



EURÓPSKA CENTRÁLNÁ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 4/2025



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	8
2 Hospodárska aktivita	14
3 Ceny a náklady	21
4 Vývoj na finančných trhoch	28
5 Podmienky financovania a úvery	34
6 Fiškálny vývoj	40
Boxy	44
1 Finančné podmienky v Spojených štátoch a ich prepojenie s hospodárskou aktivitou: úloha cien akcií	44
2 Obchodné politiky Spojených štátov a aktivity amerických nadmárodných podnikov v eurozóne	49
3 Výhľad podnikových investícií v eurozóne – zistenia z prieskumu ECB vo veľkých podnikoch	55
4 Ako sme na tom s inflačnými tlakmi vyplývajúcimi z úpravy cien	61
5 Volatilita finančných trhov a neistota spojená s hospodárskou politikou: preklopenie medzery	67
6 Determinanty inflačných očakávaní podnikov v prieskume SAFE	72
7 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 5. februára do 22. apríla 2025	78

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa na svojom zasadnutí 5. júna 2025 rozhodla znížiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 základných bodov. Rozhodnutie znížiť sadzbu jednoduchých sterilizačných operácií – sadzbu, prostredníctvom ktorej Rada guvernérov riadi nastavenie menovej politiky – vychádzalo z jej aktualizovaného hodnotenia inflačného výhľadu, dynamiky základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky.

Inflácia sa momentálne nachádza v blízkosti cieľa Rady guvernérov 2 % v strednodobom horizonte. Podľa základného scenára makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2025 má celková inflácia podľa všetkého dosiahnuť v priemere 2,0 % v roku 2025, 1,6 % v roku 2026 a 2,0 % v roku 2027. Zníženie hodnôt v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2025 – o 0,3 percentuálneho bodu na rok 2025 i 2026 – odráža predovšetkým nižšie predpokladané ceny energií a silnejšie euro. Inflácia bez energií a potravín má podľa odborníkov Eurosystému v priemere dosiahnuť 2,4 % v roku 2025 a 1,9 % v rokoch 2026 a 2027 – zhruba rovnako ako podľa marcových projekcií.

Rast reálneho HDP by mal podľa našich odborníkov dosiahnuť v priemere 0,9 % v roku 2025, 1,1 % v roku 2026 a 1,3 % v roku 2027. Nezmenená projekcia hospodárskeho rastu na rok 2025 odráža oproti očakávaniam silnejší prvý štvrťrok v spojení so slabšími vyhládkami na zvyšok roka. Hoci sa očakáva, že neistota spojená s obchodnými politikami bude predovšetkým v krátkodobom horizonte nepriaznivo vplyvať na podnikovú investičnú aktivitu a vývoz, nárast štátnych investícií do obrany a infraštruktúry bude v strednodobom horizonte v čoraz väčšej miere podporovať hospodársky rast. Vyššie reálne príjmy a stabilné trhy práce umožnia domácnostiam zvýšiť spotrebu. I vďaka priaznivejším podmienkam financovania by tak ekonomika mala byť odolnejšia voči globálnym šokom.

V prostredí vysokej neistoty odborníci Eurosystému tiež posúdili určité mechanizmy, prostredníctvom ktorých by rôzne obchodné politiky mohli ovplyvniť hospodársky rast a infláciu, v alternatívnych ilustračných scenároch vývoja. Tieto scenáre boli zverejnené spolu s projekciami na internetovej stránke ECB. Podľa analýzy týchto scenárov by ďalšia eskalácia obchodného napätia v nasledujúcich mesiacoch spôsobila pokles hospodárskeho rastu a inflácie pod úroveň základných projekcií. Ak by sa obchodné napätie naopak podarilo rozptýliť bez nepriaznivých následkov, tempo rastu a v menšej miere aj inflácie by základné projekcie prekročilo.

Z väčšiny ukazovateľov základnej inflácie vyplýva, že inflácia sa udržateľne ustáli v blízkosti dvojpercentného strednodobého cieľa Rady guvernérov. Mzdový rast je stále zvýšený, no naďalej sa zreteľne zmierňuje, pričom zisky čiastočne tlmia jeho vplyv na infláciu. Obavy z možného sprísnenia podmienok financovania v dôsledku

zvýšenej neistoty a volatilnej reakcie trhu na obchodné napätie v apríli čiastočne ustúpili.

Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť trvalé ustálenie inflácie na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Predovšetkým za súčasných podmienok výnimočnej neistoty sa pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky bude riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Rozhodnutia Rady guvernérov o úrokových sadzbách budú vychádzať z jej hodnotenia inflačného výhľadu na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadzieb.

Hospodárska aktivita

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu hospodárska produkcia v prvom štvrtroku 2025 vzrástla o 0,3 %. Nezamestnanosť, ktorá v apríli predstavovala 6,2 %, je na najnižšej úrovni od zavedenia eura a zamestnanosť sa v prvom štvrtroku tohto roka podľa rýchleho odhadu zvýšila o 0,3 %.

Výhľad hospodárskeho rastu v eurozóne je zatienený obchodným napätím a zvýšenou globálnou neistotou. V roku 2025 ako celku by tieto účinky mali byť čiastočne kompenzované vyššou než očakávanou hospodárskou aktivitou v prvom štvrtroku, ktorá zrejme do určitej miery odráža zintenzívnenie vývozu v očakávaní vyšších cieľ. V strednodobom horizonte by hospodársku aktivitu mali podporovať nedávno oznámené nové rozpočtové opatrenia. Základný scenár projekcií z júna 2025 vychádza z predpokladu, že americké clá na tovar EÚ, ktoré sa zvýšili na 10 %, zostanú v platnosti počas celého sledovaného obdobia. Spolu so zvýšenou neistotou spojenou s obchodnými politikami a nedávnym zhodnocovaním eura budú vyššie clá tlačiť vývoz z eurozóny, investičnú aktivitu a v menšej miere aj spotrebu. Na druhej strane by mali nové štátne investície do infraštruktúry a obrany, predovšetkým v Nemecku, od roku 2026 podporiť domáci dopyt v eurozóne. Celkovo naďalej pretrvávajú podmienky na zrýchľovanie rastu HDP eurozóny počas sledovaného obdobia. K postupnému oživeniu by mali prispievať predovšetkým rastúce reálne mzdy a zamestnanosť, menej reštriktívne podmienky financovania – najmä vzhľadom na nedávne menovopolitické rozhodnutia – a oživenie zahraničného dopytu v neskoršej časti sledovaného obdobia. V porovnaní s projekciami z marca 2025 zostáva výhľad rastu HDP na rok 2025 nezmenený, odrážajúc priaznivejšie než očakávané aktuálne údaje, ktoré by však mali byť vo veľkej miere vyvážené účinkami obchodného napätia a zhodnocovania výmenného kurzu eura. Obchodné napätie a silnejší výmenný kurz viedli k revízii projektovaného rastu v roku 2026 nadol, zatiaľ čo projekcia na rok 2027 zostáva nezmenená.

V súlade s projekciami z júna 2025 údaje z prieskumov celkovo poukazujú na slabšie vyhliadky v niektorých oblastiach v krátkodobom horizonte. Zatiaľ čo aktivita vo výrobnom sektore sa zvýšila, čiastočne vzhľadom na zintenzívnenie obchodnej výmeny v očakávaní vyšších cieľ, vo viac na domáci trh orientovanom sektore

služieb dochádza k spomaleniu. Očakáva sa, že vyššie clá a silnejšie euro podnikom sťažia vývoz, a že vysoká neistota bude brzdiť investičnú aktivitu.

Viacere faktory však zároveň prispievajú k odolnosti ekonomiky a v strednodobom horizonte by mali podporovať hospodársky rast. Stabilný trh práce, rastúce reálne príjmy, dobrý stav bilancií súkromného sektora a priaznivejšie podmienky financovania, čiastočne vďaka doterajším rozhodnutiam Rady guvernérov o znížení úrokových sadzieb, by mali spotrebiteľom a podnikom pomôcť vyrovnať sa s nepriaznivým vplyvom volatilného globálneho prostredia. Hospodársky rast by tiež mali podporiť nedávno oznámené opatrenia na zvýšenie investícií do obrany a infraštruktúry.

V súčasnom geopolitickom prostredí je ešte naliehavejšie zvýšiť produktivitu, konkurencieschopnosť a odolnosť hospodárstva eurozóny prostredníctvom rozpočtových a štrukturálnych politík. Kompas konkurencieschopnosti Európskej komisie predstavuje akčný plán konkrétnych opatrení a jeho návrhy, vrátane návrhov na zjednodušenie procesov, by mali byť bezodkladne prijaté. Týka sa to aj dokončenia únie úspor a investícií, na základe jasného a ambiciózneho harmonogramu. Je tiež dôležité urýchlene vytvoriť legislatívny rámec, ktorý pripraví pôdu na potenciálne zavedenie digitálneho eura. Vlády jednotlivých krajín by mali zabezpečiť udržateľné verejné financie v súlade s rámcom správy hospodárskych záležitostí EÚ, pričom by mali prioritne presadzovať zásadné prorastové štrukturálne reformy a strategické investície.

Inflácia

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa ročná inflácia v máji znížila z aprílových 2,2 % na 1,9 %. Inflácia cien energií zostala na úrovni -3,6 %. Inflácia cien potravín vzrástla z minulomesačných 3,0 % na 3,3 %. Inflácia tovarov zostala na nezmenenej úrovni 0,6 %, zatiaľ čo inflácia služieb klesla z aprílových 4,0 % na 3,2 %. Inflácia cien služieb v apríli vyskočila, najmä vzhľadom na výraznejší než očakávaný rast cien služieb cestovného ruchu v období veľkonočných sviatkov.

Z väčšiny ukazovateľov základnej inflácie vyplýva, že inflácia sa udržateľne ustáli na úrovni dvojpercentného strednodobého cieľa Rady guvernérov. Z aktuálnych údajov o dojednaných mzdách a dostupných údajov o kompenzáciách na zamestnanca z jednotlivých krajín vyplýva postupné zmiernenie nákladov práce. Mzdový monitor ECB poukazuje na ďalšie zmiernenie rastu dojednaných miezd v roku 2025, zatiaľ čo projekcie odborníkov Eurosystemu počítajú so spomalením mzdového rastu v rokoch 2026 a 2027 pod úroveň 3 %. Hoci nižšie ceny energií a silnejšie euro vyvíjajú tlak na znižovanie inflácie v krátkodobom horizonte, očakáva sa jej návrat na cieľovú úroveň v roku 2027.

Krátkodobé inflačné očakávania spotrebiteľov sa v apríli 2025 mierne zvýšili, pravdepodobne v reakcii na správy o obchodnom napätí. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa však stále pohybuje v okolí 2 %, čo podporuje ustálenie inflácie v blízkosti cieľa Rady guvernérov.

Celková inflácia meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP) pravdepodobne v krátkodobom horizonte zostane pod úrovňou 2 %, no v strednodobom horizonte sa očakáva jej návrat na cieľovú úroveň. Inflácia by mala podľa odborníkov Eurosystemu v priebehu roka 2025 klesať až na úroveň 1,4 % v prvom štvrtroku 2026. V roku 2027 by sa mala vrátiť na úroveň 2,0 %. Pokles celkovej inflácie v priebehu roka 2025 má byť čiastočne spôsobený zápornou infláciou cien energií v dôsledku nedávneho zníženia cien ropy a veľkoobchodných cien zemného plynu. Očakáva sa, že inflácia cien energií zostane záporná až do roku 2027, keď v kontexte nového systému obchodovania s emisiami (ETS2) nadobudnú účinnosť nové opatrenia na zmierňovanie klimatických zmien. Po dočasnom náraste v druhom štvrtroku 2025 by mala inflácia cien potravín v roku 2027 klesnúť na úroveň mierne nad 2 %. Inflácia HICP bez energií a potravín by mala pod vplyvom zložky služieb klesať, odrážajúc ústup účinkov oneskorených úprav cien niektorých položiek, zmierňovanie mzdových tlakov a premietanie nižších cien energií do cenového reťazca. S ústupom tlakov na kompenzáciu predchádzajúcich strát reálnych príjmov by malo naďalej dochádzať k spomaľovaniu mzdového rastu, čo by spolu s oživením rastu produktivity malo viesť k výrazne pomalšiemu rastu jednotkových nákladov práce. Vonkajšie cenové tlaky, ktoré sa odrážajú v dovozných cenách, by mali za predpokladu nezmenených colných politík EÚ zostať mierne, s určitými tlmiacimi účinkami silnejšieho eura a poklesu cien energetických komodít v posledných mesiacoch. V porovnaní s projekciami z marca 2025 bol výhľad vývoja celkovej inflácie HICP na roky 2025 a 2026 upravený o 0,3 percentuálneho bodu nadol v dôsledku nižších predpokladaných cien energetických komodít a zhodnocovania eura, zatiaľ čo na rok 2027 zostáva nezmenený.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu zostávajú naklonené na stranu pomalšieho rastu. Ďalšia eskalácia napätia vo svetovom obchode a súvisiace neistoty by mohli hospodársky rast v eurozóne spomaliť tým, že budú tlmiť vývoz a brzdiť investičnú aktivitu a spotrebu. Zhoršovanie nálady na finančnom trhu by mohlo vyvolať sprísnenie podmienok financovania, zvýšiť rizikovú averziu a znížiť ochotu podnikov a domácností k investíciám a spotrebe. Geopolitické napätie, ako je neoprávnená vojna Ruska proti Ukrajine a tragický konflikt na Blízkom východe, naďalej predstavujú zásadný zdroj neistoty. Na druhej strane by rýchle vyriešenie obchodného a geopolitického napätia mohlo viesť k zlepšeniu nálady a podnietiť hospodársku aktivitu. Rast by podporilo aj ďalšie zvýšenie výdavkov na obranu a infraštruktúru spolu s reformami zameranými na zvyšovanie produktivity.

Výhľad vývoja inflácie v eurozóne je vzhľadom na nestále prostredie svetových obchodných politík viac neistý než zvyčajne. Klesajúce ceny energií a silnejšie euro by mohli vyvíjať dodatočný tlak na znižovanie inflácie. Tento vplyv by mohol byť ešte silnejší, ak by vyššie clá viedli k nižšiemu dopytu po vývoze z eurozóny a k presmerovaniu vývozu z krajín s nadmernou kapacitou do eurozóny. Obchodné napätie by mohlo mať za následok väčšiu volatilitu a rizikovú averziu na finančných trhoch, čo by nepriaznivo ovplyvnilo domáci dopyt a tým zároveň znížilo infláciu.

Fragmentácia globálnych dodávateľských reťazcov by naopak mohla zapríčiniť nárast inflácie v dôsledku zvyšovania dovozných cien a zintenzívnenia kapacitných obmedzení v domácej ekonomike. K zvýšeniu inflácie v strednodobom horizonte by mohol prispieť aj nárast výdavkov na obranu a infraštruktúru. Extrémne prejavy počasia a celkové napredovanie klimatickej krízy by mohli spôsobiť väčší než očakávaný nárast cien potravín.

Finančné a menové podmienky

Bezrizikové úrokové sadzby zostali od menovopolitického zasadania Rady guvernérov 17. apríla 2025 viac-menej nezmenené. V reakcii na pozitívnejšie správy o svetových obchodných politikách a zlepšenie globálneho rizikového sentimentu došlo k nárastu cien akcií a zúženiu spreadov podnikových dlhopisov.

Doterajšie rozhodnutia Rady guvernérov o znížení úrokových sadzieb sa naďalej premietajú do znižovania ceny podnikových úverov. Priemerná úroková sadzba nových podnikových úverov klesla z 3,9 % v marci na 3,8 % v apríli. Náklady na trhové financovanie zostali nezmenené na úrovni 3,7 %. Tempo rastu bankových úverov sa naďalej postupne zrýchľovalo – z 2,4 % v marci na 2,6 % v apríli – zatiaľ čo emisia podnikových dlhopisov bola obmedzená. Priemerná úroková sadzba nových hypotekárnych úverov zostala v apríli na úrovni 3,3 %, zatiaľ čo rast objemu hypotekárnych úverov sa zrýchľil na 1,9 %.

V súlade so svojou stratégiou menovej politiky Rada guvernérov dôkladne posúdila vzájomný vzťah medzi menovou politikou a finančnou stabilitou. Banky v eurozóne sú naďalej odolné, no širšie riziká ohrozujúce finančnú stabilitu zostávajú zvýšené, predovšetkým z dôvodu mimoriadne neistých a volatilných svetových obchodných politik. Prvou obrannou líniou proti prehlbovaniu zraniteľnosti finančného sektora zostáva makroprudenciálna politika, ktorá zvyšuje odolnosť a zachováva makroprudenciálny manévrovací priestor.

Rozhodnutia o menovej politike

Úrokové sadzby jednodňových sterilizačných operácií, hlavných refinančných operácií a jednodňových refinančných operácií sa s účinnosťou od 11. júna 2025 znížili na 2,00 %, 2,15 % a 2,40 %.

Objem portfólií programu nákupu aktív a núdzového pandemického programu nákupu aktív sa postupným a predvídateľným tempom znižuje, keďže Eurosystem už istinu zo splatených cenných papierov nereinvestuje v plnej výške.

Záver

Rada guvernérov sa na svojom zasadnutí 5. júna 2025 rozhodla znížiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Rozhodnutie znížiť sadzbu

jednodňových sterilizačných operácií – sadzbu, prostredníctvom ktorej Rada guvernérov riadi nastavenie menovej politiky – vychádzalo z jej aktualizovaného hodnotenia inflačného výhľadu, dynamiky základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť trvalé ustálenie inflácie na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Predovšetkým za súčasných podmienok výnimočnej neistoty sa pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky bude riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Rozhodnutia Rady guvernérov o úrokových sadzbách budú vychádzať z jej hodnotenia inflačného výhľadu na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadzieb.

Rada guvernérov je v každom prípade pripravená všetky svoje nástroje v medziach svojho mandátu upraviť, aby zabezpečila trvalú stabilizáciu inflácie na jej strednodobej cieľovej úrovni a naďalej plynulú transmisiu menovej politiky.

Globálny hospodársky výhľad ovplyvňujú vyššie colné sadzby zavedené americkou administratívou spolu so zvýšenou neistotou spojenou s obchodnou politikou. Od finalizácie marcových makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu 6. februára 2025 sa výrazne zvýšila efektívna colná sadzba na dovoz tovaru do Spojených štátov. Hoci americká administratíva zvýšila dovozné clá pre všetkých svojich obchodných partnerov, zvýšenie ciel na čínsky dovoz bolo najvýraznejšie, napriek aktuálnej dohode o dočasnom znížení colných sadzieb. Tento vývoj prispieva k zvyšovaniu napätia v globálnom obchode a k vyššej neistote v oblasti obchodnej politiky, čo by mohlo mať reťazový vplyv na hospodársku aktivitu a zhoršiť vyhliadky globálneho rastu. V makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2025 bol výhľad globálneho rastu revidovaný nadol kumulatívne o 0,7 percentuálneho bodu pre celé sledované obdobie do konca roka 2027. Zhoršenie výhľadu rastu je evidentné vo všetkých kľúčových ekonomikách, ale najmä v Spojených štátoch a Číne. Očakáva sa, že celková inflácia CPI sa v sledovanom období zmierni, hoci v Spojených štátoch bola v dôsledku vplyvu nedávno oznámených ciel upravená smerom nahor.

Rast globálnej aktivity sa v prvom štvrtroku 2025 znížil a očakáva sa jeho ďalšie spomaľovanie.

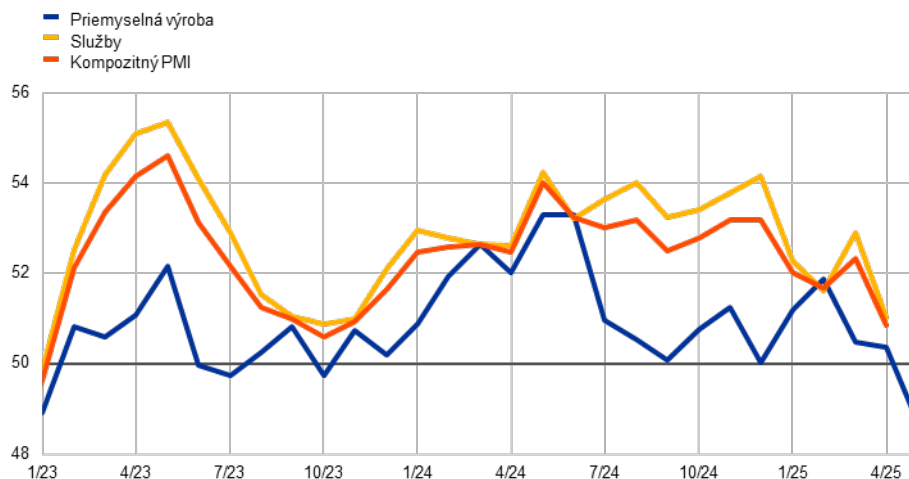
Globálny rast reálneho HDP (bez eurozóny) sa medzištvrtročne znížil z 1,1 % v poslednom štvrtroku 2024 na odhadovaných 0,7 % v prvom štvrtroku 2025.¹ Očakáva sa, že globálna hospodárska aktivita sa bude ďalej oslabovať a do konca roka zostane na nízkej úrovni. Systém sledovania globálnej hospodárskej aktivity, ktorý vytvorili odborníci ECB, naznačuje, že od apríla dochádza k oslabeniu aktivity, keď najnovšie údaje z prieskumov ukazujú pokles indexu pod jeho historický priemer. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre výrobu v apríli 2025 klesol najmä v dôsledku pomalšieho rastu produkcie v sektore služieb (graf 1).

