jeho prípravy sa v Kongrese vytvorila koalícia záujmových skupín, ktorá spustila *logrolling*. V praxi išlo o vzájomné podporovanie návrhov jednotlivých zákonodarcov pre odvetvia v ich regiónoch. Zástupcovia štátov s rozvinutým ropným priemyslom napríklad hlasovali za vyššie clá na drevo a zástupcovia lesníckych štátov zas schválili vyššie clá na ropu. Výsledkom bol zákon, ktorý namiesto miernych úprav sadzieb **dramaticky zvýšil clo na viac než 20 000 položiek.**

Smoot-Hawley zvýšil priemernú colnú sadzbu na tovar podliehajúci clu (*dutiable tariff rate*) na približne 59 %, čo bola najvyššia úroveň od 19. storočia. Clo sa dotklo nielen poľnohospodárskych produktov, ale aj priemyselných tovarov, čo vyvolalo nevôľu zahraničných partnerov.

Prijatie zákona: Politici ignorovali ekonómov

Zákon prešiel Snemovňou reprezentantov v máji 1929 a v marci 1930 po búrlivej debate aj Senátom, pričom **hlasovanie odrážalo silný vplyv záujmových skupín.**

Graf 1: Priemerná colná sadzba v USA (1920 – 1940)



Zdroj: fraser.stlouisfed.org - *United States in the World Economy* (Dept. of Commerce 1943)

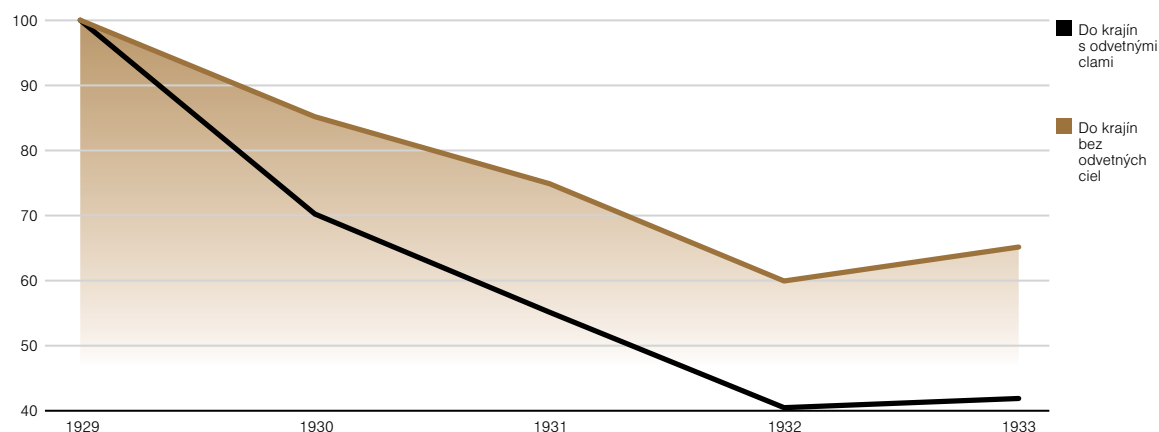
Proti zákonu sa postavila väčšina odborníkov. Vyše tisíc univerzitných profesorov ekonómie podpísalo otvorený list prezidentovi Hooverovi, v ktorom varovali pred jeho dôsledkami. Hoover síce váhal, no nakoniec zákon 17. júna 1930 podpísal, pretože politický tlak bol silnejší než odborné argumenty.

Hoover síce váhal, no nakoniec zákon 17. júna 1930 podpísal, pretože politický tlak bol silnejší než odborné argumenty.



Graf 2: Exporty USA podľa reakcie partnerov (1929 – 1933)

[Index (1929 = 100)]



Zdroj: fraser.stlouisfed.org - United States in the World Economy (Dept. of Commerce 1943)

Medzinárodná reakcia: Zavedenie odvetných opatrení

Zahraničie **zareagovalo rýchlo a tvrdo**. Kanada ako najväčší obchodný partner USA zvýšila clá už v roku 1930 a neskôr sa orientovala viac na obchod v rámci Britského impéria. Veľká Británia v roku 1932 zaviedla *Imperial Preference System*, ktorý zvýhodňoval obchod medzi kolóniami. K odvetným opatreniam pristúpili aj ďalšie krajiny Latinskej Ameriky a Európy. Nedôvera voči americkej obchodnej politike narastala a Washington postupne strácal vplyv v medzinárodnom obchode.

Následky: Obrovský pokles svetového obchodu

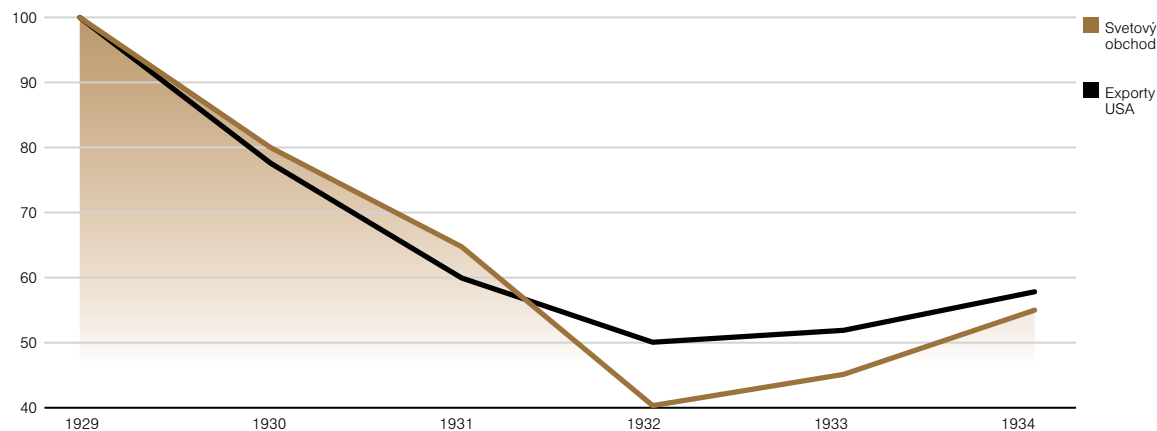
Svetový obchod medzi rokmi 1929 a 1934 klesol o približne dve tretiny. Podľa analýz Spoločenstva národov tento prepád spôsobila kombinácia hospodárskej krízy a protekcionistických opatrení. Americký export do krajín s odvetnými clami sa znížil celkovo o približne 60 %, pričom podľa ekonomických štúdií čistý vplyv samotných odvetných ciel predstavoval 28 – 33 %.

Aj keď je nesprávne pripísať celú hĺbku Veľkej hospodárskej krízy zákonu Smoot-Hawley, **tento právny akt bezpochyby prehĺbil a rozšíril globálny hospodársky úpadok**.



Graf 3: Pokles svetového obchodu a exportov USA po prijatí zákona Smoot-Hawley (1929 – 1934)

[Index (1929 = 100)]



Zdroj: fraser.stlouisfed.org - United States in the World Economy (Dept. of Commerce 1943)

Zákon Smoot-Hawley sa stal negatívnym symbolom protekcionizmu. Už v roku 1934 prijal Kongres *Reciprocal Trade Agreements Act*, ktorý otvoril cestu k postupnému znižovaniu ciel a k medzinárodným dohodám.

Autor je privátny bankár Tatra banky.

Zdroje:

- U.S. Senate - The Great Depression and the Smoot-Hawley Tariff
- Encyclopedia Britannica - Smoot-Hawley Tariff Act (1930, United States)
- Irwin, D. A. - The Smoot-Hawley Tariff: A Quantitative Assessment (NBER Working Paper No. 5509, 1996)
- Irwin, D. A., & Kroszner, R. S. (1996). Log-Rolling and Economic Interests in the Passage of the Smoot-Hawley Tariff Act (NBER Working Paper No. w5510)
- Mitchener, K., O'Rourke, K., Wandschneider, K. - The Smoot-Hawley Trade War (ifo Working Paper, 2010)
- League of Nations - World Economic Survey 1932-34 (Ženeva, 1934)
- Eichengreen, B. - The Political Economy of the Smoot-Hawley Tariff (Research Paper, 1986)

Globálni investori dnes vnímajú zákon Smoot-Hawley ako historické ponaučenie, ktoré je v súvislosti s novými tarifnými politikami mimoriadne aktuálne.

Odkaz: Historické ponaučenie aktuálne aj dnes

Historická skúsenosť z roku 1930 ukazuje, že v čase kríz môže byť lákavé zatvárať trhy, no odvetné opatrenia partnerov spravidla vedú k ešte väčšiemu hospodárskemu poškodeniu. Tento príbeh sa preto často spomína aj v súčasných debatách o obchodných vojnách a globalizácii.

Globálni investori dnes vnímajú zákon Smoot-Hawley ako historické ponaučenie, ktoré je v súvislosti s novými tarifnými politikami mimoriadne aktuálne. Očakávajú, že **protekcionizmus pravdepodobne zníži atraktivitu trhov pre investorov**. V takejto situácii bude kľúčová diverzifikácia, ako aj opatrnejšie, defenzívne investičné stratégie s nižším rizikom. Politická neistota zároveň vedie k rastu rizikových prémie, investori v takomto prostredí teda očakávajú vyššie výnosy ako kompenzáciu za väčšie riziko.





1892: Mélinova tarifa alebo protekcionalizmus po francúzsky

Text: Michal Bernát

Rok 1892 sa považuje za koniec francúzskeho experimentu s voľným obchodom a návrat krajiny k protekcionalizmu. V tomto období išlo o jednu z najdôležitejších ekonomických zmien vtedajšieho Francúzska.

Koniec 19. storočia sa niesol v duchu rastúceho nacionalizmu, ako aj obáv z rastúcej medzinárodnej konkurencie a následného protekcionalizmu. Krajiny, napríklad Spojené štáty, zavádzali clá, pretože v nich videli recept na ochranu štátnej ekonomiky.

Boj proti zahraničnej konkurencii

Podobné myšlienky sa objavovali aj v Tretej francúzskej republike. Niektorí priemyselníci a poľnohospodári **chceli posilniť svoje postavenie na domácom trhu, stabilizovať ceny a tým udržať ziskovosť svojich podnikov** oproti rastúcej zahraničnej konkurencii.

Východisko videli práve vo zvýšení dovozných ciel na výroby, ktoré produkovali. Francúzski producenti železa a pšenice vytvorili silnú alianciu a presadzovali tieto myšlienky aj medzi politickými elitami. Výsledkom bol súbor vysokých dovozných ciel známy pod názvom Mélinova tarifa, ktorý v roku 1892 ukončil obdobie voľného obchodu. Jeho strojcom bol francúzsky politik Félix Jules Méline, vášnivý zástanca protekcionalizmu.

Hoci sa zákon prezentoval ako nástroj na ochranu pracovných miest a národného hospodárstva, **v skutočnosti zvýhodňoval veľkých producentov a priemyselné elity.** Dosahy Mélinovej tarify možno ilustrovať na ľanovom, vlnenom či bavlnenom priemysle.

„To, čo musíme clami brániť, je práca – teda pracovné miesta a chlieb našich robotníkov.“

Jules Méline

Ľanový priemysel: Prepúšťanie a nekvalitné suroviny

Hoci zástupcovia ľanového priemyslu tvrdili, že tarifa zachránila ich odvetvie pred zahraničnou konkurenciou, dôsledky boli skôr rozpačité. Produkcia sa síce stabilizovala, ale robotníci veľa nezískali.

Nastalo sezónne prepúšťanie, začali sa používať nekvalitné suroviny a skracoval sa pracovný čas, čo viedlo k zníženiu zárobkov pracovnej triedy. Odbory taktiež informovali, že sťažnosti zamestnancov viedli k ich prepúšťaniu. Táto skutočnosť ich prirodzene odrádzala od akéhokoľvek odporu.

Vlnený priemysel: Výsledky boli rozpačité

V oblasti Remešu, ktorý bol závislý od exportu, Mélinova tarifa nepomohla. Zahraničné trhy sa uzatvárali a predaj klesol.

V oblasti Fourmies nastalo radikálne znižovanie počtu firiem a zamestnancov, pričom mzdy sa znížili. Štrajky, ktoré nasledovali, síce ustali, ich koniec však nebol spôsobený spokojnosťou pracujúcich, ale slabšou rokovacou pozíciou.

Oblasť Roubaix zaznamenala nárast miezd, no zvýšil sa pracovný čas, a to až na 72 hodín týždenne. V porovnaní napríklad s Anglickom to bolo výrazne viac. Zavádzanie novej techniky a strojov viedlo k zníženiu počtu pracujúcich detí, ale aj celkového príjmu rodín.

Bavlnený priemysel: Príjmy rodín klesali

V Lille výrobcovia tvrdili, že tarifa zlepšila mzdy o 10 až 15 % a skrátila pracovný čas. Odbory však upozorňovali na zlé podmienky v starších továrňach, únavu a zvýšené pracovné tempo.

V Rouene sa investovalo do automatických technológií a produkcia rástla. Mzdy sa síce mierne zvýšili, ale pokles sadzieb za kusovú prácu a nahrádzanie mužov ženami viedli k poklesu rodinných príjmov.

Vo Vosges sa tarifa považovala za úspech – mzdy údajne stúpili o 40 %. Odbory však tvrdili, že zvýšenie zárobkov bolo výsledkom zrýchlenia práce, nie zlepšenia podmienok.

Dôsledky: Viac detí, menej vzdelávania

Clá a tarify ovplyvnili celkovú socioekonomickú situáciu v štáte. Vyššie príjmy farmárov zatriaktívili poľnohospodárstvo viac než priemysel. Keďže poľnohospodárstvo nevyžadovalo kvalifikovanú pracovnú silu, motivácia investovať do vzdelania sa znižovala.

V oblastiach s vysokou produkciou obilnín sa preto najmä počas žatvy znížila školská dochádzka. Časť rodičov totiž radšej posielala deti na pole ako do školy. Zároveň sa zvýšila pôrodnosť, aby rodina získala viac pracovnej sily.

Tento trend **potvrdzuje teóriu „zjednoteného rastu“, ktorá spája technologický pokrok s dopytom po vzdelaní.**

V tomto prípade Francúzsko spravilo takpovediac krok vzad. Namiesto postupu smerom k modernej ekonomike založenej na vzdelaní a technológiách sa krajina čiastočne vrátila k starému modelu. V ňom bolo dôležitejšie mať viac detí – pracovnej sily než investovať do ich vzdelania. Tým sa znížila návratnosť investícií do ľudského kapitálu a mohol sa obmedziť aj dlhodobý hospodársky rast krajiny.

Od Mélinovej tarify k súčasným výzvam

Mélinova tarifa chránila francúzsky priemysel prostredníctvom vysokých dovozných ciel, pričom sa opierala o rétoriku národného záujmu a ochrany domácej produkcie. Tento mechanizmus však zároveň **prehĺbil existujúce ekonomické nerovnosti.** Zatiaľ čo domáci výrobcovia získali ochranu pred zahraničnou konkurenciou, robotníci vo Francúzsku čelili zníženým mzdám a zhoršeným pracovným podmienkam.

Tento historický príklad ilustruje mechanizmus, ktorý pozorujeme aj dnes. V súčasných svetových obchodných konfliktoch sa obchodné politiky často prezentujú ako ochrana domácich pracovníkov. V praxi však môžu legiti-mizovať znevýhodňovanie najzraniteľnejších skupín, a to vrátane tých, ktorých majú údajne chrániť, ale aj migrantov či sezónnych pracovníkov.

Autor je privátny bankár Tatra banky.

Zdroje:

- *The Méline Tariff as Social Protection: Rhetoric or Reality?*
- *Shoot Out in the O.K. Corral: Revisiting the Méline Tariff in an Age of Global Trade War – EuropeNow*
- *rd47-en.pdf*
- *Protectionism and the Education-Fertility Trade-off in Late 19th Century France*



Digitálna transformácia Tatra banky: Ako mobilná aplikácia mení spôsob správy financií

Text: Petra Moravčíková

Digitálne bankovníctvo sa stáva neoddeliteľnou súčasťou každodenného života klientov, ktorí očakávajú rýchle, bezpečné a jednoduché riešenia.