¹ Odkazy na svetové a/alebo globálne agregáty ekonomických ukazovateľov v tejto časti nezahŕňajú eurozónu.

Graf 1

Globálny PMI pre výrobu (bez eurozóny)

(difúzný index)



Zdroj: S&P Global Market Intelligence a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje z indexu priemyselnej výroby sú z mája 2025 a z indexu pre produkciu v službách a z kompozitného indexu pre výrobu z apríla 2025.

Obchodné konflikty oslabujú vyhliadky globálneho rastu. Globálny rast sa v sledovanom období podľa predpokladov spomalí a klesne hlbšie pod svoj priemer z obdobia pred pandémiou. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2025 by mal globálny reálny HDP v roku 2025 vzrásť o 3,1 %, čo v porovnaní s rastom 3,6 % zaznamenaným v minulom roku predstavuje spomalenie.² Predpokladá sa, že globálny reálny HDP v roku 2026 ďalej klesne na 2,9 % a následne sa v roku 2027 stabilizuje na úrovni 3,2 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2025 bol globálny rast na roky 2025 aj 2026 upravený nadol o 0,3 percentuálneho bodu, zatiaľ čo na rok 2027 zostal nezmenený. Zhoršenie výhľadu rastu je zjavné vo všetkých kľúčových ekonomikách, ale obzvlášť výrazné je v Spojených štátoch a Číne. Dva hlavné faktory, ktoré spôsobili revízie smerom nadol, sú clá a politická neistota. Clá sú pre rast škodlivé, pretože zvyšujú náklady na finálne produkty a polotovary dovážané zo zahraničia. To následne nepriaznivo vplyva na domácu spotrebu a zhoršuje konkurencieschopnosť vývozcov tým, že zvyšuje výrobné náklady. Väčšia neistota podnecuje spotrebiteľov a podniky k opatrnému správaniu, ktoré brzdí spotrebu a investície. Bilancia rizík spojených s prognózami globálneho rastu poukazuje na jeho zhoršenie a závisí najmä od budúceho vývoja obchodnej politiky. Konkrétne, úspešné zavŕšenie obchodných rokovaní medzi americkou administratívou a jej partnermi by mohlo viesť k zníženiu ciel a následnej podpore globálnej aktivity. Naopak, vyššie clá a potenciálne odvetné opatrenia obchodných partnerov by mohli vyhliadky rastu ešte viac utlmiť.

Predpokladá sa, že rast svetového obchodu sa v nasledujúcich dvoch rokoch výrazne zníži. Zo systému mesačného sledovania svetového obchodu, ktorý vypracovali odborníci ECB, vyplýva, že od apríla sa globálny dovoz začal výrazne

² Viac v [Makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, jún 2025](#), zverejnených 5. júna 2025 na internetovej stránke ECB.

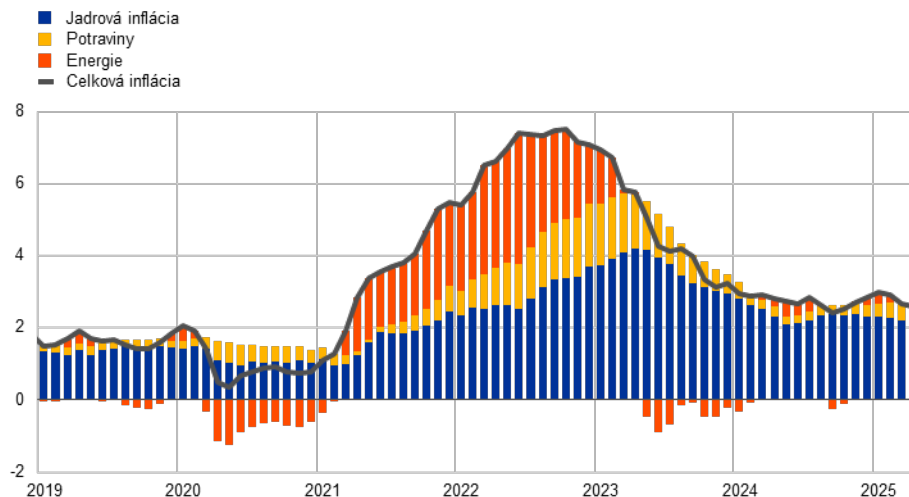
spomaľovať. Za týmto výsledkom stoja najmä vysokofrekvenčné údaje, ako je nižší dovoz komodít v Číne a klesajúce ceny akcií spoločností zapojených do globálneho obchodu s tovarom vrátane prepravných a baliacich podnikov. Toto zistenie potvrdzujú aj ukazovatele z prieskumu. Index nových objednávok v rámci globálneho indexu PMI pre priemyselnú výrobu (bez eurozóny) v apríli klesol hlbšie do pásma kontrakcie. Pokles bol obzvlášť výrazný v prípade Kanady a Mexika, zatiaľ čo indexy pre Spojené štáty a Čínu síce zaznamenali menší pokles, ale zostali v pásme expanzie. Toto spomalenie nasledovalo po silnom raste dovozu do Spojených štátov v prvom štvrtroku 2025, ktorý bol spôsobený predzásobením dovozom v očakávaní vyšších cieľ. V súlade s tým boli zaznamenané vyššie miery vývozu v krajinách, ktorých sa mali dotknúť vyššie clá, vrátane Kanady, viacerých ázijských ekonomík a Spojeného kráľovstva. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu z júna 2025 sa očakáva, že rast svetového dovozu sa zníži zo 4,1 % v roku 2024 na 3,1 % v roku 2025, potom ďalej klesne na 1,7 % v roku 2026 a v roku 2027 sa zvýši na 3,1 %. Predpokladané prudké spomalenie odráža vplyv cieľ a zvýšenej neistoty v oblasti obchodnej politiky, pričom táto neistota výrazne zaťažuje obchodne náročné zložky dopytu, ako sú investície. Očakávaný rast svetového dovozu bol v porovnaní s marcovými projekciami upravený smerom nadol o 0,4 percentuálneho bodu na rok 2025 a o 1,4 percentuálneho bodu na rok 2026, najmä v dôsledku novozavedených cieľ a v menšej miere v dôsledku zvýšenia neistoty v oblasti obchodnej politiky, kým na rok 2027 zostáva rast nezmenený. Tieto revízie sú do veľkej miery spôsobené výrazne slabším dovozom do Spojených štátov, ako aj slabším rastom dovozu do ostatných krajín sveta vrátane Číny.

Celková inflácia v členských krajinách Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) klesla. Ročná miera inflácie indexu spotrebiteľských cien (CPI) v krajinách OECD (bez Turecka) sa v apríli 2025 okrajovo znížila na 2,6 % z 2,7 % v predchádzajúcom mesiaci (graf 2). Tento pokles však zakrýva dva protichodné vývojové trendy, keď je vplyv nižšej inflácie v zložkách potravín a energií konfrontovaný s mierne vyššou jadrovou infláciou CPI, ktorá z 3,0 % zaznamenaných v predchádzajúcom mesiaci stúpila na 3,1 %.

Graf 2

Inflácia CPI v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Agregát OECD nezahŕňa Turecko a je vypočítaný pomocou ročných váh CPI OECD. Posledné údaje sú z apríla 2025.

Predpokladá sa, že celková ročná inflácia CPI v širokej skupine vyspelých a rozvíjajúcich sa trhov ekonomík sa v sledovanom období zmierni.

V prípade Spojených štátov bola celková inflácia CPI upravená smerom nahor v dôsledku vplyvu výrazne vyšších ciel, ktoré sa týkajú viac ako 80 % dovozu tovaru do krajiny. Spomedzi vyspelých ekonomík bola na tento rok upravená smerom nahor aj inflácia v Spojenom kráľovstve, a to v dôsledku vyšších než pôvodne očakávaných výsledkov v posledných mesiacoch a silnejšieho rastu miezd. Počas zvyšku sledovaného obdobia však zostáva výhľad inflácie v Spojenom kráľovstve nezmenený. Projekcie inflácie pre rozvíjajúce sa trhov ekonomiky zostávajú v porovnaní s projekciami z marca 2025 v podstate bez zmeny, keďže vplyv zhoršeného výhľadu inflácie v Rusku bol kompenzovaný nižšou predpokladanou infláciou v Číne. Výhľad inflácie v Rusku odráža nepriaznivý štrukturálny vývoj, zatiaľ čo v Číne je nižšia inflácia odrazom slabého domáceho dopytu. V medziročnom vyjadrení sa predpokladá, že globálny kompozit celkovej inflácie CPI bude mať stále klesajúci trend a v tomto roku sa zmierni na 3,3 % zo 4,0 % v roku 2024. V strednodobom horizonte sa očakáva ďalší pokles inflácie na 2,8 % v roku 2026 a na 2,5 % v roku 2027.³

Počas sledovaného obdobia od 16. apríla do 4. júna 2025 klesli ceny ropy Brent, keďže faktory na strane ponuky prevážili lepšiu náladu na trhu. Ceny ropy spočiatku podporovalo zlepšenie rizikového sentimentu, ktoré odrážalo zmiernenie obchodného napätia. To však bolo viac ako kompenzované faktormi na strane ponuky, najmä nedávnym rozhodnutím OPEC+ zvýšiť v júli ťažbu o 411 000 barelov denne, čo predstavuje viac ako trojnásobok pôvodne plánovaného objemu. Kartel krajín ťažiacich ropu pod vedením Saudskej Arábie už v apríli prekvapil trhy oznámením podobného zvýšenia produkcie na máj. Ak sa tento nárast produkcie

³ Projekcie odborníkov ECB zahŕňajú širšiu skupinu krajín, najmä veľké rozvíjajúce sa trhy (napr. Čínu, Indiu, Brazíliu, Rusko), ktoré nie sú zahrnuté do inflácie CPI OECD.

ukáže ako trvalejší, mohlo by to priniesť väčšie riziká poklesu ceny ropy. Klesajúce ceny ropy už teraz utlmujú investičné plány amerických producentov bridlicovej ropy, keďže súčasné ceny sa blížia k hraničnej rentabilite, t. j. cene, ktorá je potrebná na to, aby sa im oplátilo vyvŕtať nový vrt, alebo pod ňu klesajú. Tento vývoj sa odráža v prudkom poklese počtu ropných vrtných súprav a aktívnych frakovacích tímov. Niekoľko výrobcov bridlicovej ropy navyše nedávno oznámilo zníženie svojich kapitálových výdavkov.

Ceny plynu v Európe počas sledovaného obdobia vzrástli v dôsledku

kombinácie faktorov na strane ponuky a dopytu. V reakcii na obchodné napätie a diskusie európskych inštitúcií o zmiernení regulačných cieľov plnenia zásobníkov na nadchádzajúcu vykurovaciu sezónu ceny plynu spočiatku klesali. Tento vývoj stlačil krátkodobé futures kontrakty na plyn pod úroveň dlhodobých cien, čo spôsobilo, že spread medzi letnými a zimnými futures sa opäť dostal do záporných hodnôt a následne stimuloval dopĺňanie zásob. Ceny plynu sa potom opäť zvýšili vďaka najnovším obchodným dohodám, neplánovaným odstávkam nórskeho závodu na spracovanie skvapalneného zemného plynu a plánu Európskej komisie postupne do roku 2027 ukončiť dovoz ruského plynu. Narástli aj ceny kovov a potravín, najmä v dôsledku faktorov na strane dopytu. Ceny potravín podporil odolný dopyt po kakaových polotovaroch, a to aj napriek prudkému nárastu cien kakaa začiatkom tohto roka. Ceny kovov sa zvýšili následkom rastúcich cien medi. Spočiatku zvýšenie podporoval pretrvávajúci preventívny dovoz do Spojených štátov, zapríčinený obavami z vyšších cieľ na dovoz medi. Neskôr ho posilnilo zlepšenie nálady na trhu po zmiernení obchodného napätia medzi Čínou a Spojenými štátmi.

V Spojených štátoch sa od finalizácie marcových makroekonomických projekcií odborníkov ECB k 6. februáru 2025 zhoršil výhľad rastu.

Reálny HDP sa v prvom štvrtroku 2025 dostal do mierne záporných hodnôt, keďže predzásobenie dovozom viedlo k veľkému zápornému príspevku čistého obchodu. Domáci dopyt zároveň zostal relatívne stabilný, no po prejavení vplyvu cieľ sa očakáva jeho spomalenie. Vo všeobecnosti sa predpokladá, že plošné a vyššie clá zvýšia náklady na dovážané polotovary a finálne výrobky, čo sa pravdepodobne premietne do domácich cien. Projekcie z júna 2025 poukazujú na obmedzenie obchodných tokov a vyššie výrobné náklady, ako aj na nižší domáci dopyt, keďže v dôsledku vyššej inflácie klesajú reálne disponibilné príjmy domácností. Negatívny vplyv cieľ na výhľad je ďalej znásobený rastúcou politickou neistotou, ktorá podnecuje preventívne sporenie a odkladanie investícií. Výhľad zhoršujú aj sprísnené finančné podmienky, ktoré vedú k negatívnemu vplyvu bohatstva a vyšším nákladom na financovanie. Z nominálneho hľadiska zatiaľ ukazovatele spotrebiteľskej inflácie neodrážajú vplyv cenových tlakov spôsobených clami. Celková ročná inflácia CPI sa z 2,4 % v marci spomalila v apríli na 2,3 %. Jadrová inflácia CPI, ktorá nezahŕňa zložky cien potravín a energií, zostala v apríli nezmenená na úrovni 2,8 %. Hoci vplyv cieľ zatiaľ nie je v údajoch o inflácii CPI zrejmý, vysokofrekvenčné údaje o cenách od veľkých retailových obchodníkov poukazujú na vzostupné tlaky, ktoré pramenia najmä zo zvýšených cien dovážaného tovaru, najmä z Číny. Vzhľadom na rastúce riziká a neistotu v súvislosti s výhľadom

ponechal Federálny výbor pre voľný trh v máji cieľové rozpätie sadzby federálnych fondov na nezmenenej úrovni 4,25 – 4,50 %.

Čína zaznamenala v prvom štvrtroku 2025 silný rast reálneho HDP, k čomu prispel robustný domáci dopyt a vývoz realizovaný v predstihu. Očakáva sa však, že vysoké americké clá a prebiehajúce úpravy v sektore nehnuteľností utlmia budúcu hospodársku aktivitu. Ukazovatele aktivity sa v apríli zmiernili, pričom medziročný rast maloobchodných tržieb z marcových 5,9 % klesol v apríli na 5,1 %, zostal však nad priemerom za január a február. Medziročný rast priemyselnej výroby sa znížil na 6,1 %, zatiaľ čo rast investícií sa vo všetkých zložkách spomalil. Index PMI nových vývozných objednávok v segmente priemyselnej výroby v apríli prudko klesol. Údaje o aktivite celkovo poukazujú na ďalšie zmiernenie už aj tak utlmeného domáceho dopytu, pričom na krátkodobý výhľad rastu negatívne vplyvajú vyššie americké clá. V čínskej ekonomike pretrvávajú deflačné tlaky. Celková medziročná inflácia CPI zostala v apríli záporná na úrovni -0,1 %, pričom inflácia cien výrobcov sa ďalej znížila na -2,7 %. Keďže americké clá na čínsky dovoz zostávajú napriek dočasnej obchodnej dohode vysoké, tlak na čínskych vývozcov pokračuje. Súčasné ziskové marže čínskych vyvážajúcich podnikov znamenajú, že existuje priestor na ďalšie znižovanie vývozných cien. V kombinácii s pokračujúcim slabým domácim dopytom a nadmernými priemyselnými kapacitami je pravdepodobné, že deflácia vývozných cien bude pretrvávať aj v budúcnosti.

V Spojenom kráľovstve sa rast reálneho HDP v prvom štvrtroku 2025 zvýšil vďaka výraznému rastu investícií a čistému obchodu. Toto oživenie však bude pravdepodobne krátkodobé, keďže sa očakáva pokles rastu v dôsledku zvýšenej neistoty a napätia v globálnom obchode. Dostupné krátkodobé ukazovatele vrátane prieskumov PMI a systémy sledovania spotrebiteľskej a podnikateľskej dôvery naznačujú skôr slabý začiatok druhého štvrtroka 2025. Napriek nedávnym pozitívnym správam v oblasti obchodnej politiky, vrátane bilaterálnych obchodných dohôd so Spojenými štátmi a Indiou a novej dohody s EÚ, zostáva neistota v kontexte vysokých cieľ zvýšená. Celková medziročná inflácia CPI prudko vzrástla z 2,6 % v marci na 3,5 % v apríli. K jej zvýšeniu prispela vyššia inflácia v službách a energetike, zatiaľ čo jadrová inflácia tovarov zostala nezmenená. Čo sa týka budúceho vývoja, predpokladá sa, že celková inflácia zostane počas celého roka 2025 nad dvojpercentným cieľom Bank of England. Bank of England na májovom zasadnutí znížila svoju kľúčovú sadzbu o 25 bázických bodov na 4,25 %.

Podľa informácií dostupných ku dňu uzávierky dosiahlo hospodárstvo eurozóny v prvom štvrtroku 2025 rast 0,3 %, pričom v poslednom štvrtroku 2024 narástlo o 0,2 %. K rastu mierne prispel domáci dopyt a čistý export.⁴ Zamestnanosť stúpila v prvom štvrtroku o 0,3 %, teda rovnakým tempom ako HDP. Z hľadiska sektorov sa predpokladá sa oživenie priemyselnej aktivity, čo odráža zvýšenie dopytu po investičných tovaroch, čiastočne spôsobené urýchlením obchodu v očakávaní vyšších cieľ. Zároveň sektor služieb pravdepodobne zaznamenal len mierny rast. Údaje z prieskumov poukazujú na spomalenie aktivity v druhom štvrtroku 2025. V máji sa kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu znížil blízko k úrovni hranice rastu, zatiaľ čo pre priemyselnú výrobu tretí mesiac po sebe zotrval nad hranicou rastu. Služby zároveň oproti prvému štvrtroku mierne poklesli. Ďalšie nepriaznivé vplyvy budú pravdepodobne spôsobené rastúcim protekcionizmom a opatreniami narúšajúcimi obchod, čo by mohlo v porovnaní s ostatnými časťami hospodárstva neúmerne ovplyvniť sektor priemyselnej výroby. Hoci sa situácia na trhu práce v posledných mesiacoch zmiernila, trh práce je naďalej odolný. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, očakáva sa, že vysoká miera neistoty, napätie na trhu a pretrvávajúce straty konkurencieschopnosti do istej miery pribrzdia rýchlosť hospodárskeho oživenia eurozóny. Predpokladané oživenie by však mali podporiť vyššie príjmy z práce a dostupnejšie úvery, čiastočne z dôvodu predchádzajúceho zníženia úrokových sadzieb.

Tento výhľad sa vo všeobecnosti odráža v základnom scenári makroekonomických projekcií odborníkov Euro systému pre eurozónu z júna 2025, podľa ktorých by mal ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 0,9 % v roku 2025, 1,1 % v roku 2026 a 1,3 % v roku 2027.⁵ Okrem toho boli pripravené dva alternatívne scenáre s cieľom ilustrovať niektoré mechanizmy, na základe ktorých by rôzne obchodné politiky mohli ovplyvniť rast a infláciu: i) mierny scenár, ktorý predpokladá zrušenie bilaterálnych cieľ medzi Spojenými štátmi a EÚ, a ii) závažný scenár, ktorý predpokladá ďalšie plošné zvýšenie amerických cieľ, symetrické odvetné opatrenia zo strany EÚ a pretrvávajúcu vyššiu neistotu spojenú s obchodnou politikou. V miernom scenári by bol rast v rokoch 2025 – 2026 o niečo silnejší ako v základnom scenári. V prípade závažného scenára by bol výhľad rastu počas celého sledovaného obdobia výrazne slabší.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa reálny HDP v prvom štvrtroku 2025 medzištvrtročne marginálne zvýšil o 0,3 % (graf 3).