Tatra banka ako líder na slovenskom trhu neustále investuje do rozvoja svojej mobilnej aplikácie. V posledných

mesiacoch predstavila viacero nových funkcií, ktoré výrazne zvyšujú komfort, bezpečnosť a možnosti správy financií priamo v mobilnom zariadení.

Digitálna hypotéka^{TB} – financovanie nehnuteľnosti bez návštevy pobočky

Jednou z najzásadnejších inovácií, ktoré Tatra banka v poslednom období priniesla, je Digitálna hypotéka^{TB}. Ide o plne digitálny proces vybavenia hypotéky dostupný 24 hodín denne a 7 dní v týždni priamo cez mobilnú aplikáciu.

Klienti už nemusia absolvovať návštevy pobočiek a môžu celý proces vybaviť z pohodlia domova alebo kancelárie.

Záujemcovia o hypotéku si môžu v aplikácii rýchlo vytvoriť konzultáciu, nahrať všetky potrebné dokumenty a sledovať stav vybavenia svojej žiadosti v reálnom čase. Pre neklientov banky je pripravené overenie identity prostredníctvom moderných technológií, ako sú tvárová biometria a sken občianskeho preukazu. Vďaka nim sa už v úvodných fázach eliminuje potreba osobnej návštevy pobočky.

Celý proces je transparentný a **klient vidí každý krok – od posúdenia dokladov cez prípravu zmlúv až po finálny podpis**. V prípade otázok môže kontaktovať hypotekárneho špecialistu priamo z aplikácie, ktorý ho sprevádza celým procesom. Tento digitálny prístup výrazne skracaie čakacie lehoty a zvyšuje pohodlie klientov. Hypotéku si tak môžu vybaviť rýchlejšie a jednoduchšie než kedykoľvek predtým.

Vylepšené otváranie podnikateľského účtu Tatra Business^{TB}

Pre podnikateľov a firmy prináša Tatra banka významné zlepšenia v procese otvorenia účtu Tatra Business^{TB}. Novinkou je **možnosť využitia elektronického odpisu z registra právnických osôb namiesto papierovej formy**, čo výrazne urýchľuje a zjednodušuje overenie klienta.

Po úspešnom overení aplikácia automaticky načíta a vyplní údaje o konateľoch, spoločníkoch a ďalších relevantných osobách, ktoré klient môže pohodlne skontrolovať priamo v aplikácii. Všetky potrebné dokumenty sú uložené digitálne, čo znižuje administratívnu záťaž a šetrí čas podnikateľov.

Toto riešenie odráža potrebu rýchlych a efektívnych digitálnych služieb pre podnikateľov, ktorí chcú svoj účet spravovať bez zbytočných prieťahov a komplikácií.

Platby v cudzích menách a správa zahraničných príjemcov priamo v aplikácii

Mobilná aplikácia priniesla aj významné rozšírenie možností platieb. Klienti môžu teraz platiť nielen z účtov v eurách, **ale aj v iných menách dostupných v kurzovom listku a posielat platby do celého sveta**. Platobný formulár sa dynamicky prispôbiť podľa typu platby – či už ide o SEPA platby, alebo platby v cudzej mene mimo SEPA priestoru. Používateľ vidí vždy len polia, ktoré sú pre daný prevod relevantné.

Novinkou je možnosť spravovať zahraničných príjemcov priamo v mobilnej aplikácii, čo výrazne zjednodušuje opakované platby do zahraničia. Túto zmenu ocenia najmä klienti, ktorí mesačne realizujú cez aplikáciu približne 300 000 platieb do viac ako 70 krajín. Pri ukladaní zahraničných príjemcov možno zaznamenať aj ich oficiálny názov a adresu, čo zvyšuje komfort a bezpečnosť medzinárodných transakcií.



Investícia do podielových fondov už aj jednorazovo

Táto novinka prináša viac flexibility a jednoduchosti, pričom **minimálna výška vkladu do podielových fondov je 150 eur**. Ide o ideálnu možnosť napríklad v prípade Realitného fonduTM počas mimoriadnych emisií, pri ktorých investičné sporenie nie je dostupné.

Klienti majú na výber z celej ponuky fondov – od dlhových po akciové. Pre jednoduchšie rozhodovanie sú preddefinované bežné výšky investícií podľa klientskych segmentov. Dostupná je aj kalkúcia očakávaného výnosu na základe investičného horizontu. Prehľad o zadaných investíciách je priamo v aplikácii, pričom celý proces je veľmi podobný investičným sporeniam, ktoré si klienti otvorili už takmer 37 000-krát v tomto roku.

Jednorazovú investíciu nájdete v menu „Viac“ pod záložkou „Podielové fondy“ alebo v detaile investičného konta.

Online podnikateľský úver a ďalšie digitálne služby pre firmy

Pre živnostníkov a malé firmy je k dispozícii **online podnikateľský úver, ktorý umožňuje získať okamžitú informáciu o výške úveru na základe zadaného IČO a krátkeho dotazníka**. Pre jednoosobové spoločnosti je celý proces plne digitálny, bez nutnosti návštevy pobočky.

Okrem toho banka rozširuje digitálne služby pre firemných klientov vrátane digitalizácie predaja kreditných kariet. Novinkou je aj možnosť presunu účtu z inej banky na existujúci účet v Tatra banke priamo cez aplikáciu.

Ďalšie vylepšenia a nové funkcie pre lepší zážitok:

- **Jednoduchšia aktivácia** aplikácie Tatra banka, na ktorú postačuje len aplikácia Čítačka™ a netreba už PID ani heslo.
- **Prehľad výpisov k bežným účtom** na jednom mieste, ktorý zjednodušuje správu financií.
- **Zdravotná služba My Doctor** pre držiteľov kreditných kariet, ktorá ponúka slovenských aj zahraničných špecialistov na konzultáciu svojej diagnózy alebo prednostný termín na MRI vyšetrenie. Od septembra pribudla pre držiteľov Visa Gold a Visa Platinum aj možnosť požiadať o genetické testy od spoločnosti DNA ERA.

Tatra banka svojimi krokmi potvrdzuje pozíciu lídra digitálneho bankovníctva na Slovensku, ktorý kladie dôraz na inovatívne riešenia, bezpečnosť a maximálny komfort pre svojich klientov. Neustále vylepšenia mobilnej aplikácie sú dôkazom, že banka počúva svoje publikum a reaguje na jeho potreby s cieľom prinášať moderné a efektívne bankové služby.



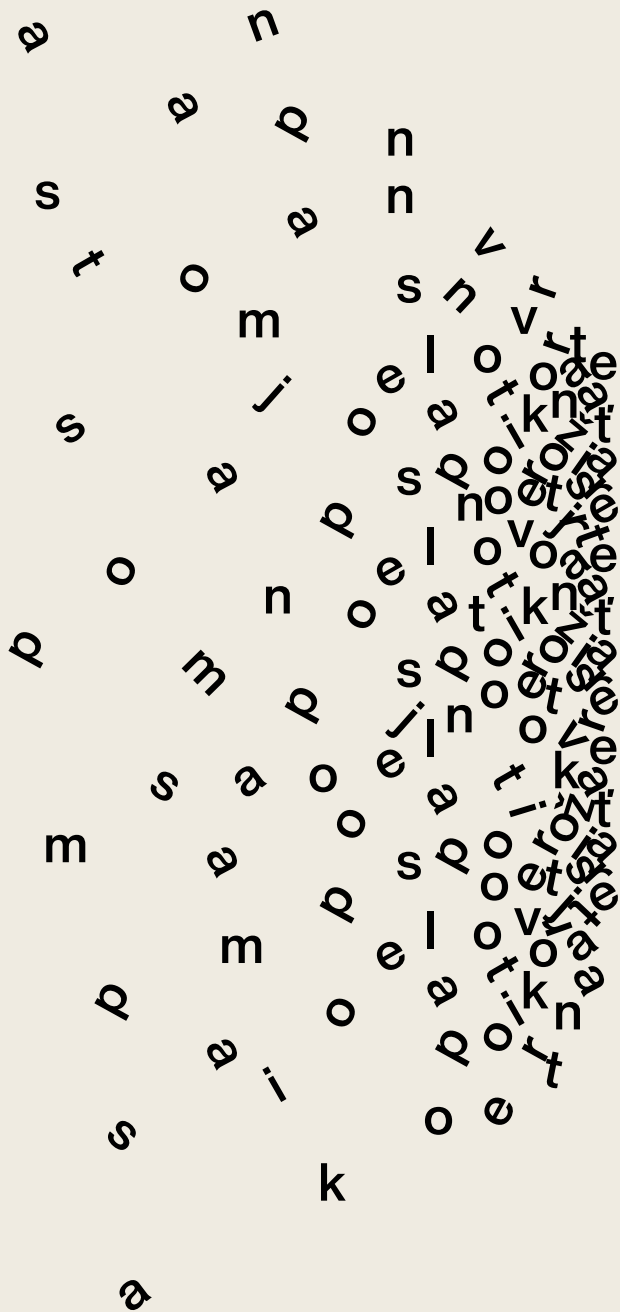
Autorka je online manažérka oddelenia komunikácie a transformácie Tatra banky.

Objavte novinky



v mobilnej aplikácii Tatra banka





závetrie

po zimnom slnovrate
dni bez nutnosti konať

po ostrej žiare
nehybnosť v úplnej tme

po obavách
dych odpočívajúca vyvráždajú na skle

po vychladnutí pahreby
nové znaky na oblohe

Michal Tallo

*Laureát Ceny Nadácie Tatra banky za umenie
v kategórii Literatúra*

Nech v novom roku vidíte krásu aj tam,
kde ju iní prehliadajú.

PF 2026



BlackRock Multi Alternatives Growth Fund: Unikátna investičná príležitosť

Text: Roland Meixner

Finančné trhy ponúkajú mnoho príležitostí na zhodnocovanie majetku. Väčšina investorov sa sústreďuje najmä na tradičné verejne obchodované trhy a je výrazne podexponovaná voči súkromným trhom, ktoré ponúkajú nové a unikátne príležitosti. Nahliadnime do sveta investícií, kde možnosti presahujú hranice verejne obchodovaných trhov a kde sa vytvára hodnota prostredníctvom exkluzívnych príležitostí, ktoré boli doposiaľ dostupné len veľkým inštitucionálnym investorom.

Private markets, privátne trhy, súkromné trhy – to všetko sú synonymá témy, ktorá púta čoraz viac pozornosti. Ponúka príležitosti, ktoré zvyčajne nie sú korelované s akciami a dlhopismi, ktoré dominujú väčšine investorských portfólií. Zakomponovanie privátnych trhov do investičného portfólia tak ponúka priestor na zvýšenie výnosového potenciálu, širšiu diverzifikáciu a zvýšenie stability a odolnosti portfólia v meniacom sa ekonomickom prostredí.

V predchádzajúcich vydaniach magazínu Private Banking Times sme si predstavili nový európsky formát fondov ELTIF 2.0. Táto právna úprava odpovedala na rastúci záujem zo strany investorov a otvorila im brány do súkromného sektora.

Na túto zmenu Tatra banka rýchlo reagovala. Ako prvá na Slovensku priniesla svojim privátnym klientom komplexné riešenie zamerané na privátne trhy od globálneho lídra, spoločnosti BlackRock – **BlackRock Multi Alternatives Growth Fund** (ďalej v článku ako MAG). Aký príbeh tento fond ponúka, čo sú jeho kľúčové charakteristiky a prečo by mohol byť hodnotným doplnkom investičnej stratégie?

Privátne trhy ponúkajú nové príležitosti

V súčasnosti sa verejne obchoduje len 12 % globálnych spoločností s príjmami nad 100 miliónov dolárov. Zvyšných 88 % je v rukách súkromného sektora. Odhady v odvetví ukazujú, že **súkromné trhy majú potenciál vzrásť zo súčasných 13 biliónov amerických dolárov na viac ako 20 biliónov do roku 2030.**

Na rozdiel od verejných trhov poskytujú tie privátne prístup k spoločnostiam a aktívam, z ktorých mnohé nie sú bežnej verejnosti dostupné. Tieto investície **majú potenciál vyš-**

ších výnosov ako akcie či dlhopisy, a tak môžu zlepšiť celkovú výkonnosť portfólia. Ich výnosy sú navyše často stabilnejšie a odolnejšie v čase. Privátne trhy ponúkajú diverzifikáciu naprieč rôznymi triedami aktív, ktoré sa v meniacom sa trhovom prostredí správajú odlišne.

Investori majú prístup k novým zdrojom výnosov, ktoré zahŕňajú súkromný kapitál (**private equity**), súkromný úver (**private credit**), infraštruktúru (**infrastructure**) alebo nehnuteľnosti (**real estate**) či ďalšie reálne aktíva. Zároveň získavajú **prístup k megatrendom, ktoré formujú a poháňajú zásadné zmeny v ekonomike, spoločnosti alebo priemysle**. Patrí sem napríklad oblasť digitalizácie a umelej inteligencie, obnoviteľné zdroje energie alebo technologické a medicínske pokroky, vďaka ktorým je možné kompenzovať výpadok produktívnej generácie z titulu jej postupného odchodu do dôchodku.

Prístup do všetkých dôležitých sektorov súkromného trhu

Ak zvažujete investovanie do privátnych trhov, práve MAG môže byť aj pre vás zaujímavou vstupnou bránou. V neustále sa meniacom prostredí investičných príležitostí vyniká ako maják pre tých, ktorí chcu diverzifikovať svoje portfólio a využiť potenciál privátnych trhov na zhodnotenie majetku.

Výnimočnosť tohto riešenia spočíva **v aktívnej správe a vo výbere príležitostí naprieč celým privátnym trhom a jeho oblasťami**. Pokrýva celé spektrum – privátny kapitál, privátny dlh, infraštruktúru a reálne aktíva či oportunistické príležitosti. Zároveň má globálny charakter a investície smerujú do celého sveta, nielen do jedného regiónu. Geografické rozloženie fondu je vyvážené medzi





Severnou Amerikou a Európou, pričom menšia časť je alokovaná aj do zvyšku sveta.

Z pohľadu likvidity patrí medzi flexibilnejšie riešenia vo svojej kategórii a **privátnym klientom je dostupný už od 10 000 eur**. Celková cieľená expozícia tohto fondu voči privátnym trhom môže byť až 80 %. Zvyšných 20 % je v zmysle nariadenia EU ELTIF 2.0. alokovaných do likvidných aktív, aby mohol fond po skončení úvodnej uzamknutej periódy v zmysle legislatívy poskytovať štvrtročnú likviditu pre investorov.

Využitie expertízy BlackRock a robustný investičný proces

Pri tvorbe portfólia na privátnom trhu je kľúčová flexibilita a možnosť kombinovať rôzne spôsoby investovania na privátnom trhu. Fond MAG využíva na dosiahnutie svojich cieľov kombináciu priamych investícií, spolufinancovania a sekundárnych investícií.

Priame investície sa realizujú priamo do aktív na privátnych trhoch, bez zapojenia ďalších správcov fondov. **Spoluinvestovanie** v kontexte privátnych trhov znamená, že investori sa na konkrétnych transakciách spolupodieľajú s manažérmi private equity. Pri **sekundárnych investíciách** ide o nákup podielu vo fondoch od existujúcich investorov, ktorí chcú svoju účasť vo fonde ukončiť pred uplynutím jeho trvania. Tento prístup pomáha znižovať celkové riziko portfólia a rozširuje investičné univerzum, vďaka čomu je portfólio lepšie pripravené na budúcnosť a rôzne trhové scenáre.