Znamená to, že produkcia rástla päť štvrtrokov po sebe v prostredí diskusií o obchodných clách, napätia na finančných trhoch a geopolitickej neistoty, čo podporuje predpoklad, že hospodárstvo eurozóny si buduje určitú odolnosť voči globálnym šokom. Krátkodobé ukazovatele a dostupné údaje za jednotlivé krajiny poukazujú na pozitívne, aj keď mierne príspevky súkromnej spotreby a investícií. Očakáva sa, že kladný príspevok by mal mať aj čistý vývoz, ktorý bol podporený vývozom do Spojených štátov

⁴ Štvrťročný rast reálneho HDP eurozóny bol revidovaný nahor na 0,6 % v údajoch zverejnených 6. júna, teda dva dni po dátume uzávierky údajov v tomto čísle Ekonomického bulletinu

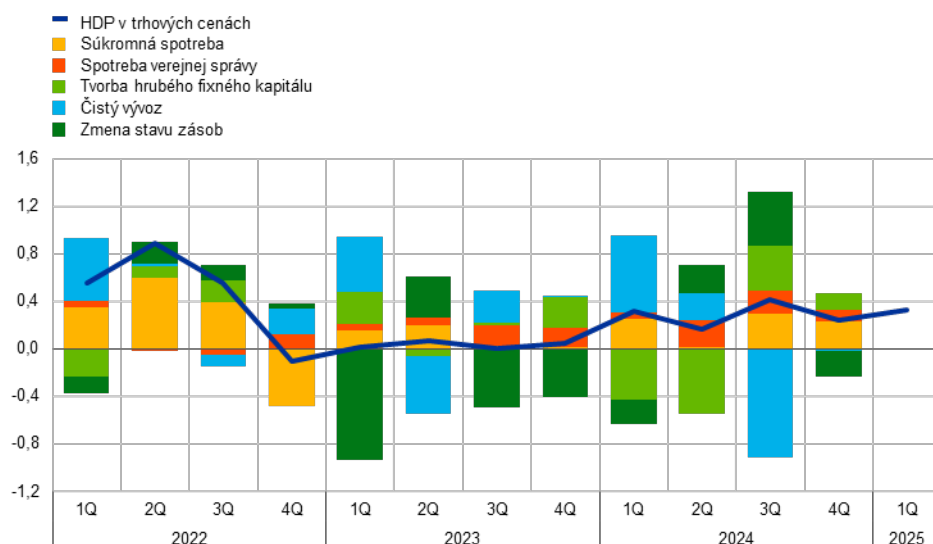
⁵ Viac v [Makroekonomických projekciách odborníkov Euro systému pre eurozónu, jún 2025](#) zverejnených na internetovej stránke ECB.

realizovaným v predstihu po oznámení cieľ. Pokiaľ ide o výrobu, priemyselný sektor sa pravdepodobne zotavil vďaka vývozom realizovaným v predstihu. Pridaná hodnota v stavebníctve a v sektore služieb podľa všetkého takisto zaznamenala v prvom štvrťroku mierny pozitívny rast.

Graf 3

Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje v prípade HDP sú za prvý štvrťrok 2025 a v prípade členenia výdavkov za posledný štvrťrok 2024.

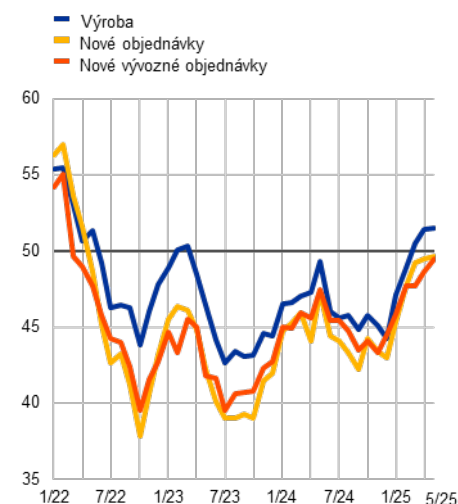
Údaje z prieskumov naznačujú, že v druhom štvrťroku 2025 sa v prostredí zvýšenej neistoty rast spomalil. Krátkodobý výhľad naďalej ovplyvňuje neistota týkajúca sa hospodárskej politiky, vrátane obchodnej politiky, na globálnej úrovni. Kompozitný index PMI v apríli a máji v priemere mierne klesol na 50,3 (z 50,4 v prvom štvrťroku), čo naznačuje stagnáciu výroby. Zatiaľ čo PMI pre priemyselnú výrobu sa zlepšil na úroveň, aká nebola zaznamenaná od začiatku roka 2022, a momentálne poukazuje na rast, podnikateľská aktivita v sektore služieb sa znížila a nachádza sa na úrovniach naznačujúcich pokles aktivity (graf 4). PMI pre nové objednávky, ktorý je svojou povahou viac predstihový, vykresľuje podobný obraz, pričom celkovo nevýrazný výkon maskuje zlepšujúcu sa priemyselnú výrobu a spomaľujúcu sa aktivitu v oblasti služieb. Po určitých pozitívnych krátkodobých účinkoch, ako je zvýšenie výroby v dôsledku urýchlenia vývozov, by mohli mať vyššie clá v nasledujúcich mesiacoch disproporčne negatívny vplyv na priemyselnú výrobu v porovnaní s ostatnými časťami hospodárstva.

Graf 4

Ukazovatele PMI v hospodárskych sektoroch

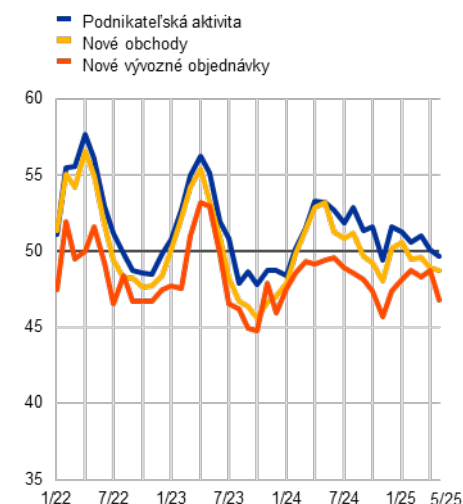
a) Priemyselná výroba

(difúzný index)



b) Služby

(difúzný index)



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.
Poznámka: Posledné údaje sú z mája 2025.

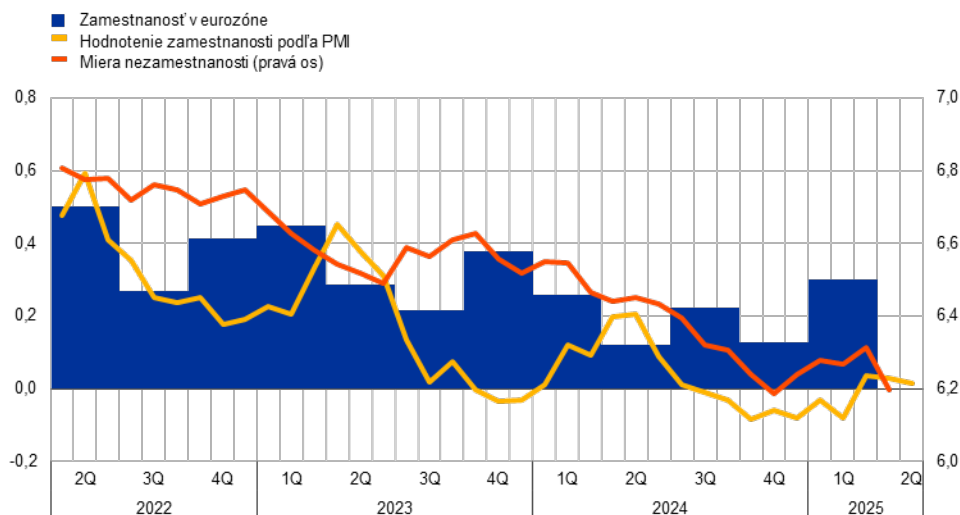
Zamestnanosť sa v prvom štvrťroku 2025 zvýšila o 0,3 %. Po tlmenom náraste o 0,1 % v poslednom štvrťroku 2024 sa rast zamestnanosti v prvom štvrťroku 2025 zvýšil a dosiahol 0,3 % (graf 5).⁶ Tento výsledok maskuje rôznorodé trendy naprieč eurozónou. Spomedzi významných štátov eurozóny zamestnanosť ovplyvnil najmä vývoj v Taliansku a Španielsku. Miera nezamestnanosti zároveň v apríli dosiahla 6,2 % a na tejto úrovni zostáva už zhruba od polovice roka 2024. Dopyt po pracovnej sile ďalej klesal, pričom miera voľných pracovných miest sa v prvom štvrťroku 2025 znížila na 2,4 %, čo je o 0,1 percentuálneho bodu pod úrovňou zaznamenanou v poslednom štvrťroku 2024.

⁶ Štvrťročný rast zamestnanosti v eurozóne bol revidovaný nadol na 0,2 % v údajoch zverejnených 6. júna, teda dva dni po dátume uzávierky údajov v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

Graf 5

Zamestnanosť v eurozóne, hodnotenie zamestnanosti a miery nezamestnanosti podľa PMI

(ľavá os: medzištvrtročná percentuálna zmena, difúznny index; pravá os: v % pracovnej sily)



Zdroj: Eurostat, S&P Global Market Intelligence a výpočty ECB.

Poznámka: Dve krivky predstavujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. PMI je vyjadrený ako odchýlka od hodnoty 50 a následne vydelený desiatimi, čím sa meria medzištvrtročný rast zamestnanosti. Posledné údaje v prípade miery zamestnanosti v eurozóne sú z prvého štvrtroka 2025, v prípade hodnotenia zamestnanosti podľa PMI z mája 2025 a v prípade miery nezamestnanosti z apríla 2025.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce naznačujú stagnovanie rastu

zamestnanosti v druhom štvrtroku. Mesačný kompozitný ukazovateľ PMI pre zamestnanosť klesol z 50,3 v apríli na 50,2 v máji, čo svedčí o celkovej stagnácii rastu zamestnanosti. Ukazovateľ PMI pre zamestnanosť v službách klesol z 51,3 v apríli na 50,9 v máji, zatiaľ čo ukazovateľ PMI pre zamestnanosť v priemyselnej výrobe mierne vzrástol zo 47,4 na 48,1.

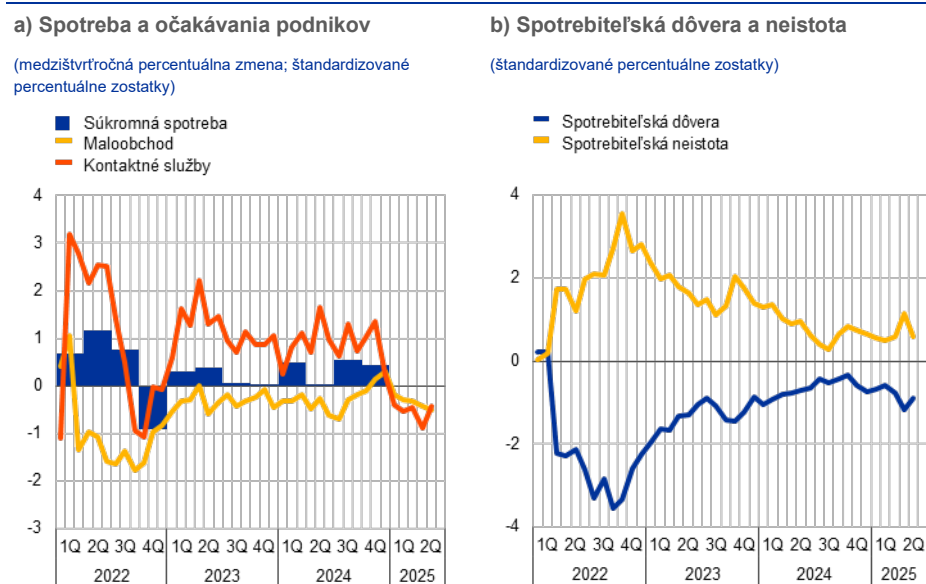
Súkromná spotreba v prvom štvrtroku 2025 pravdepodobne rástla miernejším tempom.

Po medzištvrtročnom zvýšení o 0,4 % v poslednom štvrtroku 2024 (graf 6, panel a) sa javí, že rast súkromnej spotreby sa v prvom štvrtroku 2025 mierne spomalil, čo je odrazom nižších výdavkov na služby a opätovného zníženia spotreby tovarov. Prichádzajúce údaje poukazujú na zmierňovanie dynamiky rastu výdavkov domácností v krátkodobom horizonte. Hoci sa ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie po prudkom aprílovom poklese v máji zlepšil v dôsledku zmiernenia obchodného napätia, zostáva tlmený a výrazne pod svojím priemerným výsledkom za prvý štvrtrok tohto roka (graf 6, panel b). Navyše zostáva zvýšená aj spotrebiteľská neistota. Ukazovatele Európskej komisie týkajúce sa očakávaní podnikov v oblasti dopytu po kontaktných službách sa po aprílovom poklese hlbšie do záporných hodnôt v máji opäť zvýšili (graf 6, panel a). Naopak najnovší prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB naznačuje pretrvávajúci vysoký dopyt po dovolenkových nákupoch. V máji sa zároveň zlepšili očakávania spotrebiteľov týkajúce sa veľkých nákupov v nasledujúcich 12 mesiacoch, zatiaľ čo očakávania v oblasti maloobchodu sa piateho mesiaca po sebe ďalej znižovali. V budúcnosti bude pretrvávajúca neistota týkajúca sa hospodárskej politiky, najmä v kontexte globálneho hospodárskeho vývoja, zrejme naďalej tmiť rozhodnutia domácností

o výdavkoch, a to aj napriek pretrvávajúcej podpore vyplývajúcej z nedávneho nárastu kúpnej sily.

Graf 6

Súkromná spotreba, očakávania podnikov v oblasti maloobchodu a kontaktných služieb; spotrebiteľská dôvera a neistota



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Očakávania podnikov v oblasti maloobchodu (okrem motorových vozidiel) a očakávaný dopyt po kontaktných službách sa vzťahujú na nasledujúce tri mesiace; „kontaktné služby“ predstavujú ubytovacie, cestovné a stravovacie služby. Rady údajov o kontaktných službách sú štandardizované na obdobie od roku 2005 do 2019 a spotrebiteľská neistota je štandardizovaná na obdobie od apríla 2019 do mája 2025 s prihliadnutím na priemer za posledný štvrtrok 2021 z dôvodu dostupnosti údajov, zatiaľ čo všetky ostatné rady sú štandardizované na obdobie rokov 1999 až 2019. Posledné údaje v prípade súkromnej spotreby sú z posledného štvrtroka 2024 a v prípade všetkých ostatných položiek z mája 2025.

Podnikové investície boli v prvom štvrtroku 2025 pravdepodobne podporené ich preložením na skoršie obdobie, očakáva sa však, že vzhľadom na pretrvávajúce obchodné napätie sa ich tempo v budúcnosti spomalí.⁷

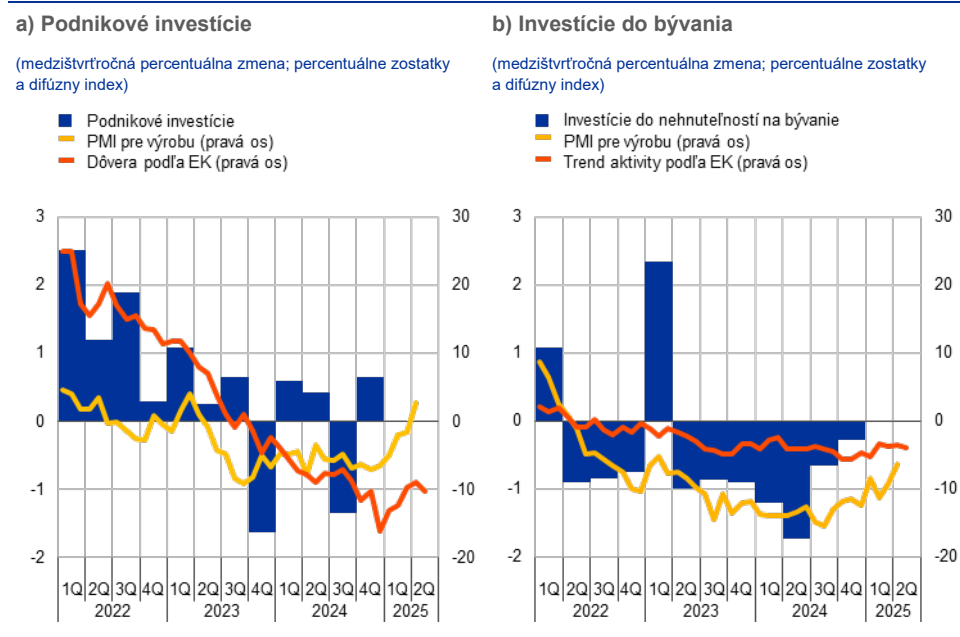
Dostupné ukazovatele, ako napríklad produkcia investičných tovarov, ktorá v prvom štvrtroku medzištvrtročne vzrástla o 0,6 % (bez Írska), pravdepodobne odrážajú viac vývoz realizovaný vopred a hromadenie zásob po počiatočných zmenách (a ďalších očakávaných zmenách) amerických ciel než reálne oživenie investícií. Súčasné signály zostávajú zmiešané, pričom PMI pre sektor investičných tovarov – dodávateľov mnohých investičných tovarov – vykazuje výrazný (ale pravdepodobne dočasný) nárast v produkcii, zatiaľ čo ukazovateľ dôvery Európskej komisie pre tento sektor zostáva v kontexte klesajúcich produkčných očakávaní slabý (graf 7, panel a). V prostredí zvýšeného obchodného napätia a s ním súvisiacej neistoty podniky svoje investície pravdepodobne odložia a počas celého roka 2025 zostanú utlmené. Najnovší dvojročný prieskum investícií, ktorý uskutočnila Európska komisia, už naznačil, že rast v roku 2025 bude pravdepodobne mierny. Informácie z posledného investičného prieskumu ECB (box 3) a z dialógu s nefinančným podnikateľským sektorom z mája 2025 takisto poukazujú len na mierny nárast investícií v tomto roku,

⁷ Údaje z národných účtov, zverejnené 6. júna po zasadnutí Rady guvernérov, ukazujú stabilný rast nestavebných investícií (bez írskeho nehmotného majetku) medzištvrtročne na úrovni 0,7 % v prvom štvrtroku 2025, v súlade s posledným štvrtrokom 2024.

keďže podniky vzhľadom na prevládajúcu neistotu odkladajú svoje investičné rozhodnutia.⁸ Ak však nenastane ďalšia eskalácia obchodného napätia, očakáva sa, že s poklesom neistoty, posilnením domáceho dopytu a uvoľnením podmienok financovania sa investície v eurozóne postupne oživia, a to aj vďaka posilneným politickým iniciatívam EÚ a jednotlivých štátov.

Graf 7

Dynamika reálnych investícií a údaje z prieskumov



Zdroj: Eurostat, Európska komisia, S&P Global Market Intelligence a výpočty ECB.

Poznámka: Krivky označujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrťročné údaje. PMI sú vyjadrené ako odchýlka od hodnoty 50. V paneli a) sa podnikové investície merali nestavebnými investíciami bez írskeho nehmotného majetku. Krátkodobé ukazovatele sa týkajú sektora investičných tovarov. V paneli b) sa krivka ukazovateľa trendu aktivity Európskej komisie vzťahuje na vážený priemer hodnotenia trendu aktivity v stavebníctve a špecializovanej výstavbe v porovnaní s predchádzajúcimi tromi mesiacmi, ktorý je prepočítaný tak, aby mal rovnakú štandardnú odchýlku ako index PMI. Krivka indexu PMI pre výrobu sa týka aktivity v oblasti nehnuteľností na bývanie. Posledné údaje o investíciách sú z posledného štvrťroka 2024, o PMI pre výrobu z apríla 2025 a o ukazovateľoch Európskej komisie z mája 2025.