Privátny trh ponúka rôznorodé príležitosti

Veľkou pridanou hodnotou je rozsiahla platforma privátnych trhov spoločnosti BlackRock a jej vzťahy s externými manažérmi, vďaka ktorým má fond MAG prístup k najlepším investičným príležitostiam. S viac ako 750 externými manažérmi a viac než 9 000 posúdenými obchodmi ročne prináša globálne prepojenie a odborné znalosti spoločnosti BlackRock významné výhody pre investorov fondu. Do fondu sa tak dostávajú len tie najperspektívnejšie investície. Fond sa pritom zameriava na viacero oblastí.

- **Súkromný kapitál**, alebo po anglicky private equity, ponúka investovanie do spoločností, ktoré nie sú obchodované na burze. Môže ísť tak o začínajúce startupy, ako aj etablované firmy. Cieľom investícií je zvýšiť ich hodnotu a následne ich predať so ziskom.
- **Súkromný úver**, teda private credit, predstavuje poskytovanie financovania mimo tradičných bankových úverových kanálov a verejných trhov s dlhopismi.
- **Infraštruktúra** cieľi na reálne fyzické aktíva ako dopravná infraštruktúra, verejné služby a komunikačné systémy či dátové centrá, ktoré podporujú hospodársku činnosť.
- **Nehnuteľnosti** sú zamerané na investovanie do nehnuteľností, zahŕňa nadobúdanie, vlastníctvo, správu, prenájom a/alebo predaj nehnuteľností s cieľom dosiahnuť zisk.
- **Oportunistické investície** predstavujú špecializované aktíva, ako napríklad športové práva, hudobné a licenčné poplatky a duševné vlastníctvo. Takto štruktúrované kapitálové investície môžu so sebou priniesť silné a stabilné peňažné toky z diverzifikovaného portfólia účastníckych práv.

Sme tu pre vás

Privátne trhy ponúkajú prístup k príležitostiam, ktoré boli doposiaľ pre väčšinu investorov nedostupné. Rýchlo sa stávajú **kľúčovým prvkom diverzifikovaných portfólií a vašu investičnú stratégiu môžu posunúť na novú úroveň.**

MAG v sebe spája hneď niekoľko výhod. Prináša investovanie do rôznych typov súkromných trhov, robustný investičný proces a prístup k rozsiahlym odborným znalostiam a globálnym prepojeniam spoločnosti BlackRock. Preto je fond dobre **pripravený na zabezpečenie dlhodobého rastu kapitálu a zvýšenie diverzifikácie portfólia.**

Investovanie do privátnych trhov je dlhodobé a vyžaduje si dôkladné zváženie. Premyslené rozdelenie aktív v rámci tohto fondu, rôzne spôsoby investovania a prísny monitorovací proces prispievajú k tomu, aby fond dokázal zvládnuť zložitosť privátnych trhov. Vďaka svojej stratégii má predpoklady prinášať dlhodobu stabilnú a odolnú výnosy v priebehu času.

Či už ste v investovaní do privátnych trhov nováčik, alebo chcete rozšíriť existujúce portfólio, fond **MAG poskytuje jednoduchý a efektívny spôsob prístupu k inštitucionálnym investíciám** na privátnych trhoch.

Rovnako ako pri každom investičnom rozhodovaní, aj pri investovaní na privátnych trhoch je nevyhnutné dôkladne zvážiť možnosti. Treba sa zamyslieť, či daná investícia zapadá do vašej celkovej stratégie, zohľadňuje vaše ciele, potreby a toleranciu voči riziku. Pociťte a doprajte si výhodu nášho odborného investičného poradenstva. Váš privátny bankár je pripravený sprevádzať vás na každom kroku.

Autor je produktový manažér – senior Tatra banky.

Zdroje:

- 'Preqin, september 2024

Upozornenie

Informácie uvedené v tomto článku majú výhradne informatívny charakter a nenahrádzajú celú nevyhnutnú odbornú starostlivosť v oblasti poskytovania investičných služieb. Obsiahnutý súbor informácií nie je návrhom na uzatvorenie zmluvy, verejným návrhom na uzatvorenie zmluvy, časťou zmluvy, pokynom, vyhlásením verejnej obchodnej súťaže, verejným príslubom alebo výzvou na upísanie finančného nástroja v zmysle všeobecne záväzných právnych predpisov platných na území Slovenskej republiky. Správa nepredstavuje investičnú službu investičného poradenstva ani osobné odporúčanie na akékoľvek nakladanie s finančnými nástrojmi.

Investície na súkromných trhoch sú zložitejšie a menej likvidné ako verejne obchodované akcie a dlhopisy, keďže nie sú verejne obchodovateľné.

BlackRock® je registrovaná obchodná známka spoločnosti BlackRock, Inc. a jej dcérskych spoločností („BlackRock“) a používajú sa na základe licencie. BlackRock neposkytuje žiadne vyhlásenia ani záruky týkajúce sa vhodnosti investovania do akéhokoľvek produktu alebo použitia akejkoľvek služby ponúkanej bankou. Spoločnosť BlackRock nenesie žiadnu zodpovednosť v súvislosti s riadením, marketingom, obchodovaním alebo predajom akýchkoľvek produktov alebo služieb ponúkaných bankou.

BlackRock Multi Alternatives Growth Fund je európsky dlhodobý investičný fond (ELTIF). S investíciou do ELTIF fondov je spojené aj riziko a doterajší výnos nie je zárukou budúcich výnosov. Hodnota investície do ELTIF fondov, ako aj výnos z nich môžu stúpať alebo klesať a podielnik nemusi dostať späť celú investovanú sumu.

ELTIF fondy sú určené pre neprofesionálnych investorov (i) so znalosťami a/alebo skúsenosťami, ktoré im umožňujú posúdiť riziko investovania do produktov súkromných trhov, (ii) s dlhodobým investičným horizontom a (iii) so schopnosťou znášať prípadné straty. ELTIF fondy nie sú vhodné pre investorov, ktorí (i) nie sú schopní udržať dlhodobú a nelikvidnú investíciu, keďže existujú limity na odkúpenie, a (ii) nie sú schopní znášať straty do výšky sumy, ktorú do fondu investovali, keďže neexistuje žiadna ochrana kapitálu.

Predajný prospekt a dokument s kľúčovými informáciami pre investorov ELTIF fondu sú verejne dostupné na stránke príslušného fondu, resp. jeho správcu. Dokument s kľúčovými informáciami, obsahujúci poučenia a upozornenia v súvislosti s rizikami, nákladmi a poplatkami spojenými s investíciami v príslušnom ELTIF fonde, je dostupný v slovenskom jazyku.



Podnikové dlhopisy: Financovanie pre firmy, výnos pre investorov

Text: Kristína Jakubisová, Andrej Máte

Podnikové dlhopisy sa v posledných rokoch stali čoraz populárnejším investičným nástrojom. Pre investorov, ktorí hľadajú stabilný príjem a diverzifikáciu portfólia, môžu byť zaujímavou voľbou.

Podnikové dlhopisy sú cenné papiere, ktoré vydávajú – emitujú – spoločnosti s cieľom získať kapitál, teda financie na rozvoj, investície alebo refinancovanie existujúcich záväzkov. Dlhopisy predstavujú záväzok emitenta splatiť investorom istinu, teda požičanú sumu, spolu s úrokmi v dohodnutom termíne.

Podnikové dlhopisy môžu mať rôzne splatnosti a úrokové sadzby, pričom ich výnosy sú často vyššie než pri štátnych dlhopisoch. Investori, ktorí ich kúpia, sa stávajú veriteľmi emitenta a počas lehoty ich splatnosti získavajú úrokové výnosy.

Výhody vydávania podnikových dlhopisov z pohľadu ich emitenta

V súčasnom dynamickom hospodárskom prostredí predstavujú podnikové dlhopisy pre firmy atraktívny spôsob financovania bez nutnosti zvyšovať vlastný kapitál. Ide teda o alternatívu k tradičnému úverovému financovaniu. Pre emitenta majú niekoľko zásadných výhod.

- **Prístup k financovaniu, diverzifikácia a optimalizácia kapitálovej štruktúry:** Emisiou podnikových dlhopisov sa môže znížiť závislosť od bankových úverov a iných foriem financovania. Poskytujú firmám možnosť získať potrebný kapitál na investície, expanziu alebo refinancovanie existujúcich záväzkov bez nutnosti predaja akcií, čo by malo vplyv na podiely existujúcich akcionárov. Podnikové dlhopisy umožňujú efektívnejšie riadenie kapitálu.
- **Flexibilita v podmienkach:** Emitenti môžu prispôsobiť podmienky dlhopisov, ako sú úrokové sadzby, splatnosti a zabezpečenie, čo im umožňuje optimalizovať náklady na financovanie. V porovnaní s bankovými úvermi ponúkajú flexibilnejšie podmienky.
- **Zlepšenie reputácie, zvýšenie prestíže a dôveryhodnosti:** Vydanie dlhopisov môže posilniť imidž a reputáciu spoločnosti na trhu. Ich úspešné umiestnenie môže zároveň zlepšiť jej kreditný rating, a teda dôveryhodnosť z pohľadu investorov.
- **Prístup k širšiemu okruhu investorov:** Dlhopisy môžu prilákať rôznych investorov, čím sa zvyšuje ich likvidita.
- **Stabilná úroková sadzba:** Pri dlhopisoch sa zvyčajne splácajú len úroky, pričom istina sa spláca na konci lehoty splatnosti.

Výhody investovania do podnikových dlhopisov z pohľadu investora

Podnikové dlhopisy umožňujú investorom podporiť financovanie firiem a zároveň získať zaujímavé zhodnotenie svojich peňazí. Ich význam rastie najmä v časoch, keď trhy hľadajú rovnováhu medzi výnosom a rizikom. Medzi ich výhody patrí:

- **Stabilný príjem a výnos:** Podnikové dlhopisy zvyčajne ponúkajú pravidelné úrokové platby. To môže byť atraktívne pre investorov hľadajúcich stabilný príjem a predvídateľnejšie očakávané výnosy v porovnaní s akciami.
- **Diverzifikácia portfólia:** Investovanie do podnikových dlhopisov môže prispieť k rozloženiu rizika v investičnom portfóliu, najmä ak sú kombinované s akciami a inými aktívami.
- **Potenciál vyšších výnosov:** V porovnaní so štátnymi môžu podnikové dlhopisy ponúknuť vyššie výnosy. Rozdiel môže byť výraznejší najmä v prípadoch, keď sú emitované spoločnosťami s nižším kreditným ratingom. Vyšší výnos je protihodnotou za vyššie riziko, ktoré tieto spoločnosti predstavujú.
- **Flexibilita:** Existuje množstvo rôznych podnikových dlhopisov. Široká ponuka umožňuje investorom výber podľa ich rizikového profilu a investičných cieľov.
- **Možnosť obchodovania:** Mnohé podnikové dlhopisy sú obchodovateľné na sekundárnom trhu. Investori ich v takom prípade môžu predávať aj pred splatnosťou.



Riziká spojené s podnikovými dlhopismi

Ako každý investičný nástroj, aj podnikové dlhopisy so sebou nesú určité riziká. Ich poznanie je kľúčové pre zodpovedné rozhodovanie a vhodné nastavenie investičnej stratégie.

- **Kreditné riziko:** Riziko, že emitent nebude schopný splatiť úroky alebo istinu. Spoločnosti s nižším kreditným ratingom môžu ponúkať vyššie výnosy, ale aj vyššie riziko.
- **Úrokové riziko:** Zmeny úrokových sadzieb môžu ovplyvniť hodnotu dlhopisov. Ak úrokové sadzby vzrastú a na trh sa dostanú dlhopisy s vyššími úrokmi, cena tých existujúcich s nižším výnosom môže klesnúť.
- **Riziko likvidity:** Nie všetky podnikové dlhopisy sú dostatočne likvidné. To znamená, že môže byť náročné ich predať bez výrazného poklesu ceny.
- **Riziko inflácie:** Vysoká inflácia môže znížiť reálny výnos, keďže úrokové platby nemusia držať krok s rastúcimi cenami.

Podnikové dlhopisy: Príležitosť pre firmy aj investorov

Trh s podnikovými dlhopismi sa postupne rozvíja aj na Slovensku. V posledných rokoch sme svedkami stúpajúceho počtu emisií, čo je dôkazom rastúceho záujmu firiem o tento spôsob financovania. Slovenská legislatíva vráťane

zákona o cenných papieroch poskytuje rámec pre ich emisie a obchodovanie.

Národná banka Slovenska (NBS) aktuálne považuje v podmienkach slovenského kapitálového trhu väčšinu domácich podnikových dlhopisov za rizikovú investíciu. Na rozdiel od dlhopisov obchodovaných na zahraničných burzách, ktoré vydávajú veľké spoločnosti, tie slovenské zvyčajne nemajú rating a nie sú obchodované na regulovanom trhu. Existuje teda veľmi nízka šanca ich speňažiť ešte počas životnosti za primeranú cenu.

Mnohé dlhopisy sú navyše vydávané bez povinnosti zverejniť prospekt. Retailoví investori si preto sami musia naštudovať finančnú situáciu emitenta, zistiť účel emisie, ako aj ostatné dôležité informácie obsiahnuté v prospekte.

V tejto súvislosti NBS v roku 2024 aktualizovala dohľadový benchmark. V tomto stanovisku zhrnula usmernenia pre predaj a distribúciu podnikových dlhopisov s cieľom chrániť bežných retailových investorov.

Očakávania NBS od distribútorov podnikových dlhopisov

Informácie o emitentovi a dlhopise: Distribútori musia mať k dispozícii všetky relevantné informácie o emitentovi a dlhopise na posúdenie pred jeho uvedením do predaja.

Minimalizácia konfliktu záujmov: Distribútori musia kriticky posúdiť ponúkané dlhopisy a minimalizovať konflikt



záujmov, keďže na jednej strane umiestňujú dlhopisy za odmenu od emitenta a na druhej strane ich predávajú za odmenu za predaj konečným investorom.

Negatívny cieľový trh: Určenie charakteristík investorov, ktorým sa nemá dlhopis ponúkať (až na zdôvodniteľné výnimky).

Pozitívny cieľový trh: Poskytnutie všetkých potrebných informácií svojej predajnej sieti a upresnenie, pre koho je takýto dlhopis určený.

Skúsení predajcovia: Predaj musia realizovať skúsení predajcovia s dostatočnými znalosťami o finančnej situácii emitenta a odvetví, v ktorom pôsobi. Zároveň rozumejú

povahe a rizikám predaja cenných papierov, sú pravidelne školení a certifikovaní.

Investičné poradenstvo: Predaj by mal byť primárne realizovaný prostredníctvom investičného poradenstva. Vďaka nemu distribútor získa čo najviac informácií na vyhodnotenie vhodnosti transakcie pre investora.

Informovanie investorov: Potenciálni investori musia byť informovaní o tom, že sa na dlhopisy nevzťahuje žiadny garančný mechanizmus, ako je napríklad ochrana vkladov, a že ide o formu pôžičky emitentovi. V prípade, že ju emitent nedokáže splácať, nemusí byť schopný vrátiť či už jej časť, alebo plnú výšku.

Testovanie znalostí: Využitie rozšírených foriem testovania znalostí potenciálnych investorov s dôrazom na špecifiká týchto dlhopisov.

Marketingová komunikácia: Akákoľvek komunikácia musí byť zrozumiteľná a vyvážená. Musí klásť dôraz na opis rizík, poplatkov a nákladov, prípadne aj odmenu, ktorú distribútor získava za sprostredkovanie umiestnenia dlhopisov.

Na čo si dať pozor pri investovaní do podnikových dlhopisov?