Investície do nehnuteľností na bývanie sa v prvom štvrťroku 2025

pravdepodobne výrazne zvýšili. Podľa dostupných údajov za jednotlivé krajiny sa investície do nehnuteľností na bývanie, po ďalšom znížení v poslednom štvrťroku 2024, v prvom štvrťroku 2025 medzištvrťročne zvýšili o 0,9 %. Stavebná výroba a špecializované stavebné činnosti vzrástli o 0,3 % po výraznejšom náraste o 0,7 % v predchádzajúcom štvrťroku. Pokiaľ ide o budúcnosť, ukazovatele aktivity založené na prieskumoch prinášajú zmiešané signály. Ukazovateľ Európskej komisie pre trend v stavebnej výrobe a špecializovaných stavebných činnostiach zostal v apríli a máji v priemere zväčša stabilný, zatiaľ čo PMI pre stavebnú výrobu v oblasti nehnuteľností na bývanie zaznamenal v apríli výrazné zlepšenie (graf 7, panel b). Hoci oba ukazovatele zostali v zápornom pásme rastu, očakáva sa, že investície do nehnuteľností na bývanie v najbližšom období zaznamenajú mierny nárast. Tento výhľad je podporený pretrvávajúcim rastom počtu stavebných povolení na výstavbu nehnuteľností na bývanie v prvom štvrťroku 2025, ako aj výrazným zlepšením hodnotenia Európskej komisie v oblasti objednávok stavebných spoločností v apríli

⁸ Viac v [Summary of the Non-Financial Business Sector Dialogue on 14 May 2025 via videoconference](#), ECB, 2025.

a máji v porovnaní s priemerom za prvý štvrťrok. Celkovo tento vývoj poukazuje na posilnenie dopytu po nových nehnuteľnostiach na bývanie, čo je dobrým signálom pre budúcu dynamiku investícií do nehnuteľností na bývanie.

V prvom štvrťroku 2025 výrazne vzrástol vývoz tovarov z eurozóny, k čomu prispelo urýchlenie vývozu v dôsledku očakávaných cieľ v Spojených štátoch, problémy však naďalej pretrvávajú. Urýchlenie vývozu v reakcii na hroziace americké clá zvýšilo objem vývozu tovarov mimo eurozóny, ktorý v prvom štvrťroku 2025 výrazne vzrástol (4,9 % v trojmesačnom vyjadrení). K zvýšeniu prispel najmä vývoz liekov, a to predovšetkým z Írska a prostredníctvom Švajčiarska, ale aj z Nemecka, Francúzska a Talianska. I keď v nasledujúcich mesiacoch môže predzásobovanie pokračovať, očakáva sa, že vyššie clá, politická neistota a zhodnocovanie eura budú v budúcnosti objem vývozu brzdiť. Čo sa týka dovozu, je pravdepodobné, že zhodnocovanie eura a odchýlky v obchode, vyplývajúce z obchodného napätia medzi Spojenými štátmi a Čínou, budú tlmiť dovozné ceny, keďže viac ako polovicu mierneho trojmesačného 1,3-percentného rastu dovozu tovarov v prvom štvrťroku tvoril zvýšený dovoz z Číny.

V porovnaní s projekciami z marca 2025 zostal rast reálneho HDP na roky 2025 a 2027 nezmenený, na rok 2026 bol však upravený mierne nadol. Podľa projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2025 by malo hospodárstvo v roku 2025 rásť o 0,9 %, v roku 2026 o 1,1 % a v roku 2027 o 1,3 %. Nerevidovaná prognóza na rok 2025 odráža silnejší prvý štvrťrok, než sa očakávalo, v kombinácii so slabšími vyhládkami na zvyšok roka. Hoci sa očakáva, že v krátkodobom horizonte bude neistota spojená s obchodnou politikou vplývať na podnikové investície a vývoz, v strednodobom horizonte budú rast výraznejšie podporovať zvýšené vládne investície súvisiace s výdavkami na obranu a infraštruktúru. Vyššie reálne príjmy a silný trh práce umožnia domácnostiam viac míňať. Spolu s priaznivejšími podmienkami financovania by to malo zvýšiť odolnosť hospodárstva voči globálnym šokom.

Celková inflácia v eurozóne sa momentálne nachádza v blízkosti cieľa Rady guvernérov 2 % v strednodobom horizonte. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu v máji 2025 klesla z aprílových 2,2 % na 1,9 %. Jej zníženie je výlučne odrazom poklesu inflácie HICP bez energií a potravín (HICPX) spôsobeného značným pádom inflácie cien služieb. Inflácia cien potravín sa zvýšila, zatiaľ čo inflácia cien energií a inflácia cien neenergetických priemyselných tovarov zostala nezmenená. Z väčšiny ukazovateľov základnej inflácie vyplýva, že inflácia sa udržateľne ustáli na úrovni dvojpercentného strednodobého cieľa ECB. Mzdový rast je stále zvýšený, no naďalej sa zreteľne zmiernuje, pričom zisky čiastočne tlmia jeho vplyv na infláciu. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa naďalej pohybuje v okolí 2 %. Inflácia sa naďalej vyvíja zhruba podľa projekcií odborníkov Eurosystému.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2025 by mala celková inflácia dosiahnuť v priemere 2,0 % v roku 2025, 1,6 % v roku 2026 a 2,0 % v roku 2027. Zníženie hodnôt celkovej inflácie na rok 2025 a 2026 oproti predchádzajúcim projekciám odráža predovšetkým nižšie predpokladané ceny energií a silnejšie euro, ako aj nižšiu jadrovú infláciu v roku 2026.⁹ V prostredí zvýšenej neistoty odborníci v júnových projekciách v rámci alternatívnych ilustračných scenárov vývoja posúdili určité mechanizmy, prostredníctvom ktorých by rôzne obchodné politiky mohli ovplyvniť infláciu. Rozptýlenie obchodného napätia bez nepriaznivých následkov by viedlo k mierne vyššej inflácii oproti spomínanému základnému scenáru, zatiaľ čo eskalácia napätia by infláciu znížila pod úroveň základného scenára.¹⁰

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa celková inflácia eurozóny meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) v máji znížila z aprílových 2,2 % na 1,9 % (graf 8).

Jej zníženie bolo výlučne odrazom poklesu inflácie HICP bez energií a potravín (HICPX), ktorý bol spojený s nižšou infláciou cien služieb. Inflácia cien energií zostala v máji nezmenená na úrovni -3,6 %, odrážajúc výrazný kladný bazický efekt, t. j. výrazný medzimesačný pokles bol maskovaný poklesom podobného rozsahu spreď roka. Inflácia cien potravín sa naopak v máji zvýšila z aprílových 3,0 % na 3,3 %, a to pod vplyvom vyššej ročnej miery rastu cien spracovaných potravín, ktorá prevládala pokles ročnej miery rastu cien nespracovaných potravín. Inflácia HICPX klesla z 2,7 % v apríli na 2,3 % v máji. Príčinou bol pokles inflácie cien služieb z aprílových 4,0 % na 3,2 % v máji, zatiaľ čo inflácia cien neenergetických priemyselných tovarov zostala už štvrtý mesiac za sebou nezmenená na miernej úrovni 0,6 %. Májový pád inflácie cien služieb by mohol odrážať korekciu aprílového prudkého nárastu cien služieb spojených s cestovným ruchom v dôsledku veľkonočných sviatkov.

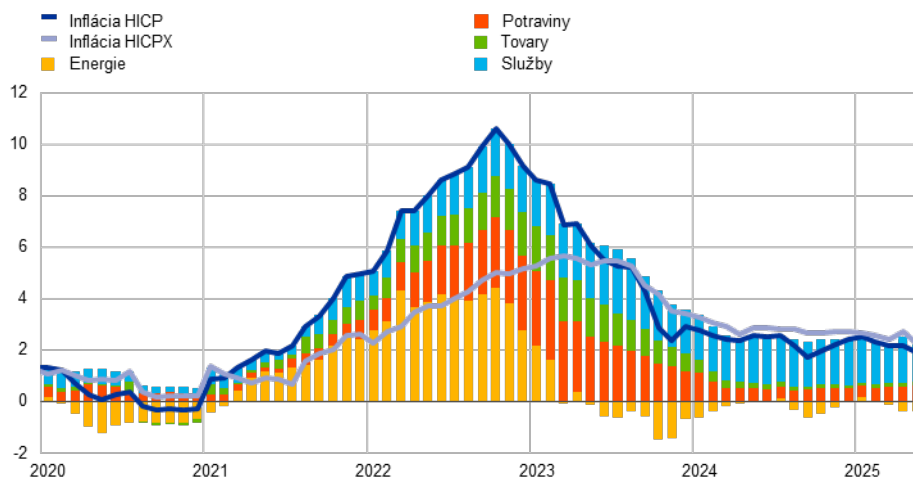
⁹ [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2025](#), zverejnené 5. júna 2025 na internetovej stránke ECB.

¹⁰ Podrobnejšie informácie o projekciách v rámci alternatívnych scenárov obchodnej politiky: box 2: [Americké clá a neistota spojená s obchodnou politikou](#), Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2025.

Graf 8

Celková inflácia a jej hlavné zložky

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: „Tovar“ znamená neenergetické priemyselné tovary. Posledné údaje sú z mája 2025 (rýchly odhad Eurostatu).

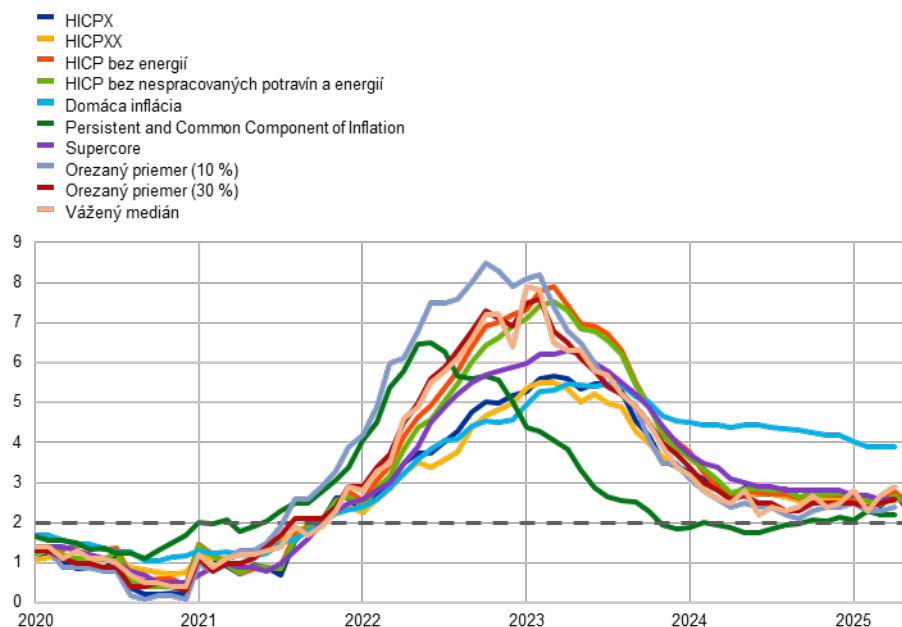
Z dostupných údajov za máj vyplýva, že ukazovatele základnej inflácie súvisiace so službami spojenými s cestovným ruchom sa po aprílovom náraste zmiernili, zatiaľ čo ďalšie ukazovatele dostupné len do apríla vykazovali zmiešané signály. V apríli 2025 sa hodnoty ukazovateľov základnej inflácie pohybovali v rozpätí od 2,2 % do 2,9 %. ¹¹ Z dostupných údajov za máj vyplýva, že HICP bez energií a HICP bez energií a nespracovaných potravín, ktoré zahŕňajú položky služieb spojených s cestovným ruchom, sa znížili na 2,5 % a 2,4 % (z 2,8 % a 2,7 % v apríli). Inflácia HICP bez položiek služieb súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi (HICPXX) naopak zostala v apríli nezmenená na úrovni 2,6 %. Ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI), ktorý spomedzi ukazovateľov základnej inflácie zvyčajne najlepšie predpovedá budúcu celkovú infláciu, zostal v spodnej časti rozpätia na nezmenenej úrovni 2,2 %, zatiaľ čo vážený medián sa zvýšil na 2,9 %. Ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus, zostal na úrovni 2,6 %. Domáca inflácia, ktorá nezahŕňa niektoré položky súvisiace s cestovným ruchom, ale zahŕňa ubytovanie, dosahovala už tretí mesiac po sebe 3,9 %.

¹¹ Apríl 2025 je posledný mesiac, za ktorý sú k dispozícii všetky ukazovatele.

Graf 9

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

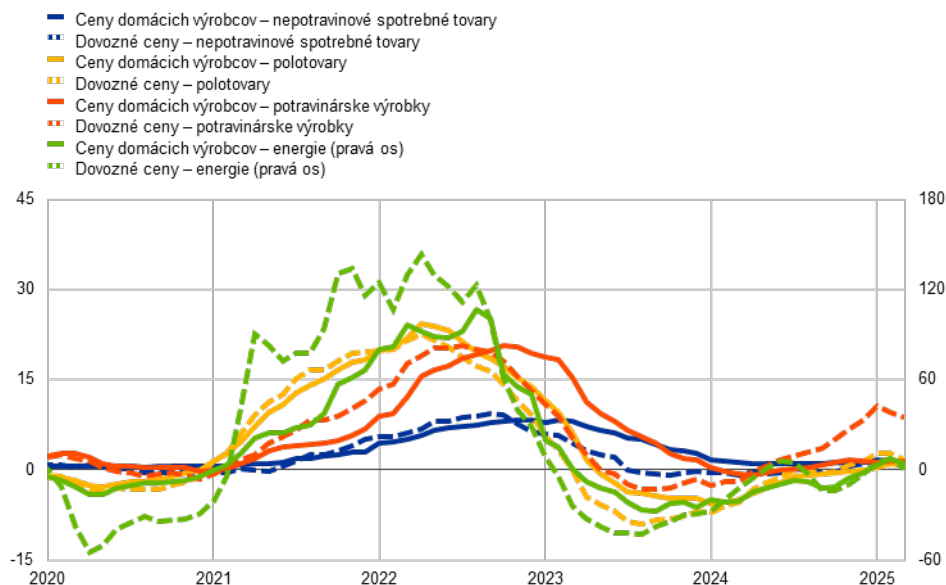
Poznámky: Šedá prerušovaná čiara predstavuje inflačný cieľ ECB na úrovni 2 % v strednodobom horizonte. V prípade HICPX, HICP bez energií a HICP bez nespracovaných potravín a energií sú posledné údaje z mája 2025 (rýchly odhad Eurostatu) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z apríla 2025.

Väčšina ukazovateľov tlakov v cenovom reťazci sa v marci zmiernila

a udržiava si mierne tempo rastu (graf 10). V počiatočných fázach cenového reťazca inflácia cien výrobcov energií klesla zo 7,6 % vo februári na 3,8 % v marci. Ročná miera rastu cien výrobcov pri domácom predaji polotovarov sa znížila z 0,9 % vo februári na 0,8 % v marci). V neskorších fázach cenového reťazca sa inflácia cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov v marci znížila na 1,4 % (z februárových 1,5 %), zatiaľ čo ceny výrobcov potravinárskych výrobkov sa zvýšili na 1,6 % (z 1,4 %). Inflácia dovozných cien spracovaných potravín v marci klesla z februárových 9,6 % na 8,8 % a zostala na zvýšenej úrovni. V prípade polotovarov došlo k poklesu ročnej miery rastu dovozných cien z 2,7 % na 1,7 %. Nižšie miery rastu inflácie dovozných cien sú čiastočne odrazom nedávneho zhodnocovania eura.

Graf 10**Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci**

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z marca 2025.

Domáce nákladové tlaky, merané rastom deflátoru HDP, v poslednom štvrtroku 2024 už siedmy štvrťrok po sebe ďalej klesali (graf 11).

Najnovšie dostupné údaje z národných účtov týkajúce sa domácich nákladových tlakov za eurozónu sú z posledného štvrťroka 2024. Ročná miera rastu deflátoru HDP sa v poslednom štvrtroku 2024 znížila na 2,5 %, z 2,7 % v predchádzajúcom štvrtroku. Príčinou je menší príspevok jednotkových nákladov práce a záporný príspevok jednotkových ziskov, čo prevážilo mierne zvýšenie jednotkových čistých daní. Dostupné ukazovatele mzdového rastu za prvý štvrťrok 2025 potvrdzujú ďalšie spomaľovanie rastu nákladov práce. Rýchly odhad indexu nákladov práce poukázal na pokles na 3,3 % v prvom štvrtroku 2025 (zo 4,1 % v poslednom štvrtroku 2024). V prvom štvrtroku 2025 klesla aj miera rastu dojednaných miezd – na 2,4 % zo 4,1 % v predchádzajúcom štvrtroku. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, výhľadový mzdový monitor ECB, ktorý obsahuje údaje o dojednaných mzdách do mája 2025, aj naďalej poukazuje na ústup tlakov prameniacych z mzdového rastu v priebehu roka 2025.

Graf 11

Zložky deflátoru HDP

(ročná percentuálna zmena; príspevok v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Príspevok kompenzácie na zamestnanca k zmenám jednotkových nákladov práce je kladný, príspevok produktivity práce záporný. Posledné údaje sú za štvrtý štvrtrok 2024.

V období od aprílového zasadania Rady guvernérov sa trhovú ukazovateľ i ukazovateľ odvodený z výsledkov prieskumov dlhodobějších inflačných očakávaní zmenili len minimálne, zatiaľ čo trhovú ukazovateľ krátkodobej inflačnej kompenzácie klesli na úroveň pod 2 % (graf 12). Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za druhý štvrtrok 2025 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za jún 2025 zostal priemer a medián dlhodobějších inflačných očakávaní na úrovni 2 %. V blízkosti 2 % sa pohybovali aj krátkodobější očakávania na rok 2025 odvodené z prieskumov, s menšími zmenami odrážajúcimi najnovšie údaje a pohyby cien energetických komodít. Jednoročná forwardová sadzba inflačných swapov o jeden rok – trhovú ukazovateľ krátkodobej inflačnej kompenzácie – klesla v priebehu sledovaného obdobia o 0,2 percentuálneho bodu na približne 1,7 %, z čoho vyplýva, že obchodná neistota má podľa účastníkov trhu na eurozónu prevažne deflacionárny vplyv. Pri strednodobých a dlhodobějších splatnostiach inflačná kompenzácia po oznámení amerických cieľ prevažne kopírovala výrazné kladné precenenie, ku ktorému došlo v nadväznosti na oznámenie rozpočtových opatrení nemeckej vlády. V dôsledku tohto vývoja zostali päťročné forwardové sadzby inflačných swapov o päť rokov v blízkosti 2 %. Krátkodobé inflačné očakávania spotrebiteľov sa mierne zvýšili, zatiaľ čo ich strednodobé očakávania zostali stabilné. Podľa prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB za apríl 2025 sa medián očakávaní celkovej inflácie na nasledujúcich dvanásť mesiacov v apríli zvýšil z marcových 2,9 % na 3,1 %. Očakávania na ďalšie tri roky však boli nezmenené na úrovni 2,5 %. Medián vnímanej inflácie za predchádzajúcich dvanásť mesiacov pritom tiež zostal na úrovni 3,1 %. Mierny nárast v prípade krátkodobých inflačných očakávaní môže byť odrazom nárastu neistoty spojenej s infláciou a zhoršením ekonomického sentimentu účastníkov prieskumu.

Graf 12

Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie a inflačné očakávania spotrebiteľov

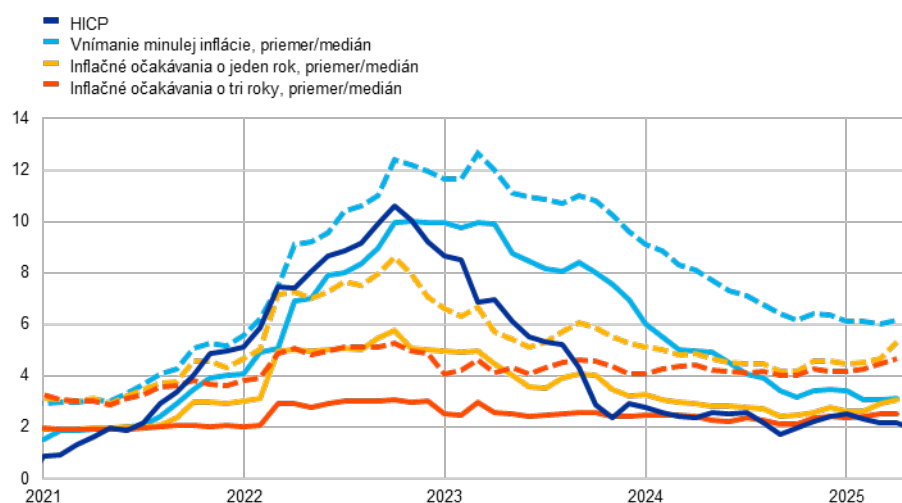
a) Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie

(ročná percentuálna zmena)



b) Celková inflácia HICP a prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: LSEG, Eurostat, prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB a výpočty ECB.