- **Dôkladná analýza emitenta:** Pred investovaním do dlhopisu je dôležité preskúmať finančnú stabilitu a kreditný rating emitenta. Zdroje ako ratingové agentúry môžu poskytnúť cenné informácie.
- **Diverzifikácia:** Neinvestujte všetky svoje financie do jedného dlhopisu alebo odvetvia. Diverzifikácia môže pomôcť zmierniť riziko.
- **Splatnosť:** Zvážte, akú splatnosť dlhopisov uprednostíte. Krátkodobé majú nižšie úrokové riziko, ale aj nižšie výnosy.
- **Úrokové sadzby a ekonomické faktory:** Sledujte makroekonomické ukazovatele a trendy úrokových sadzieb, ktoré môžu ovplyvniť výkonnosť dlhopisov.
- **Poplatky a náklady:** Zohľadnite poplatky spojené s nákupom a predajom dlhopisov, ako aj správne náklady spojené s investovaním.

Tatra banka ako partner

Podnikové dlhopisy predstavujú atraktívnu investičnú príležitosť pre investorov a efektívny spôsob financovania pre spoločnosti – emitentov. Tatra banka je ako zodpovedný partner schopná vstúpiť do tohto procesu a poskytnúť v oblasti emisie podnikových dlhopisov komplexné služby.

Naši odborníci sú pripravení pomôcť s celým procesom – od poradenstva pri výbere správnej formy dlhopisu pre konkrétneho emitenta až po jeho uvedenie na trh. Investorm zároveň poskytujeme všetky potrebné informácie na zváženie možných ziskov, ale aj rizík.

Autori sú produktová manažérka a vedúci oddelenia investičných produktov a služieb Tatry banky.



Elektrická budúcnosť na dosah s Tatra Leasingom

Vstúpte do sveta elektromobility s Tatra Leasingom – spoľahlivým partnerom, ktorý vám pomôže získať vysnívané elektrické vozidlo bez kompromisov.

Tatra Leasing, dcérska spoločnosť Tatra banky, patrí medzi lídrov na lízingu trhu s viac ako 30-ročnými skúsenosťami. Jej silu tvorí stabilita, komplexnosť služieb a schopnosť prispôbiť sa individuálnym potrebám klientov. Vďaka inovatívnym digitálnym riešeniam vybavíte financovanie pohodlne online, bez nutnosti návštevy pobočky.

Či už vás osloví dizajn **Xpengu**, precíznosť **Volva** alebo dravosť **Fordu**, Tatra Leasing vám ponúkne riešenie na mieru, ktoré šetrí čas a eliminuje zbytočný stres.



XPENG – inteligentná mobilita budúcnosti

Modely **Xpeng G6** a **G9** prichádzajú na európsky trh s revolučnou technológiou: 800 V architektúrou, ultrarýchlym nabíjaním (z 10 % na 80 % za 12 minút) a dojazdom až **585 km**. Tatra Leasing vám umožní financovať tieto vozidlá pohodlne, s výhodnými podmienkami a bez zbytočných poplatkov.

VOLVO – elegancia s nulovým úrokom

Tatra Leasing prináša špeciálnu ponuku financovania s úrokom 0 % p. a. pre elektrické modely **Volvo EX30, EX40** a **EC40**. Vďaka týmto podmienkam je prechod na elektromobilitu jednoduchší než kedykoľvek predtým.

Tatra Leasing vám v spolupráci s importérom značky Volvo ponúka:

- úrok od 0 % p. a.,
- akontáciu od 30 %,
- lízing bez poplatkov,
- havarijné poistenie od Allianz so sadzbou 2,44 %, spoluúčasťou 5 %, min. 500 eur

Príklad financovania modelu EX30:

- Cena: 39 960 eur s DPH
- Obdobie splácania: 60 mesiacov
- Akontácia: 50 %
- Mesačná splátka vrátane poistenia: 414,25 eura s DPH

Celý proces vybavíte pohodlne online cez lízingového asistenta Tatra Leasingu.

FORD – technologicky vyspelý a praktický

Tatra Leasing v spolupráci so značkou **Ford** prináša akciovú ponuku pre tých, ktorí hľadajú ekologické a efektívne riešenie pre svoje vozidlá. Vybrané modely dnes môžete získať s úrokom 0 % p. a.

Financovanie je dostupné pre všetky modely vrátane elektrických verzii ako:

- **Explorer** – robustné SUV pre každodenné výzvy,
- **Capri** – návrat legendy v modernej EV podobe,
- **Tourneo** – flexibilný model vhodný na firemné aj osobné využitie.

Príklad financovania modelu Explorer:

- Cena: 35 490 eur s DPH
- Akontácia: 35 %
- Obdobie splácania: 36 mesiacov
- Mesačná splátka s havarijným poistením: 723,27 eura s DPH

Výhody zahŕňajú individuálne nastavenie splátok, online správu zmluvy a rýchly schvaľovací proces. Všetko vybavíte bez návštevy pobočky jednoducho cez www.tatraleasing.sk.

S dôrazom na jednoduchosť, transparentnosť a digitálne riešenia je Tatra Leasing ideálnym partnerom pre každého, kto chce prejsť na elektrické vozidlá. Vyberte si model, ktorý vám vyhovuje, a my sa postaráme o zvyšok.



Všeobecné 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 príslušom, 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 nenahradzujú 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, DIČ: 2020408522, 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 banka, 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 nejde 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. 185/2015 Z. z. Autorský zákon v znení neskorších predpisov. Banka v súvislosti s jej investičnými službami, investičnými činnosťami a vedľajšími službami podľa ustanovení Zákona č. 566/2001 o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov môže v prípade niektorých prezentovaných finančných nástrojov prijímať peňažné a menšie nepeňažné plnenia s cieľom zvýšiť a zlepšiť kvalitu svojich služieb pre klientov, pričom tieto peňažné a menšie nepeňažné plnenia pochádzajú od emitentov prezentovaných finančných nástrojov alebo iných tretích osôb a nebránia Tatre banke, a.s., konať v súlade so zásadami poctivého obchodného styku, s odbornou starostlivosťou a v záujme svojich klientov. Autori článkov môžu byť resp. sú odmeňovaní podľa predaja prezentovaných finančných nástrojov alebo podľa poskytnutia prezentovaných investičných služieb, investičných činností alebo vedľajších služieb. Spôsob odmeňovania zamestnancov Tatra banky, a. s. a Tatra Asset Management, správ. spol., a. s. nebráni konať v súlade so zásadami poctivého obchodného styku, s odbornou starostlivosťou a v záujme svojich klientov.

Upozornenie 1: S investíciou do podielového fondu je spojené aj riziko a doterajší výnos nie je zárukou budúcich výnosov. Hodnota investície do podielového fondu, ako aj výnos z nej môžu stúpať alebo klesať a podielník nemusí dostať späť celú investovanú sumu. Štatút, predajný prospekt a dokument s kľúčovými informáciami pre investorov podielového fondu sú verejne dostupné na stránke príslušného podielového fondu resp. jeho správcu. Dokument s kľúčovými informáciami, obsahujúci poučenia a upozornenia v súvislosti s rizikami, nákladmi a poplatkami spojenými s investíciami v príslušnom podielovom fonde, je dostupný v slovenskom jazyku. Zloženie modelového portfólia podľa jednotlivých tried aktív a taktická alokácia uvedené v tomto článku vychádzajú z údajov poskytnutých zo strany Raiffeisen RESEARCH, ktorá je organizačným útvarom v Raiffeisen Bank International AG, so sídlom: Am Stadtpark 9, 1030 Viedeň, Rakúska republika, zapísanej v rakúskom Obchodnom registri, vložka FN 122119 m (ďalej len „RBI“), ktorá je bankou (úverovou inštitúciou) zriadenou podľa §1 rakúskeho zákona o bankách. S investíciou do podielového fondu je spojené aj riziko a doterajší výnos nie je zárukou budúcich výnosov. Štatút, predajný prospekt a kľúčové informácie pre investorov podielového fondu sú k dispozícii v pobočkách Tatra banky, a. s., v slovenskom jazyku. Do prevoditeľných cenných papierov a nástrojov peňažného trhu vydaných alebo zarúčených členským štátom Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj možno investovať až 100 % hodnoty majetku v podielovom fonde. Peňažné prostriedky môžu byť investované aj do podielových listov peňažných, dlhopisových, akciových a iných otvorených podielových fondov. Oficiálne názvy podielových fondov sú Tatra Asset Management, správ. spol., a. s. Wealth Growth Conservative Model Fund o.p.f., Tatra Asset Management, správ. spol., a. s., Wealth Growth Balanced Model Fund o.p.f. a Tatra Asset Management, správ. spol., a. s., Wealth Growth Dynamic Model Fund o.p.f., Tatra Asset Management, správ. spol., a. s., Private Growth o.p.f., Tatra Asset Management, správ. spol., a. s., Private Growth 1 o.p.f. a Tatra Asset Management, správ. spol., a. s., Private Growth 2 o.p.f. Podielové fondy vytvorila a spravuje Tatra Asset Management, správ. spol., a. s., so sídlom na Hodžovom nám. 3, 811 06 Bratislava. Skratka ETF predstavuje všeobecne zaužívané označenie pre Exchange Traded Funds, fondy, ktoré zlučujú investície od viacerých investorov na trhu a sú prijaté na obchodovanie na burze. ETF fondy sú denne obchodované na burze podobne ako napríklad akcie. S investíciou do ETF fondu je spojené aj riziko a doterajší výnos nie je zárukou budúcich výnosov. Hodnota investície do ETF fondu, ako aj výnos z nej môžu stúpať alebo klesať a podielník nemusí dostať späť celú investovanú sumu. Predajný prospekt a dokument s kľúčovými informáciami pre investorov ETF fondu sú verejne dostupné na stránke príslušného ETF fondu resp. jeho správcu. Dokument s kľúčovými informáciami, obsahujúci poučenia a upozornenia v súvislosti s rizikami, nákladmi a poplatkami spojenými s investíciami v príslušnom ETF fonde, je dostupný v slovenskom jazyku. Odporúčané riešenia a alokácia do konkrétnych ETF fondov v rámci modelového portfólia, sú na základe údajov poskytnutých zo strany Tatra banky, a.s. ETF fondy riadi spoločnosť iShares, dcérska spoločnosť BlackRock, správcom týchto ETF fondov je spoločnosť BlackRock Asset Management Ireland Limited. Ďalšie informácie o iShares ETF fondoch sú dostupné bezplatne na internetovej stránke príslušného ETF fondu na adrese www.ishares.com. iShares® a BlackRock® sú registrované obchodné známky spoločnosti BlackRock, Inc. a jej dcérskych spoločností („BlackRock“) a používajú sa na základe licencie. BlackRock neposkytuje žiadne vyhlásenia ani záruky týkajúce sa vhodnosti investovania do akéhokoľvek produktu alebo použitia akéhokoľvek služby ponúkanej Tatra bankou, a.s. Spoločnosť BlackRock nenesie žiadnu zodpovednosť v súvislosti s riadením, marketingom, obchodovaním alebo predajom akýchkoľvek produktov alebo služieb ponúkaných Tatra bankou, a.s.

Upozornenie 2: S investíciou do investičných certifikátov alebo obdobných cenných papierov vydaných v zahraničí je spojené aj riziko a doterajší výnos nie je zárukou budúcich výnosov. Hodnota investície do investičného certifikátu alebo obdobných cenných papierov vydaných v zahraničí ako aj výnos z nej môže stúpať alebo klesať a investor môže utrieť stratu najviac do výšky svojej investície. Dokumenty emitenta investičných certifikátov najmä dokument s

Kľúčovými informáciami a/alebo Konečné podmienky a/alebo Základný prospekt resp. obdobné dokumenty vydávané emitentom v zahraničí obsahujúce poučenia a upozornenia v súvislosti s rizikami, nákladmi a poplatkami spojenými s investíciami sú uverejnené na webovej stránke príslušného emitenta.

Upozornenie 3: S investíciou do podielového fondu je spojené aj riziko a doterajší výnos nie je zárukou budúcich výnosov. Štatút, predajný prospekt, kľúčové informácie pre investorov podielového fondu sú k dispozícii v pobočkách Tatra banky, a. s., v slovenskom jazyku. Podielové fondy vytvorila a spravuje Tatra Asset Management, správ. spol., a. s., so sídlom na Hodžovom nám. 3, 811 06 Bratislava. Do prevoditeľných cenných papierov a nástrojov peňažného trhu vydaných alebo zarúčených členským štátom Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj možno investovať až 100 % hodnoty majetku vo Fondoch pre modrú planétuTB. Peňažné prostriedky vo Fondoch pre modrú planétuTB môžu byť investované aj do podielových listov peňažných, dlhopisových, akciových a iných otvorených podielových fondov, európskych fondov a iných zahraničných subjektov kolektívneho investovania. 85 % alebo viac majetku v TAM-MPK bude nepretržite investovaných do podielových listov podielového fondu Raiffeisen-Nachhaltigkeit-Solide. 85 % alebo viac majetku v TAM-MPV bude nepretržite investovaných do podielových listov podielového fondu Raiffeisen-Nachhaltigkeit-Mix. 85 % alebo viac majetku v TAM-MPD bude nepretržite investovaných do podielových listov podielového fondu Raiffeisen-Nachhaltigkeit-Wachstum. Oficiálne názvy podielových fondov v správe spoločnosti Tatra Asset Management, správ. spol., a. s. uvedených v upozornení: Fondy pre modrú planétuTB: TAM-MPK Tatra Asset Management, správ. spol., a.s., fond pre modrú planétu konzervatívny o.p.f. | TAM-MPV Tatra Asset Management, správ. spol., a.s., fond pre modrú planétu vyvážený o.p.f. | TAM-MPD Tatra Asset Management, správ. spol., a.s., fond pre modrú planétu dynamický o.p.f.

Upozornenie 4: Tatra banka nezodpovedá za obsah prevzatý od tretích strán, t. j. články a inzerciu publikované v časti Spoločenská rubrika. Diamanty predávané spoločnosťou ALO Diamonds pochádzajú z diamantových búr s overeným pôvodom, spĺňajú všetky etické kódexy a sú v súlade s ekonomickými reguláciami a sankčnými opatreniami. Tatra banka, a.s. spolupracuje s firmou ALO diamonds. Tatra banka, a.s. a jej zamestnanci sú na základe zmluvy o sprostredkovaní odmeňovaní podľa objemu predaja diamantov spoločnosťou ALO diamonds. Spôsob odmeňovania zamestnancov Tatra banky, a. s. nebráni konať v súlade so zásadami poctivého obchodného styku, s odbornou starostlivosťou a v záujme svojich klientov.

Editoriál

Vydavateľ

Tatra banka, a.s.

Hodžovo nám. 3, 811 06 Bratislava

IČO: 00 686 939

Dátum vydania: 12. 12. 2025

Občasník s ekonomickým zameraním

XIII. ročník, II. číslo

Nepredajné

Evidenčné číslo: EV 5679/18

Adresa redakcie

Tatra banka, a.s.

Hodžovo nám. 3, 811 06 Bratislava

Redakcia

Marek Neckár, Richard Zpěvák, Filip Bielčík,
Ivana Šturdíková

Odborná revízia

Richard Zpěvák

Spolupráca na článkoch

Michal Bernát, Tomáš Ferech, Boris Fojtík,
Zuzana Mišovičová Hamorošová, Pavol Chilý,
Kristína Jakubisová, Richard Krajčák, Michal Májek,
Andrej Máte, Andrej Martiška, Roland Meixner,
Marta Molnári, Petra Moravčíková, Marek Neckár,
Ján Vangor, Richard Zpěvák

Ilustračné foto

profimedia.cz (ak nie je uvedený inak)
www.shutterstock.com

Grafická a kreatívna koncepcia

MADE BY VACULIK

Grafická úprava

bee&honey, s. r. o.

Komentár analytika pokrýva vývoj do 11. 11. 2025.

ALO

diamonds



PRAHA Pařížská, Palladium, Westfield Chodov, OC Nový Smíchov, Centrum Černý Most

BRNO Olympia **OSTRAVA** Forum Nová Karolina **BRATISLAVA** Eurovea, Aupark, Avion Shopping Park **KOŠICE** Hilton

www.alo.cz

Toto vydanie
Private Banking Times
nájdete aj v digitálnej podobe
po naskenovaní nasledujúceho
QR kódu.