Poznámky: Panel a) znázorňuje forwardové sadzby inflačných swapov v rôznych horizontoch za eurozónu. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 6. marca 2025. Prerušované čiary v paneli b) označujú priemer, neprerušované čiary medián. V prípade panela a) sú posledné údaje zo 4. júna 2025, v prípade HICP z mája 2025 (rýchly odhad Eurostatu) a v prípade ostatných ukazovateľov v paneli b) z apríla 2025.

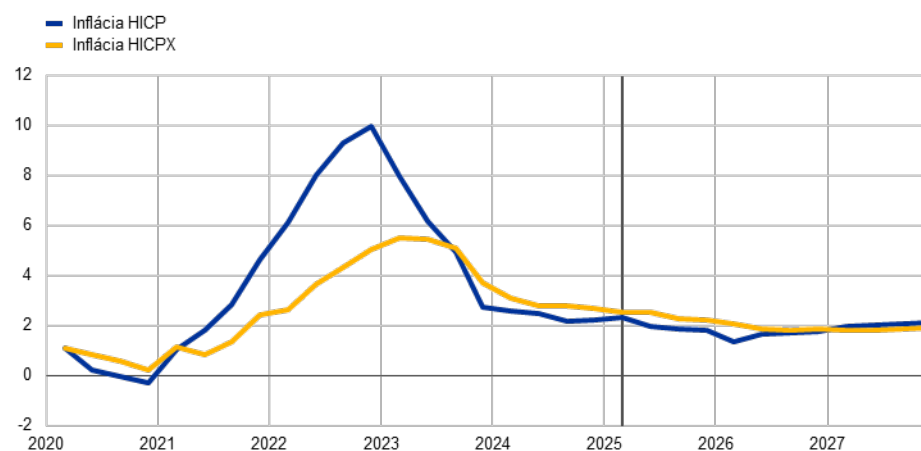
Podľa projekcií z júna 2025 by mala celková inflácia dosiahnuť v priemere 2,0 % v roku 2025 a 1,6 % v roku 2026 a následne sa vrátiť na 2,0 % v roku 2027 (graf 13). Celková inflácia má v druhom štvrťroku 2025 klesnúť pod 2 % a až do začiatku roka 2026 ďalej klesať, s najnižšou hodnotou na úrovni približne 1,4 %, odrážajúc pokles všetkých hlavných zložiek: energií, potravín a jadrovej inflácie (najmä pod vplyvom služieb). V roku 2027 by mala celková inflácia vzrásť, odrážajúc najmä dočasný rastový vplyv inflácie cien energií v roku 2027, a to v dôsledku fiškálnych opatrení súvisiacich s klimatickou transformáciou, najmä zavedením nového systému obchodovania s emisiami. V porovnaní s projekciami z marca 2025 bol výhľad celkovej inflácie na roky 2025 i 2026 upravený o 0,3 percentuálneho bodu

nadol, zatiaľ čo na rok 2027 zostáva celkovo nezmenený. Dôvodom zníženia projekcie na rok 2025 je výhradne inflácia cien energií v dôsledku slabších než očakávaných údajov a nižších predpokladov cien ropy, plynu a elektrickej energie. Vzhľadom na pokračujúce odznievanie účinkov minulých veľkých šokov na infláciu cien služieb sa očakáva, že inflácia HICPX dosiahne v priemere 2,4 % v roku 2025 a 1,9 % v rokoch 2026 a 2027. V porovnaní s projekciami z marca 2025 bola inflácia HICPX na rok 2025 upravená o 0,2 percentuálneho bodu nahor a na rok 2026 o 0,1 percentuálneho bodu nadol.

Graf 13

Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2025.

Poznámky: Sivá zvislá čiara označuje posledný štvrťrok pred začiatkom sledovaného obdobia. Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2025 (skutočné údaje) a štvrtý štvrťrok 2027 (projekcie). Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2025 boli dokončené 21. mája 2025 a redakčná uzávierka technických predpokladov bola 14. mája 2025. Historické i projektované údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrťročnú periodicitu.

Vývoj na finančných trhoch eurozóny počas sledovaného obdobia od 6. marca do 4. júna 2025 ovplyvnila predovšetkým zvýšená neistota v súvislosti s obchodnou politikou. Oznámenie o rozsiahlych clách v Spojených štátoch z 2. apríla viedlo k prudkému preceneniu finančných aktív, zatiaľ čo úľava po následnom pozastavení týchto ciel vyvolala oživenie na trhoch rizikových aktív. Na finančné trhy však naďalej pôsobila zvýšená neistota v súvislosti s clami a hmlistý hospodársky výhľad. Celkovo sa forwardová krivka bezrizikovej krátkodobej eurovej sadzby (€STR) posunula nadol, pričom trhy na konci sledovaného obdobia zohľadnili takmer 60 bázičných bodov kumulatívneho zníženia úrokových sadzieb v eurozóne do konca roka 2025. Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov sa v dôsledku obchodného napätia takisto znížili, pričom tento vývoj sprevádzalo stlačenie spreadov v porovnaní s korešpondujúcimi sadzbami jednoduchových indexových swapov. Svetové akciové trhy zaznamenali výrazný pokles a opätovné zvýšenie, akciový index eurozóny však napriek značným výkyvom zostal ku koncu sledovaného obdobia v podstate bez zmeny. Spready podnikových dlhopisov eurozóny sa rozšírili v prípade emitentov s investičným ratingom a obzvlášť emitentov s vysokým výnosom. Na devízových trhoch sa euro výrazne posilnilo aj voči americkému doláru (o 5,4 %), aj v obchodne váženom vyjadrení (o 2,5 %).

V dôsledku zvýšenia očakávaní účastníkov trhu ohľadom krátkodobého zníženia úrokovej sadzby pre jednoduchové sterilizačné operácie došlo v eurozóne počas sledovaného obdobia k výraznému poklesu bezrizikových sadzieb (graf 14).

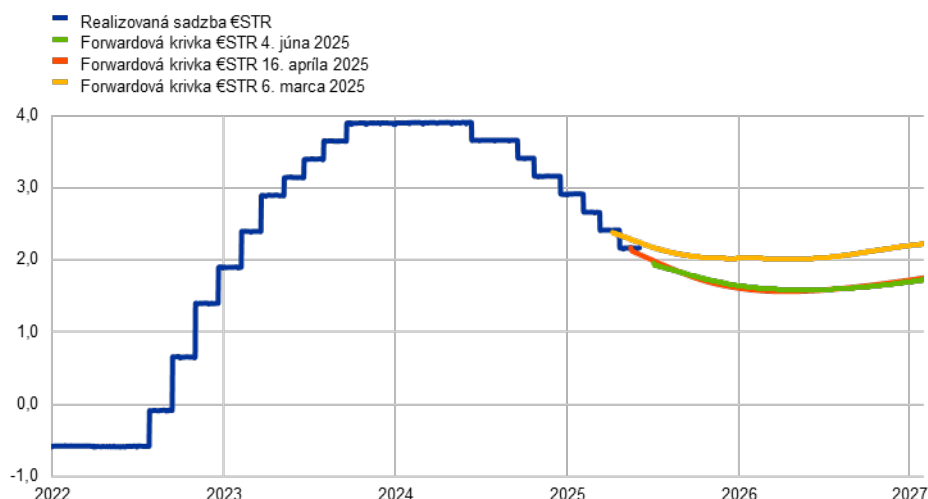
Po všeobecne očakávaných rozhodnutiach Rady guvernérov znížiť kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázičných bodov na marcovom aj aprílovom zasadnutí dosiahla referenčná krátkodobá eurová sadzba (€STR) počas sledovaného obdobia 2,17 %. Nadbytočná likvidita sa znížila približne o 117 mld. € na 2 710 mld. €. V tomto vývoji sa odrážal najmä pokles portfólií cenných papierov držaných na účely menovej politiky, keďže Eurosystem už nereinvestuje splátky istiny zo splatných cenných papierov v rámci svojich programov nákupu aktív. Po oznámení plánovanej fiškálnej expanzie v Nemecku a iniciatív na zvýšenie vojenských výdavkov v EÚ (plán ReArm Europe) tesne pred začiatkom sledovaného obdobia sa forwardová krivka posunula smerom nahor, no následne sa v dôsledku rastúceho napätia v medzinárodnom obchode obrátila a postupne z veľkej časti zvrátila predchádzajúci vývoj. Oznámenie Spojených štátov o clách z 2. apríla 2025 a následná eskalácia globálneho obchodného napätia vyvolali výrazné precenenie forwardovej krivky €STR smerom nadol, čo odrážalo očakávania rýchlejšieho tempa uvoľňovania menovej politiky v eurozóne. Úľavu finančným trhom priniesla séria pozitívnych správ týkajúcich sa ciel, najmä 90-dňové pozastavenie ďalších amerických ciel oznámené začiatkom apríla a colné dohody medzi Spojenými štátmi a Spojeným kráľovstvom, respektíve Čínou. Následne sa však vo výhľade úrokových sadzieb opäť prejavil vplyv ďalších negatívnych správ súvisiacich s obchodom. Do konca sledovaného obdobia účastníci trhu započítali kumulatívne zníženie úrokových sadzieb o takmer 60 bázičných bodov do konca roka 2025, čo je približne o 35 bázičných bodov viac v porovnaní so začiatkom sledovaného obdobia. Počas sledovaného obdobia klesali aj dlhodobejšie bezrizikové sadzby v eurozóne, i keď

v menšej miere ako krátkodobé bezrizikové sadzby, keď desaťročná nominálna sadzba OIS v tomto období klesla o 18 bázických bodov na 2,4 %.

Graf 14

Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



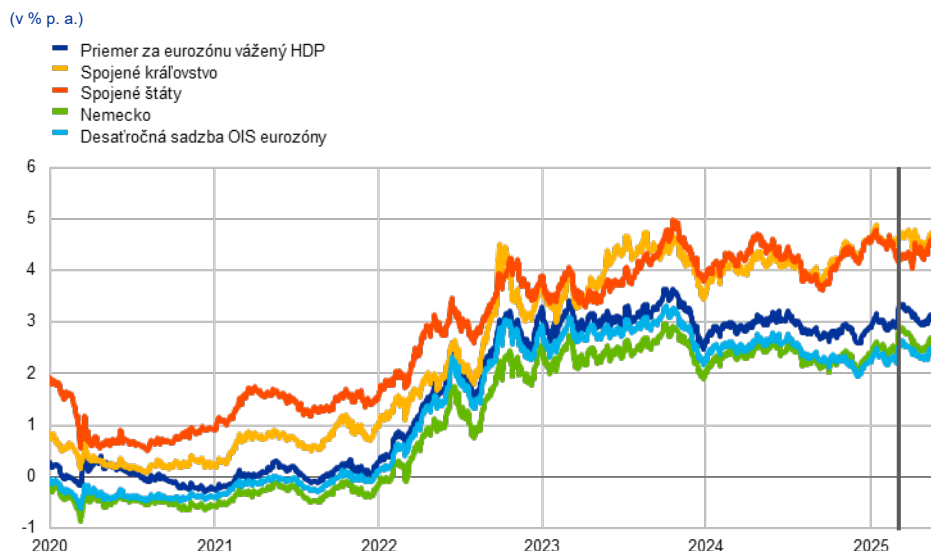
Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámka: Forwardová krivka sa odhaduje použitím spotových sadzieb OIS (€STR).

V prostredí obchodného napätia sa znížili aj výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov, čo sprevádzalo stlačenie spreadov (graf 15). Výnos desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážený HDP uzavrel sledované obdobie na úrovni približne 3 %, čo oproti jeho počiatočnej úrovni predstavuje pokles o 36 bázických bodov, pričom spready sa v porovnaní so sadzbou OIS zúžili o 19 bázických bodov. Počas sledovaného obdobia sa vyskytli občasné výkyvy, ako aj odchýlky medzi jednotlivými krajinami súvisiace s vývojom obchodu. Bezprostredne po prvom oznámení o amerických clách 2. apríla 2025 a následnom náraste neistoty vzrástli ceny štátnych dlhopisov eurozóny, pričom ceny nemeckých dlhopisov zaznamenali výrazné prírastky. Americké štátne dlhopisy (spolu s americkým dolárom) sa medzitým dostali pod tlak trhu v súvislosti s objavujúcimi sa pochybnosťami o ich štatúte bezpečného prístavu a s vplyvom cieľ na infláciu v Spojených štátoch. Od oznámenia 90-dňového pozastavenia dodatočných cieľ a zmiernenia obchodného napätia medzi Spojenými štátmi a Čínou sa niektoré z týchto vplyvov zvrátili, čo zvýšilo výnosy nemeckých dlhopisov a zúžilo spready krajín eurozóny s vyššími výnosmi. Výnosy desaťročných amerických štátnych dlhopisov počas sledovaného obdobia výrazne kolísali a nakoniec skončili na úrovni približne 4,4 %, teda približne o 13 bázických bodov vyššie ako na začiatku sledovaného obdobia. Tento nárast výnosov amerických dlhopisov bol spôsobený kombináciou viacerých faktorov vrátane nedávneho zvýšeného dohľadu nad rastúcou úrovňou dlhu krajiny a rozhodnutia agentúry Moody's znížiť úverový rating Spojených štátov.

Graf 15

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov a desaťročná sadzba OIS založená na €STR



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

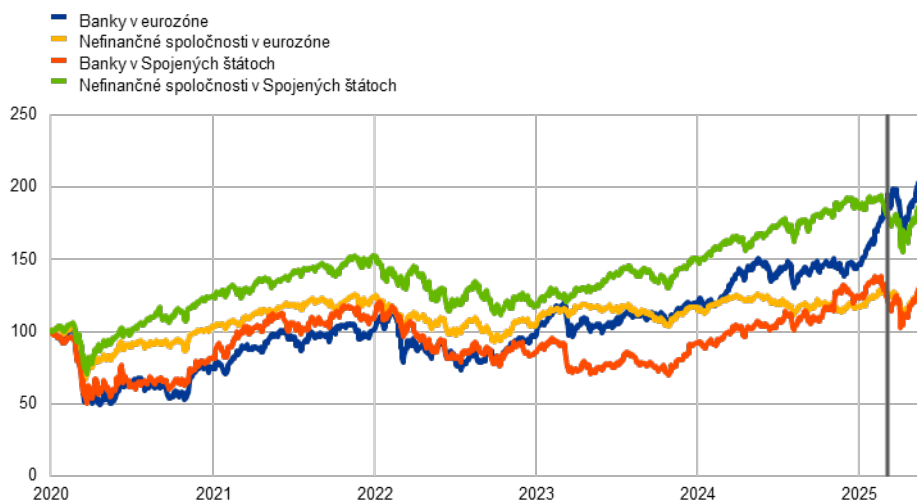
Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (6. marca 2025). Posledné údaje sú zo 4. júna 2025.

Svetové akciové trhy zaznamenali výrazný prepád a opätovné oživenie, pričom akciový index eurozóny zostal ku koncu sledovaného obdobia v podstate bez zmeny (graf 16). Oznámenie o fiškálnych výdavkoch Nemecka začiatkom marca vyvolalo prudký nárast na európskych akciových trhoch. Oznámenie o amerických clách z 2. apríla však vyvolalo značný výpredaj na svetových akciových trhoch a následne viedlo k výraznému nárastu volatility na trhu. Napriek pretrvávajúcej neistote v oblasti obchodu sa ceny akcií na celom svete po oznámení 90-dňového pozastavenia amerických ciel z týchto strát rýchlo zotavili. Po oznámení plánov americkej administratívy zaviesť 50 % clá na európsky dovoz sa ceny európskych akcií koncom mája mierne znížili, no po odložení účinnosti ciel na 9. júla sa rýchlo vrátili späť na pôvodnú úroveň. Počas celého sledovaného obdobia sa indexy akciových trhov eurozóny v podstate nezmenili, keď akcie nefinančných spoločností klesli o 1,4 % a akcie bánk vzrástli o 3,3 %. Indexy amerických akciových trhov, naopak, celkovo posilnili a vzrástli približne o 4,4 %, pričom v prípade bánk stúpili o 4,9 % a v prípade nefinančných spoločností o 4,8 %. Napriek tomu neistota v súvislosti s obchodnou politikou naďalej predstavuje významný zdroj rizika poklesu cien na trhoch rizikových aktív.

Graf 16

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2020 = 100)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (6. marca 2025). Posledné údaje sú zo 4. júna 2025.

Spready podnikových dlhopisov sa rozšírili v segmente investičných dlhopisov aj v segmente dlhopisov s vysokým výnosom (graf 17).

Riziká zhoršenia hospodárskeho výhľadu ovplyvnili trhy s podnikovými dlhopismi, a to najmä po oznámení o amerických clách začiatkom apríla 2025. Napriek nedávnomu miernemu zúženiu sa spready v segmente investičných dlhopisov a dlhopisov s vysokým výnosom v priebehu sledovaného obdobia rozšírili približne o 13, resp. 34 bazických bodov. V segmente dlhopisov s vysokým výnosom sa spready dlhopisov nefinančných spoločností zvýšili o 25 bazických bodov, zatiaľ čo spready dlhopisov emitovaných finančnými spoločnosťami sa zvýšili približne o 66 bazických bodov.

Graf 17

Spready podnikových dlhopisov eurozóny

(v bazických bodoch)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (6. marca 2025). Posledné údaje sú zo 4. júna 2025.

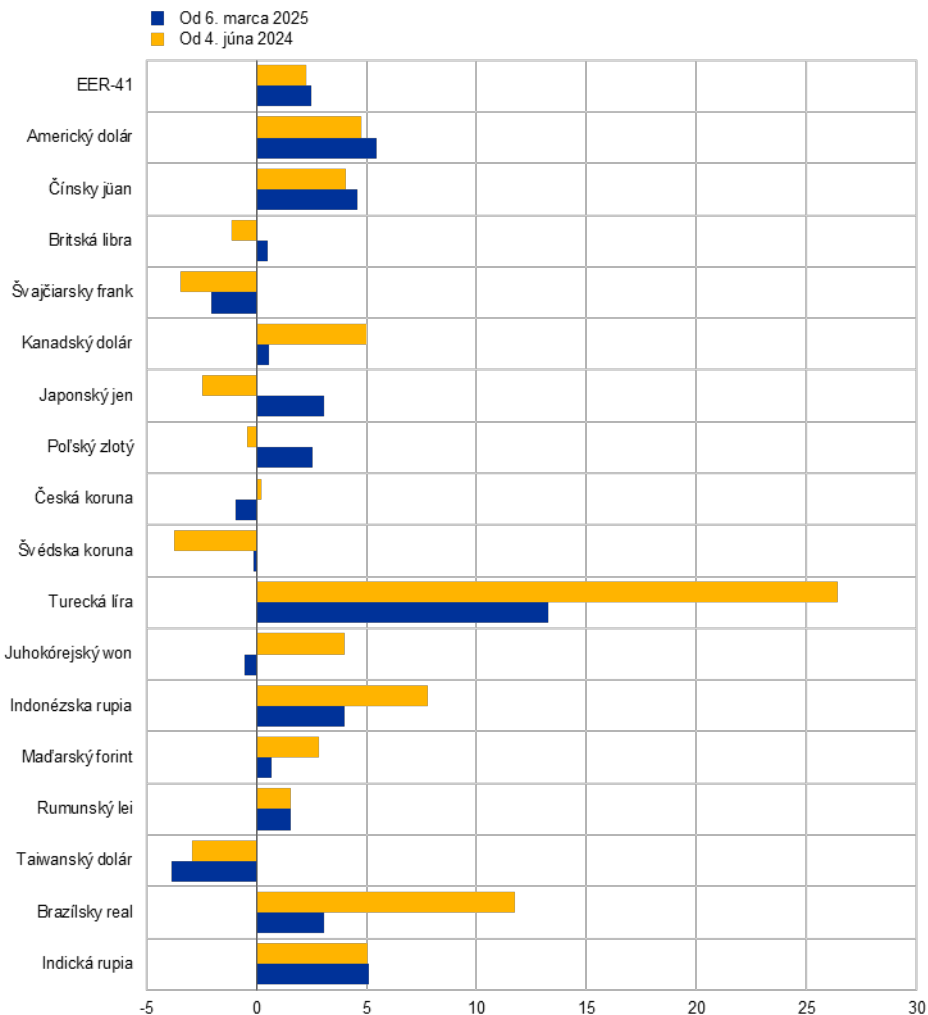
Na devízových trhoch sa euro výrazne posilnilo ako voči americkému doláru, tak aj v obchodne váženom vyjadrení (graf 18).

Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa počas sledovaného obdobia posilnil o 2,5 %. Toto zhodnotenie bolo plošné. Výrazné zhodnotenie o 5,4 % voči americkému doláru bolo do veľkej miery spôsobené zmenou trhových očakávaní týkajúcich sa výhľadu rastu a inflácie v Spojených štátoch a potenciálneho vplyvu politiky americkej administratívy na dopyt po amerických aktívach, najmä v nadväznosti na jej oznámenia o clách zo začiatku apríla. Možno ho pripísať aj pozitívnejšiemu naladeniu investorov voči euru po oznámení Nemecka o jeho fiškálnych výdavkoch a po mimoriadnom zasadnutí Európskej rady o posilnení obranyschopnosti EÚ v úvode marca. Euro posilnilo aj voči čínskemu jüanu (o 4,6 %), pričom jüan spočiatku oslabil v dôsledku očakávaného nepriaznivého vplyvu amerických ciel, no po určitom zmiernení obchodného napätia medzi Spojenými štátmi a Čínou sa čiastočne zotavil. Euro sa výrazne zhodnotilo voči menám rozvíjajúcich sa trhových ekonomík, ktorých sa takisto negatívne dotkli americké clá a obavy v súvislosti s globálnym rastom. Naopak, voči švajčiarskemu franku, ktorý je tradičným bezpečným prístavom, sa euro v prostredí celkovo opatrnej nálady na trhu oslabilo o 2,0 %.

Graf 18

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: EER-41 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená posilnenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané podľa výmenných kurzov zo 4. júna 2025.

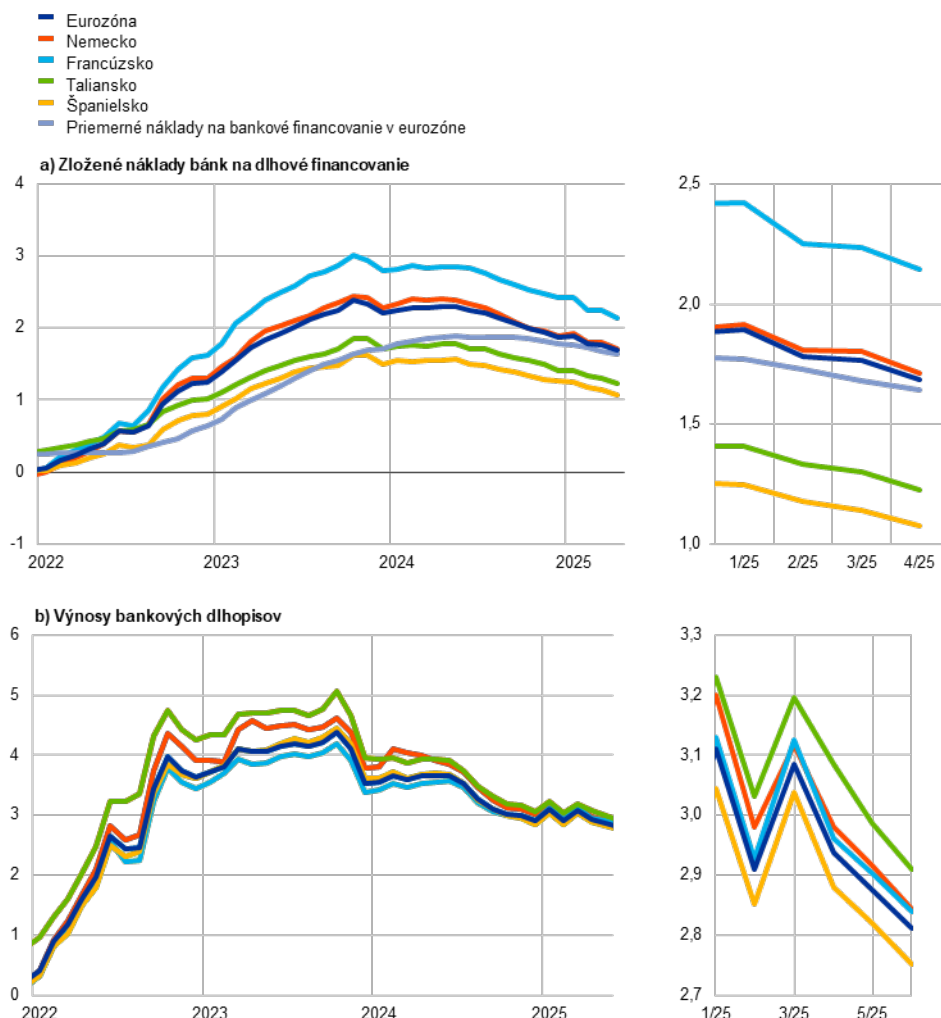
V apríli v dôsledku nižších úrokových sadzieb naďalej klesali náklady bánk na financovanie. Priemerné úrokové sadzby nových úverov podnikom v apríli klesli na 3,8 %, zatiaľ čo v prípade domácností zostala priemerná úroková sadzba nových hypoték na úrovni 3,3 %. Rozdiel medzi sadzbami úverov domácnostiam a podnikom vyplýva z odlišnej dĺžky fixácie úverov. V apríli sa ďalej postupne oživoval rast úverov podnikom a domácnostiam, no v dôsledku slabého makroekonomického výhľadu a vysokej neistoty zostal hlboko pod historickými priemermi. Počas sledovaného obdobia od 6. marca do 4. júna 2025 sa v dôsledku o niečo vyššej akciovej rizikovej prirážky mierne zvýšili náklady podnikov na kapitálové financovanie, zatiaľ čo náklady na dlhové financovanie na trhu sa nepatrne znížili. Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu (M3) sa v apríli mierne zvýšila na 3,9 %.

Náklady bánk na financovanie sa v apríli 2025 ďalej znižovali. Zložené náklady bánk eurozóny na dlhové financovanie, t. j. index, ktorý meria marginálne náklady bánk na financovanie, v apríli ďalej klesali (graf 19, panel a), čo odrážalo zníženie úrokových sadzieb ECB, zatiaľ čo celkový pokles priemerných nákladov bánk na financovanie bol v priebehu mesiaca miernejší. Sadzby vkladov a sadzby medzibankového peňažného trhu naďalej klesali, pričom zložená sadzba vkladov dosiahla v apríli úroveň 1,0 %, čo predstavuje pokles z jej najvyššej hodnoty 1,4 % v máji 2024. Výnosy bankových dlhopisov zostali v marci a apríli 2025 v podstate stabilné a v máji sa znížili, napriek zvýšenej volatilite na finančných trhoch na začiatku mesiaca, čo čiastočne súviselo s nedávnymi oznámeniami o clách v Spojených štátoch (graf 19, panel b). Podobne ako v predchádzajúcich mesiacoch úrokové sadzby termínovaných vkladov podnikov a domácností klesli výraznejšie než sadzby jednodňových vkladov, čím sa zmenšil výrazný rozdiel medzi úrokovými sadzbami termínovaných a jednodňových vkladov podnikov aj domácností.

Graf 19

Zložené náklady bánk na financovanie vo vybraných krajinách eurozóny

(v % za rok)



Zdroj: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC a/alebo pobočky a výpočty ECB.

Poznámka: Zložené náklady bánk na financovanie predstavujú priemer nákladov na nové obchody zahŕňajúce jednoduché vklady, vklady s výpovednou lehotou, termínované vklady, dlhopisy a medzibankové pôžičky, vážené ich príslušnými zostatkami. Priemerné náklady bánk na financovanie používajú rovnaké váhy, ale vychádzajú zo sadzieb nesplatených vkladov a medzibankového financovania a z výnosu do splatnosti pri emisii dlhopisov. Výnosy bankových dlhopisov predstavujú mesačné priemery dlhopisov nadriadenej tranže. Posledné údaje o zložených nákladoch bánk na dlhové financovanie sú z apríla 2025 (panel a) a o výnosoch bankových dlhopisov zo 4. júna 2025 (panel b).

Sadzbý bankových úverov pre podniky naďalej klesali, zatiaľ čo sadzbý hypotekárnych úverov pre domácnosti zostali v podstate stabilné, čo odrážalo rozdiely v obdobiach fixácie úverov. V apríli 2025 úrokové sadzby nových úverov nefinančným spoločnostiam klesli o 14 bázických bodov na 3,79 %, čo predstavuje približne 1,5 percentuálneho bodu pod ich maximum z októbra 2023 (graf 20, panel a). Tento pokles bol plošný vo všetkých najväčších krajinách eurozóny a bol spôsobený krátkodobými úvermi so splatnosťou do jedného roka. Úrokové sadzby úverov s dlhšími splatnosťami, naopak, zostali v podstate bez zmeny, čo bolo odrazom vyšších dlhodobějších bezrizikových sadzieb. Spread medzi úrokovými sadzbami malých a veľkých úverov podnikom zostal v apríli stabilný na 46 bázických bodoch, teda mierne nad historickým minimom, pričom medzi jednotlivými krajinami boli určité rozdiely. Pokiaľ ide o domácnosti, úrokové sadzby nových úverov na

bývanie klesli o 5 bazických bodov a v apríli dosiahli 3,27 %, čo je približne 80 bazických bodov pod ich maximom z novembra 2023, pričom medzi krajinami boli určité rozdiely (graf 20, panel b). Sadzby hypoték v prípade čisto nových úverov, t. j. bez zohľadnenia opätovne prerokovaných úverov, zostali v podstate stabilné. Rozdiel medzi sadzbami úverov pre domácnosti a pre podniky odráža rozdiely v obdobiach fixácie úverov. Úvery pre domácnosti majú zvyčajne dlhšiu fixáciu, takže sú menej citlivé na krátkodobé výkyvy trhových sadzieb.

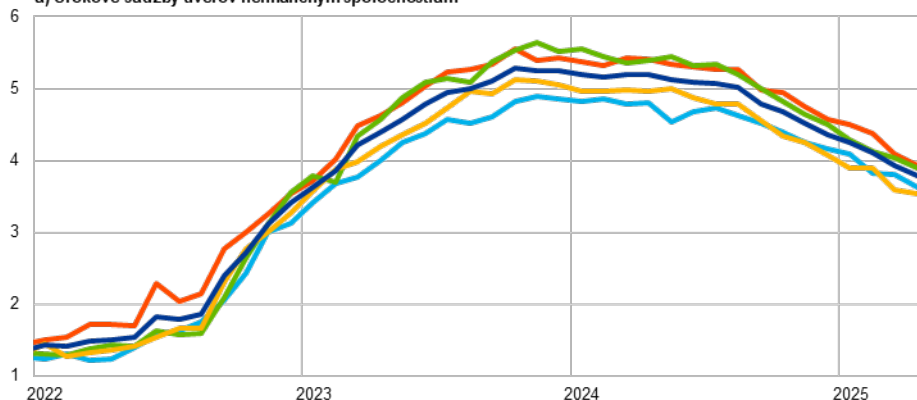
Graf 20

Zložené úrokové sadzby bankových úverov podnikom a domácnostiam vo vybraných krajinách eurozóny

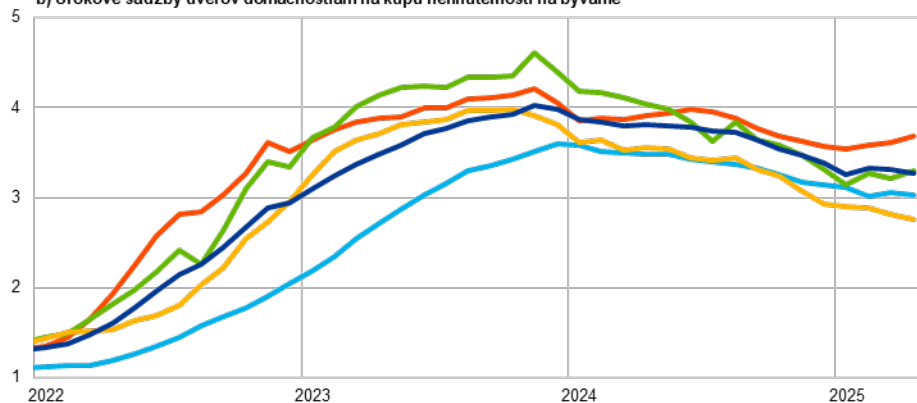
(v % za rok)

- Eurozóna
- Nemecko
- Francúzsko
- Taliansko
- Španielsko

a) Úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam



b) Úrokové sadzby úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: NFC znamená nefinančné spoločnosti. Zložené úrokové sadzby bankových úverov sa počítajú agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb na základe 24-mesačného kľzavého priemeru objemu nových obchodov. Posledné údaje sú z apríla 2025.

Počas sledovaného obdobia od 6. marca do 4. júna 2025 sa mierne zvýšili náklady podnikov na kapitálové financovanie, zatiaľ čo náklady na dlhové financovanie na trhu sa okrajovo znížili. Na základe mesačných údajov

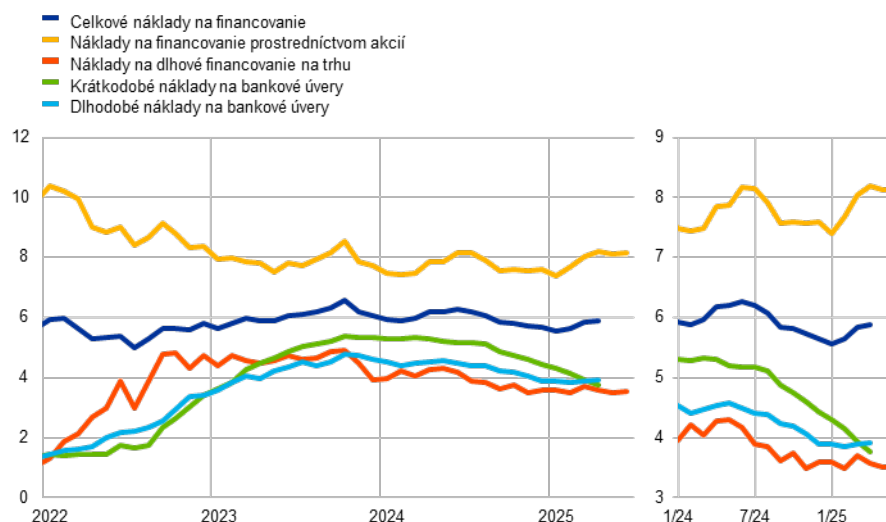
dostupných do apríla 2025 celkové náklady nefinančných spoločností na financovanie – teda zložené náklady na bankové úvery, na dlhové financovanie na

trhu a na kapitálové financovanie – v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom v apríli stúpili a dosiahli 5,9 % (graf 21).¹² Tento vývoj vyplýval zo zvýšenia nákladov na vlastný kapitál v dôsledku o niečo vyššej akciovej rizikovej prirážky. Všetky ostatné zložky nákladov buď klesli, alebo zostali nezmenené. Denné údaje za sledované obdobie do 4. júna 2025 ukazujú, že náklady na dlhové financovanie na trhu sa ďalej mierne znížili. Dôvodom bol posun krivky jednodňových indexových swapov (overnight index swap – OIS) smerom nadol vo všetkých splatnostiach, ktorý bol len čiastočne kompenzovaný rozšírením spreadov podnikových dlhopisov, najmä dlhopisov s vysokými výnosmi. Náklady na kapitálové financovanie v rovnakom období mierne vzrástli v dôsledku malého zvýšenia akciovej rizikovej prirážky, napriek poklesu dlhodobej bezrizikovej sadzby aproximovanej desaťročnou sadzbou OIS.

Graf 21

Nominálne náklady na vonkajšie financovanie podnikov v eurozóne podľa zložiek

(v % za rok)



Zdroj: ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností vychádzajú z mesačných údajov a počítajú sa ako vážený priemer dlhodobých a krátkodobých nákladov na bankové úvery (mesačné priemerné údaje), dlhové financovanie na trhu a kapitálové financovanie (údaje z konca mesiaca) na základe ich príslušných zostatkov. Posledné údaje v prípade nákladov na dlhové financovanie na trhu a nákladov na vlastný kapitál (denné údaje) sú zo 4. júna 2025 a v prípade celkových nákladov na financovanie a nákladov na bankové úvery (mesačné údaje) z apríla 2025.

Rast úverov podnikom a domácnostiam sa v dôsledku slabšej krátkodobej dynamiky v apríli naďalej postupne zvyšoval.

Ročná miera rastu bankových úverov podnikom sa z marcových 2,4 % zvýšila v apríli 2025 na 2,6 %, ale stále bola výrazne pod historickým priemerom 4,3 % z januára 1999 (graf 22, panel a). Naopak, ročná miera rastu podnikových dlhových cenných papierov sa z marcových 3,0 % znížila v apríli na 2,1 %, čo prispelo k miernemu oslabeniu rastu celkového dlhového financovania podnikov. Medziročná miera rastu úverov domácnostiam sa medzitým naďalej postupne zvyšovala a po marcových 1,7 % dosiahla v apríli 1,9 %. Táto miera rastu úverov domácnostiam však stratila dynamiku a zostala výrazne pod svojím historickým priemerom 4,1 % (graf 22, panel b). Hlavným motorom tohto

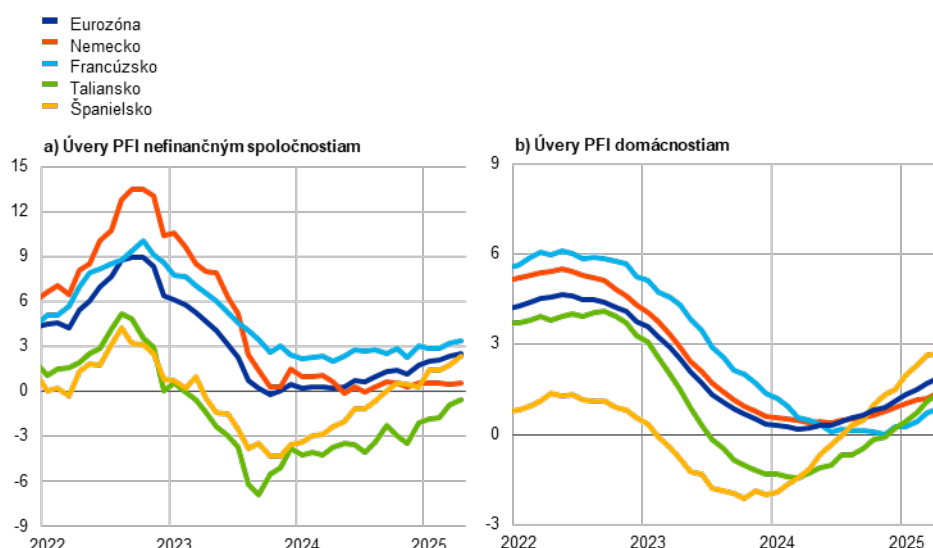
¹² Vzhľadom na oneskorenú dostupnosť údajov o nákladoch na bankové úvery sú údaje o celkových nákladoch nefinančných spoločností na financovanie k dispozícii len do apríla 2025.

rastúceho trendu zostali úvery na kúpu nehnuteľností na bývanie, pričom spotrebiteľské úvery zaznamenali v apríli takisto mierne zvýšenie, s medziročnou mierou rastu 4,3 %, a to aj napriek náznakom oslabenia krátkodobej dynamiky.¹³ Ostatné druhy úverov domácnostiam vrátane úverov samostatne zárobkovo činným osobám zostali naproti tomu naďalej slabé. V apríli sa prudko zhoršila nálada domácností v súvislosti s prístupom k úverom. Podľa [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#) ECB za apríl sa zvýšil podiel domácností, ktoré vnímali zhoršenie prístupu k úverom, a prevýšil podiel domácností, ktoré uvádzali, že prístup k úverom je jednoduchší, pričom ide o najväčší zaznamenaný mesačný nárast. Do budúcnosti domácnosti očakávajú, že prístup k úverom bude v nasledujúcich 12 mesiacoch ešte zložitejší.

Graf 22

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Úvery poskytované peňažnými finančnými inštitúciami (PFI) sú očistené od predaja úverov a sekuritizácie. V prípade nefinančných spoločností sú úvery očistené aj od účelovo vytváraných spoločných účtov (tzv. cash pooling). Posledné údaje sú z apríla 2025.

Rast širokého peňažného agregátu (M3) sa v apríli 2025 zrýchlil v dôsledku jednoduchých vkladov a prílevu zo zahraničia v kontexte vysokej neistoty (graf 23). Ročná miera rastu M3 sa z marcových 3,7 % zvýšila v apríli na 3,9 %, k čomu prispel mierne silný mesačný prítok likvidity v priebehu mesiaca. Ročná miera rastu úzkeho peňažného agregátu (M1) – ktorý zahŕňa najlikvidnejšie aktíva M3 – sa v apríli výrazne zvýšila na 4,7 % v porovnaní s marcovými 3,9 %. Z hľadiska jednotlivých zložiek bol aprílový nárast M3 spôsobený prílevom jednoduchých vkladov a v menšej miere repo obchodmi v držbe podnikov a inštitucionálnych investorov. Ročná miera rastu jednoduchých vkladov v držbe podnikov a domácností

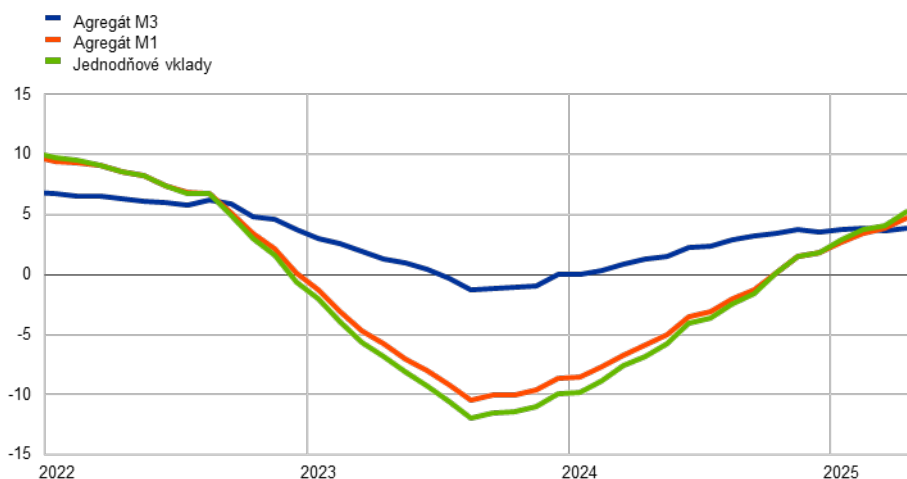
¹³ Simulácie využívajúce súčasné rozloženie úverov medzi domácnosťami naznačujú, že napriek nedávnomu zníženiu úrokových sadzieb stále doznieva značná časť predchádzajúceho sprísňovania menovej politiky. Odhaduje sa, že sa ešte neprejavilo do 35 % celkového vplyvu na spotrebu prostredníctvom kanála hypotekárnych peňažných tokov. Viac informácií je v článku s názvom [The transmission of monetary policy: from mortgage rates to consumption](#) v tomto čísle Ekonomického bulletinu.

sa z marcových 4,1 % zvýšila v apríli na 5,3 %, čo odráža silnú preferenciu likvidity zo strany investorov v čase volatility v neistom prostredí a nižších úrokových sadzieb na sporiacich vkladoch. Čiastočne sa tak vykompenzovalo oslabenie termínovaných vkladov, čím sa vysvetľuje kontrastná dynamika M1 a M3. Z hľadiska rôznych protipoloží bolo oživenie rastu M3 spôsobené čistým prílevom zahraničných zdrojov. Aprílový údaj bol však nadhodnotený v dôsledku osobitných faktorov – nesúvisiacich s oznámeniami o clách v Spojených štátoch – ktoré zvýšili vládne vklady, zatiaľ čo základný prílev bol pravdepodobne miernejší. Bankové úvery podnikom a domácnostiam v apríli naďalej pozitívne prispievali k tvorbe peňazí. Pokračujúci pokles súvahy Eurosystému mal síce naďalej negatívny účinok na rast agregátu M3, ale robustné čisté nákupy štátnych cenných papierov bankami pomáhali tento vplyv kompenzovať.

Graf 23

Agregáty M3 a M1 a jednoduché vklady

(ročná percentuálna zmena, očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2025.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2025 by mal deficit rozpočtu verejnej správy eurozóny, ktorý bol v roku 2024 na úrovni 3,1 % HDP, zostať v roku 2025 nezmenený a potom by mal v roku 2027 výrazne stúpnuť na 3,5 %. Predpokladá sa, že fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2025 sprísni len mierne, v roku 2026 sa značne uvoľní a v roku 2027 sa opäť o niečo výraznejšie sprísni. Predpokladané uvoľnenie v roku 2026 spôsobia najmä vyššie verejné investície a spotreba, ktoré budú čiastočne súvisieť so zvýšenými výdavkami na obranu a infraštruktúru, ako aj s nižšími priamymi daňami. Sprísnenie v roku 2027 odráža predovšetkým nižšie predpokladané výdavky verejnej správy vzhľadom na ukončenie poskytovania grantov v rámci nástroja Next Generation EU (NGEU). Pomer dlhu k HDP v eurozóne má rastúci trend, na úroveň viac ako 90 % HDP, keďže pokračujúce primárne deficity a kladné úpravy deficitu a dlhu viac než vyvažujú priaznivé diferenciály medzi úrokovými sadzbami a rastom. Aktuálne jedenásť krajín eurozóny sa rozhodlo požiadať o aktiváciu národnej únikovej doložky Paktu stability a rastu, čo by im umožnilo vynakladať vyššie výdavky na obranu.

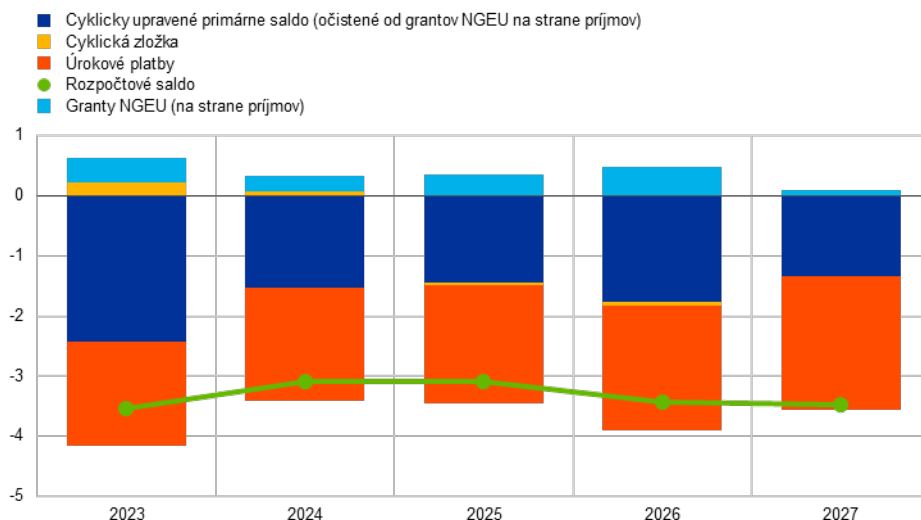
Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2025 sa rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny počas sledovaného obdobia zníži (graf 24).¹⁴ Pokiaľ ide o predchádzajúci vývoj, rozpočtový deficit eurozóny klesol z 3,5 % HDP v roku 2023 na 3,1 % v roku 2024. Dôvodom bolo zrušenie väčšiny zostávajúcich opatrení na energetickú a inflačnú podporu. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, očakáva sa, že v roku 2025 sa rozpočtový deficit nezmení, no v roku 2026 sa zvýši na 3,4 % HDP a v roku 2027 ďalej na 3,5 % HDP. Toto smerovanie odráža najmä predpokladaný vývoj fiškálnej pozície – meraný cyklicky upraveným primárnym saldom očisteným od grantov NGEU – a v roku 2027 ukončenie poskytovania grantov v rámci nástroja NGEU, ktorý sa končí v roku 2026.¹⁵ Cyklická zložka rozpočtového salda, ktorá odráža vývoj produkčnej medzery, by mala byť v sledovanom období v podstate neutrálna.

¹⁴ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2025, zverejnené 5. júna 2025 na internetovej stránke ECB.

¹⁵ Fiškálna pozícia odráža smerovanie a rozsah vplyvu fiškálnych stimulov na hospodárstvo nad rámec automatickej reakcie verejných financií na vývoj obchodného cyklu. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Keďže vyššie rozpočtové príjmy súvisiace s grantmi v rámci nástroja NGEU z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa očisťuje od týchto príjmov. Koncepcia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom *The euro area fiscal stance*, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

Graf 24**Rozpočtové saldo a jeho zložky**

(v % HDP)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2025.

Rozpočtový deficit v roku 2024 sa v projekciách z júna 2025 ukázal byť o 0,1 percentuálneho bodu nižší, ako odhadovali odborníci ECB v makroekonomických projekciách pre eurozónu v marci 2025, ale v sledovanom období sa upravuje nahor. Toto prekvapenie bolo spôsobené najmä oproti očakávaniam vyššími príjmami z priamych daní a sociálnych odvodov na úrovni eurozóny. Napriek tejto mierne lepšej východiskovej pozícii bolo rozpočtové saldo na rok 2026 upravené nadol o 0,1 percentuálneho bodu HDP a na rok 2027 o 0,2 percentuálneho bodu HDP. Dôvodom uvoľnenia boli najmä opatrenia fiškálnej politiky v Nemecku schválené koalíčnou dohodou, ktoré sa týkali vyšších výdavkov na obranu a infraštruktúru najmä v období rokov 2026 – 2027. Medzi ďalšie faktory, ktoré prispeli k zhoršeniu rozpočtového salda, patrí pokračujúce poskytovanie podpory Ukrajine zo strany Nemecka a znižovanie priamych a nepriamych daní, ako aj do určitej miery vyššie predpokladané výdavky na obranu a podporu Ukrajiny vo viacerých ďalších krajinách eurozóny.

Po výraznom sprísnení v roku 2024 sa predpokladá, že agregovaná fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2025 sprísni len mierne, v roku 2026 sa značne uvoľní a v roku 2027 sa opäť o niečo výraznejšie sprísni. Výrazné sprísnenie fiškálnej politiky o 0,9 percentuálneho bodu v roku 2024 súviselo najmä so zrušením väčšiny podporných opatrení v oblasti energetiky a inflácie a ďalších fiškálnych stimulačných opatrení, ktoré boli zavedené počas predchádzajúcich kríz. V roku 2025 sa diskrečné opatrenia fiškálnej politiky premietajú do pokračujúceho fiškálneho sprísňovania, aj keď pomalším tempom. Odráža to zvýšenie sociálnych odvodov a nepriamych daní, ktoré je však do veľkej miery kompenzované pokračujúcim rastom verejných výdavkov. Predpokladané uvoľnenie fiškálnej pozície v roku 2026 spôsobia najmä vládami nedávno ohlásené vyššie verejné investície a spotreba, ktoré čiastočne súvisia so zvýšenými výdavkami na obranu a infraštruktúru, ako aj nižšie priame dane. Sprísnenie fiškálnej pozície v roku 2027

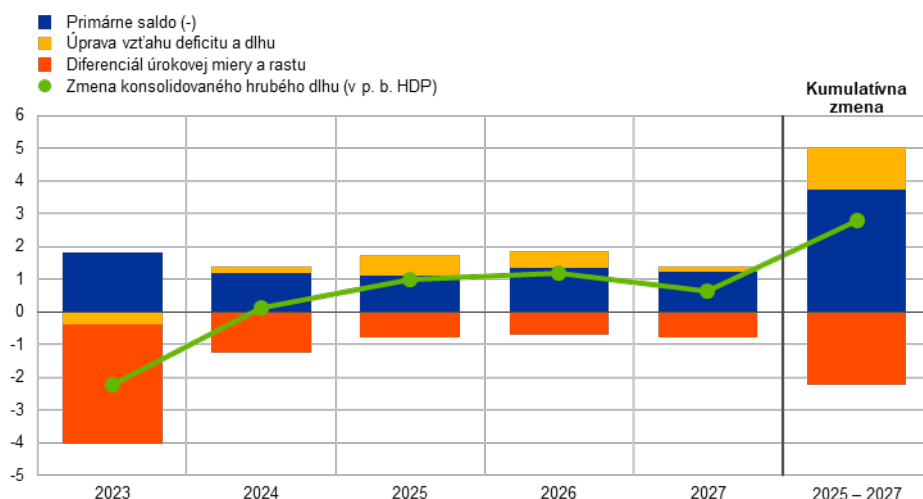
odráža predovšetkým zníženie vládnych výdavkov po ukončení financovania z grantov NGEU.

Pomer dlhu k HDP v eurozóne sa v sledovanom období zvyšuje a v roku 2027 dosiahne viac ako 90 % HDP (graf 25). Počas pandémie COVID-19 v roku 2020 sa pomer dlhu k HDP v eurozóne výrazne zvýšil, približne na 97 %, ale následne postupne klesal. Od roku 2023 má však rastúci trend a v roku 2024 bol na úrovni 87,5 %, pričom najnižší pomer dlhu k HDP má Estónsko (23,6 %) a najvyšší Grécko (153,6 %). Predpokladá sa, že v roku 2027 sa ďalej zvýši na 90,3 %, v dôsledku primárnych deficitov a v niektorých krajinách aj pre výrazné úpravy deficitu a dlhu.

Graf 25

Faktory zmeny dlhu verejnej správy eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2025.

Aktuálne jedenásť krajín eurozóny sa rozhodlo požiadať o aktiváciu národnej únikovej doložky Paktu stability a rastu na financovanie výdavkov na obranu.

Aktivácia národnej únikovej doložky je súčasťou balíka ReArm Europe/Pripravenosť 2030, ktorý umožňuje členským štátom EÚ v priebehu štyroch rokov rýchlo a výrazne zvýšiť výdavky na obranu maximálne o 1,5 % HDP. Nemalo by to mať žiadny iný vplyv na strednodobé fiškálne štrukturálne plány krajín na roky 2025 – 2028, pričom sa vychádza z predpokladu, že udržateľnosť verejných financií bude v strednodobom horizonte zabezpečená.¹⁶ Európska komisia v rámci jarného balíka európskeho semestra 2025, ktorý zverejnila 4. júna, odporúča Rade, aby schválila žiadosti desiatich krajín eurozóny (Belgicka, Estónska, Grécka, Chorvátska, Lotyšska, Litvy, Portugalska, Slovinska, Slovenska a Fínska) o aktiváciu únikovej doložky.¹⁷ Vlády by mali zabezpečiť udržateľnosť verejných financií v súlade

¹⁶ Viac v článku s názvom [Medium-term fiscal-structural plans under the revised Stability and Growth Pact](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2025.

¹⁷ [Odporúčania na aktiváciu národnej únikovej doložky](#) sú dostupné na internetovej stránke Európskej komisie. Hoci Rada EÚ a Európska komisia dostali tiež žiadosť Nemecka o aktivovanie národnej únikovej doložky, Nemecko zatiaľ nepredložilo svoj strednodobý fiškálny štrukturálny plán. Komisia preto vyhodnotí túto žiadosť spolu so strednodobým fiškálnym štrukturálnym plánom po jeho dodaní.

s rámcom správy hospodárskych záležitostí EÚ a súčasne prioritizovať strategické investície a základné štrukturálne reformy podporujúce rast.

Boxy

1 Finančné podmienky v Spojených štátoch a ich prepojenie s hospodárskou aktivitou: úloha cien akcií

Cajsa Klass a Ana-Simona Manu

Finančné podmienky sú dôležité pre hospodársku aktivitu a infláciu. Indexy finančných podmienok (financial conditions indices – FCI) predstavujú konsolidované meradlo toho, ako jednoducho a lacno sa domácnosti, firmy a vlády môžu dostať k financovaniu, čo následne ovplyvňuje rozhodnutia o výdavkoch a investíciách v celom hospodárstve. Odborníci z praxe a vedci navrhli rôzne indexy FCI. Napriek odlišnej špecifikácii a rozsahu FCI zvyčajne zahŕňajú kľúčové finančné premenné, ako sú úrokové sadzby, ceny akcií, spready podnikových dlhopisov a výmenné kurzy.¹ Centrálné banky, napríklad, skúmajú FCI, pretože im prinášajú cenné poznatky o tom, ako rozhodnutia menovej politiky ovplyvňujú finančné trhy a následne aj hospodársku aktivitu a infláciu.

Súčasťou FCI sú typicky aj ceny akcií, pretože ovplyvňujú spotrebu a investície. Pri formovaní rozhodnutí domácností a firiem zohrávajú významnú úlohu akciové trhy. Napríklad klesajúce ceny akcií môžu v dôsledku poklesu bohatstva oslabiť spotrebu domácností a ich schopnosť požičiavať si, čo sa môže ďalej premietnuť do zníženia dôvery. Nižšie ocenenie akcií môže priamo ovplyvniť aj dôchodky pracovníkov a následne ich budúce dôchodkové zabezpečenie a správanie v oblasti výdavkov. V prípade kótovaných firiem môžu nižšie ceny akcií zvýšiť náklady na financovanie vlastným kapitálom, čo sťažuje ich investície a rast. Pokles cien amerických akcií od ich maxima zaznamenaného vo februári sa preto premietol do zhoršenia FCI. Keďže však k poklesom došlo z potenciálne nadhodnotených úrovní, tento box skúma, či sa ekonomický vplyv takéhoto zhoršenia líši od období, keď sa ceny akcií viac približovali historickým normám.

V prostredí vypredaných rizikových aktív vzhľadom na očakávané oslabenie rastu v Spojených štátoch a neistotu súvisiacu s clami sa od konca februára 2025 začali finančné podmienky Spojených štátov sprísňovať. Pri vyjadrení FCI Spojených štátov váženým priemerom krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb, spreadov podnikových úverov, cyklicky upraveného pomeru ceny k zisku (CAPE) pre index S&P 500 a nominálneho efektívneho výmenného kurzu amerického dolára – v duchu Arrigoni et al. – pozorujeme v priebehu apríla výrazné

¹ Pozri, okrem iného, Davis, E. P. et al., [The Estimation of Financial Conditions Indices for the Major OECD Countries](#), *OECD Economics Department Working Papers*, 1335, OECD Publishing, 2016; Medzinárodný menový fond, *Global Financial Stability Report*, Chapter 3, apríl 2017; Goldman Sachs, *Financial conditions: A unified approach*, *Research Note*, 2016; a Arrigoni, S. et al., [The simpler, the better: Measuring financial conditions for monetary policy and financial stability](#), *Working Paper Series*, No 2451, ECB, 2021.

zhoršenie (graf A, panel a).² Pokiaľ ide o výhľad rastu v Spojených štátoch, optimizmus účastníkov trhu sa začal vytrácať v dôsledku zverejnenia série nepriaznivých údajov vrátane slabnúcej spotrebiteľskej dôvery. Oznámenie americkej administratívy o rozsiahlych recipročných clách z 2. apríla vyvolalo prudký výpredaj amerických akcií a podnikových dlhopisov, čo viedlo k zvýšenej volatilite na finančných trhoch a rozšíreniu úverových spreadov. V kombinácii s rastúcimi obavami z recesie v Spojených štátoch a odvetnými opatreniami oznámenými Čínou tieto udalosti spôsobili, že index S&P 500 v priebehu niekoľkých dní klesol o 12 %. Ceny akcií po pozastavení vzájomných ciel 9. apríla a po obchodnej dohode medzi Čínou a USA z 12. mája opäť stúpili, i keď index S&P 500 zostal 30. mája o 3,8 % pod svojím historickým maximom dosiahnutým vo februári. Následne sa FCI Spojených štátov zhoršili na úrovne naposledy zaznamenané začiatkom roka 2023 a potom sa dostali späť na úrovne pred 2. apríla.³ Denný bayesovský vektorový autoregresný model (BVAR), ktorý identifikuje faktory tohto zhoršenia FCI Spojených štátov, potvrdzuje, že bolo zväčša spôsobené nepriaznivými šokmi v domácom makroekonomickom výhľade Spojených štátov (graf A, panel b).⁴

Ceny amerických akcií zostávajú na úrovniach, ktoré vyvolali obavy z nadhodnotenia. Merania ocenenia amerických akcií naznačujú, že v porovnaní s obvyklými referenčnými hodnotami zostáva ocenenie akcií celkovo vysoké. Pomer CAPE S&P 500 je v súčasnosti na úrovni približne 34, teda nad 75. percentilom jeho historickej distribúcie. Naznačuje to, že napriek miernemu poklesu z historického maxima 36 je akciový trh v porovnaní s historickými normami stále drahší (graf B, panel a). V priebehu takýchto období vyššieho oceňovania býva príspevok zmien cien akcií k celkovému vývoju FCI Spojených štátov veľký, čo odráža váhu akcií v tomto špecifickom indexe, ako aj pozoruhodné výnosy z ich cien, keď sa akciové ceny dostanú do pásma nadhodnotenia (graf B, panel b). Napríklad keď sa CAPE nachádza nad 75. percentilom, zložka ceny akcií predstavuje približne 40 % zmeny FCI, teda viac ako dvojnásobok jej príspevku v porovnaní so situáciou, keď je pod 75. percentilom.

² Výber premenných aj váh je rovnaký ako v Arrigoni, S. et al., op. cit., ktorý je založený na FCI spoločnosti Goldman Sachs, kde váhy vychádzajú z vplyvu finančných premenných na rast reálneho HDP v horizonte jedného roka. Jedným z rozdielov je, že FCI v tejto analýze využíva pomer CAPE S&P 500 namiesto tradičného pomeru ceny k zisku použitého v pôvodnej práci; váha akciového indexu v FCI je rovnaká (25 %). Výsledky môže ovplyvniť vysoká váha pripisovaná cenám akcií v tomto konkrétnom FCI.

³ Treba poznamenať, že tento index zahŕňa len obmedzený súbor premenných a iné indexy môžu mať inú váhu akcií, čo môže viesť k mierne odlišným interpretáciám.

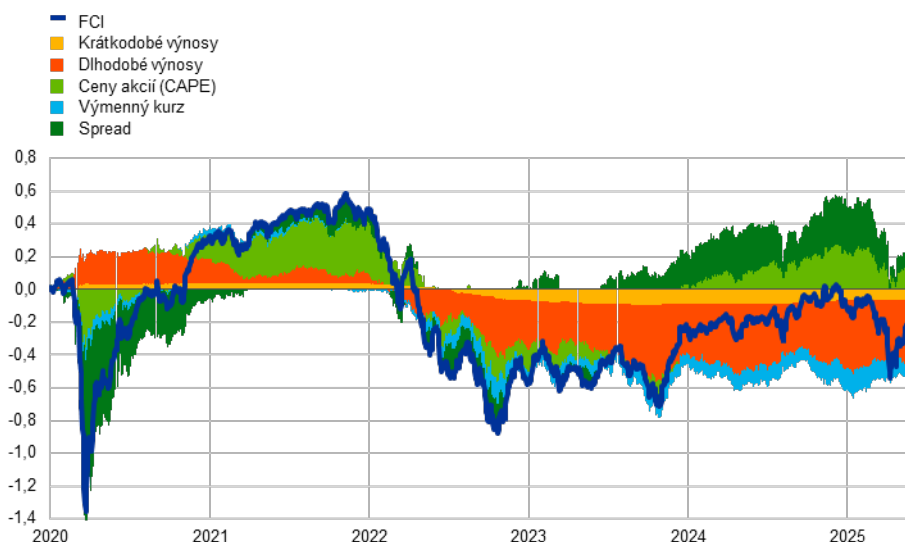
⁴ Model BVAR vychádza z Chitu, L., Grothe, M., Schulze, T. a Van Robays, I., [Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel](#), *Working Paper Series*, No 2860, ECB, 2023.

Graf A

Zložky indexu FCI Spojených štátov

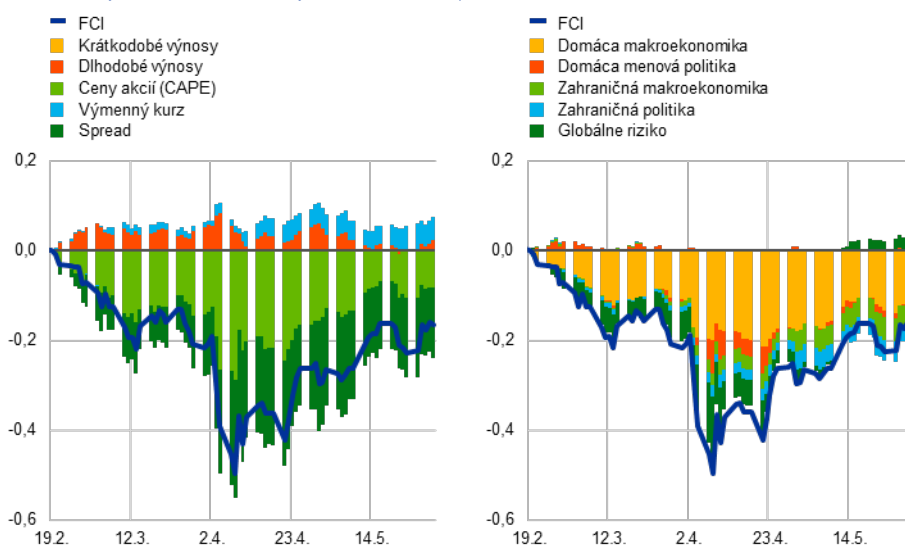
a) Zložky FCI Spojených štátov

(štandardizovaný index, kumulatívne zmeny od 2. januára 2020)



b) Zložky FCI Spojených štátov a štrukturálne faktory od februárového maxima S&P 500

(štandardizovaný index, kumulatívne zmeny od 19. februára 2025)

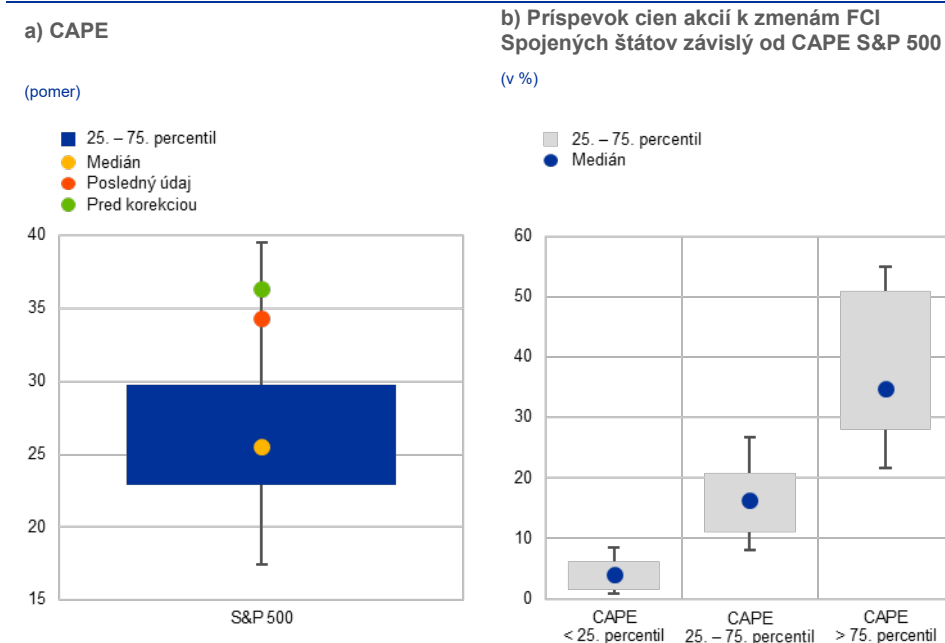


Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: FCI sa počíta ako vážený priemer piatich finančných premenných, t. j. výnosov desaťročných štátnych dlhopisov, krátkodobých úrokových sadzieb, cyklicky upraveného pomeru ceny k zisku (CAPE), nominálneho efektívneho výmenného kurzu (nominal effective exchange rate – NEER) a podnikových spreadov. Grafy zobrazujú zmeny od januára 2020 (panel a) a od 19. februára 2025 (panel b); posledné údaje sú z 22. apríla 2025 (denné údaje). Štrukturálna dekompozícia je odvodená z denného štrukturálneho modelu BVAR pre Spojené štáty s použitím krátkodobých úrokových sadzieb, výnosov desaťročných štátnych dlhopisov, NEER amerického dolára, pomeru CAPE a podnikových spreadov. Kombinácia znamienka, relatívnej veľkosti a opisných obmedzení vychádza z rozšírenej verzie súboru nástrojov BEAR. Pozri Dieppe, A., van Roye, B. a Legrand, R., BEAR toolbox, *Working Paper Series*, No 1934, ECB, Frankfurt nad Mohanom, júl 2016.

Graf B

Príspevok cien akcií k indexu FCI Spojených štátov v závislosti od úrovne ocenenia akcií



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Panel a: Vzorka zahŕňa obdobie od začiatku roka 1995. „Pred korekciou“ sa vzťahuje na historické maximum indexu S&P 500 z 19. februára 2025. Posledné údaje sú zo 6. mája 2025 (denné údaje). Panel b: Podiel zmien v akciových premenných na absolútnych celkových zmenách FCI od roku 1995.

Empirická analýza naznačuje, že keď sú akciové trhy ocenené vysoko, vplyv finančných podmienok na hospodársku aktivitu sa oslabuje. Na skúmanie toho, či vplyv finančných podmienok závisí od stavu amerického akciového trhu, použijeme dvojstupňový postup. Najskôr sa zameriame na tú časť nášho merania FCI Spojených štátov, ktorá je odvodená od domácich makrošokov, ako sa odhaduje v modeli BVAR. Šoky totiž zachytávajú zmeny vo vnímaní makroekonomického výhľadu Spojených štátov účastníkmi trhu, ktoré boli dôležitým faktorom nedávneho zhoršenia FCI Spojených štátov (graf A, panel b). Tento aspekt zároveň pomáha odfiltrovať zmeny v FCI, ktoré môžu mať menej priamu súvislosť s hospodárskym rastom Spojených štátov, ako napríklad zmeny vo vnímaní globálneho rizika. Po druhé, na určenie možnej závislosti ekonomického účinku od stavu akciového trhu odhadneme vplyv makroekonomikou vyvolaných zmien FCI Spojených štátov na budúcu ekonomickú aktivitu Spojených štátov pomocou lokálnych projekčných metód, ktoré prihládajú na nelineárne interakčné efekty založené na ukazovateli CAPE S&P 500. Z našich zistení vyplýva, že nepriaznivý vplyv zhoršenia FCI na aktivitu Spojených štátov je podstatne slabší, keď sú akciové trhy nad 75. percentilom, hoci pri takýchto odhadoch vládne značná neistota (graf C). I keď sa naša analýza nezaoberá konkrétnymi dôvodmi slabšieho signálu pozorovaného v obdobiach zvyšovania cien akcií, môže k nemu prispievať niekoľko faktorov.⁵ V takýchto obdobiach majú zmeny cien akcií tendenciu disproporčne ovplyvňovať

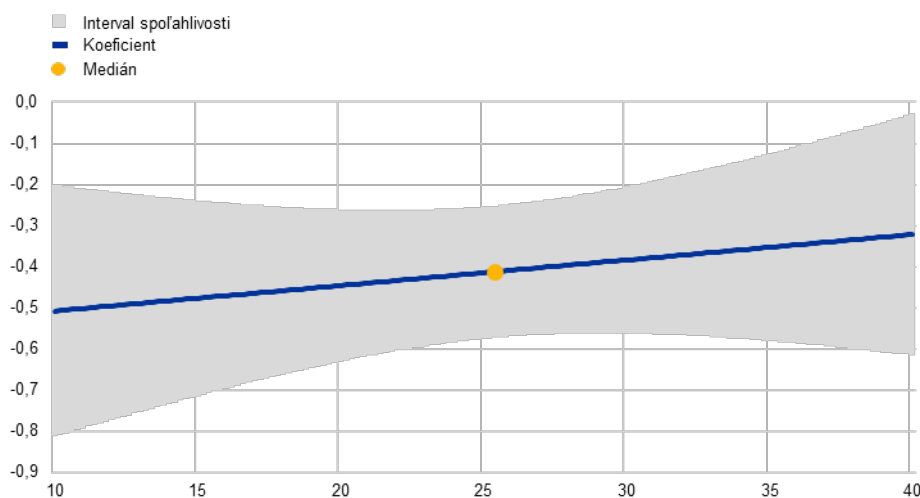
⁵ Zmienky o používaní FCI sú aj v Bullard, J. B., [What Do Financial Conditions Indexes Tell Us?](#), *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St. Louis, marec 2023.

vysokopríjmové domácnosti, ktoré viac investujú do akcií a vo všeobecnosti majú nižší hraničný sklon k spotrebe. Navyše ak v agregovanom pohybe cien akcií dominuje len niekoľko spoločností, ktoré nie sú reprezentatívne pre širšiu ekonomiku, ako napríklad „Veľká sedmička“ (sedem najväčších technologických spoločností v Spojených štátoch), signál sa môže ešte viac oslabiť.

Graf C

Vplyv makroekonomikou vyvolaného zhoršenia FCI Spojených štátov na HDP Spojených štátov po jednom roku v závislosti od úrovne cien akcií

(os x: pomer CAPE, os y: v %)



Zdroj: Výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: V grafe je znázornená reakcia HDP Spojených štátov na šok FCI Spojených štátov s jednou štandardnou odchýlkou spôsobený domácimi makrošokmi na rast HDP odhadnutý prostredníctvom lokálnych projekcií. Zmena FCI Spojených štátov spôsobená makroekonomickými šokmi je interagovaná s pomerom CAPE s oneskorením jedného mesiaca. Vplyv je uvedený po 12 mesiacoch. Vzorka vychádza z mesačných údajov od roku 1995 do februára 2025.

Na záver možno konštatovať, že zmena finančných podmienok by sa nemala posudzovať mechanicky, a to najmä preto, že nadhodnotené ceny akcií môžu skresliť finančné podmienky a potenciálne oslabiť ich signál vývoja hospodárskeho rastu. Hoci sú všeobecné ukazovatele poskytované FCI cenné, tvorcovia politík a analytici by mali zohľadňovať úlohu jednotlivých zložiek a širší ekonomický kontext, najmä v obdobiach vyššieho oceňovania.

Obchodné politiky Spojených štátov a aktivity amerických nadnárodných podnikov v eurozóne

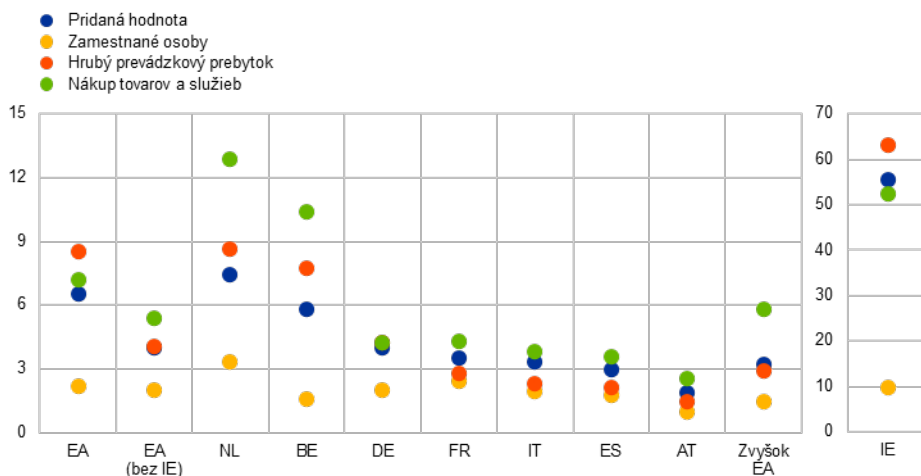
Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris, Martin Schmitz a Tobias Schuler

K hospodárskej činnosti eurozóny významne prispievajú pridružené spoločnosti nadnárodných podnikov, ktorých sídlo sa nachádza v Spojených štátoch. Pretrvávajúce napätie v obchodných vzťahoch má preto potenciálne významný vplyv na ich činnosť. Americké nadnárodné podniky pokrývajú trh eurozóny buď priamym vývozom tovarov a služieb zákazníkom v eurozóne, alebo prostredníctvom pridružených spoločností nachádzajúcich sa v eurozóne.¹ Tieto pridružené spoločnosti môžu obchodovať so Spojenými štátmi a s tretími trhmi, takže pretrvávajúce obchodné napätie by mohlo ovplyvniť americké nadnárodné podniky v eurozóne prostredníctvom vyšších ciel a narušenia vnútropodnikového obchodu, ako aj prostredníctvom prípadných zmien v stratégiách daňových plánov. Pridružené spoločnosti amerických nadnárodných podnikov v eurozóne pokrývajú viac ako 5 % pridanej hodnoty, hrubého prevádzkového prebytku a nákupov tovarov a služieb eurozóny a zamestnávajú tu 2 % osôb, pričom podiely v Írsku sú podstatne vyššie (graf A).²

Graf A

Aktivity amerických nadnárodných podnikov v eurozóne

(podiel pridružených spoločností pod americkou kontrolou na celkovom počte v krajine; 2022)



Zdroj: Štatistika zahraničných afiliácií (FATS) Eurostatu a výpočty ECB.

Poznámka: „EA“ znamená eurozónu. „Zvyšok EA“ zahŕňa všetky krajiny eurozóny, ktorých podiel na celkovej hrubej pridanej hodnote eurozóny je nižší ako 2 %. Graf nezahŕňa údaje za Cyprus a Portugalsko, pretože nie sú dostupné pre všetky uvedené premenné.

¹ Nadnárodný podnik sa skladá z materského subjektu a jeho zahraničných pridružených spoločností. Tieto pridružené spoločnosti majú sídlo v jednej krajine, pričom ich kontrolujú a/alebo vlastní nadnárodné podniky so sídlom v inej krajine.

² Ďalšie informácie o vplyve amerických nadnárodných podnikov v Írsku sú v publikácii oddelenia írskej hospodárskej analýzy [Goeconomic risks to the outlook: The possible impact of escalating trade tensions, alternative tariff and tax regimes on the Irish economy, Quarterly Bulletin](#), Issue 4, Central Bank of Ireland, december 2024.

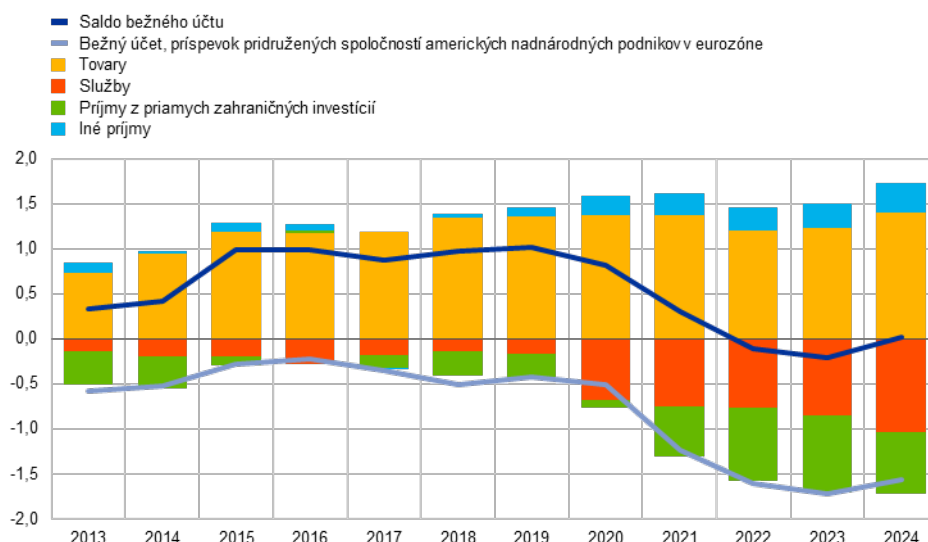
Aktivity pridružených spoločností amerických nadnárodných podnikov v eurozóne sa odrážajú aj v dynamike bilaterálneho bežného účtu eurozóny voči Spojeným štátom.

Bežný účet eurozóny voči Spojeným štátom bol v roku 2024 takmer vyrovnaný, keďže rastúci prebytok obchodu s tovarmi takmer úplne vykompenzoval deficit obchodu so službami a deficit príjmov z priamych zahraničných investícií, pričom americké nadnárodné podniky k týmto zložkám významne prispeli (graf B). Z odhadov ECB vyplýva, že takmer 30 % prebytku eurozóny v obchode s tovarmi so Spojenými štátmi v roku 2024 zahŕňalo obchodovanie pridružených spoločností amerických nadnárodných podnikov v eurozóne, pričom tieto pridružené spoločnosti boli zodpovedné približne za 90 % deficitu eurozóny v obchode so službami.

Graf B

Saldo bežného účtu eurozóny voči Spojeným štátom

(ročné toky vyjadrené v % HDP)



Zdroj: ECB, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Príspevky pridružených spoločností amerických nadnárodných podnikov v eurozóne sú odhadované na základe spojenia i) údajov o bilaterálnom obchode s tovarmi a službami a o tokoch príjmov z priamych zahraničných investícií zo štatistiky platobnej bilancie ECB s ii) informáciami o obchode podľa typu vlastníctva (domáce a zahraničné) zo súborov údajov Eurostatu o obchode s tovarmi a službami podľa podnikových charakteristík (TEC/STEC) a s iii) informáciami o podiele obrátu a nákupov tovarov a služieb pridružených spoločností kontrolovaných americkými podnikmi zo štatistiky FATS Eurostatu.

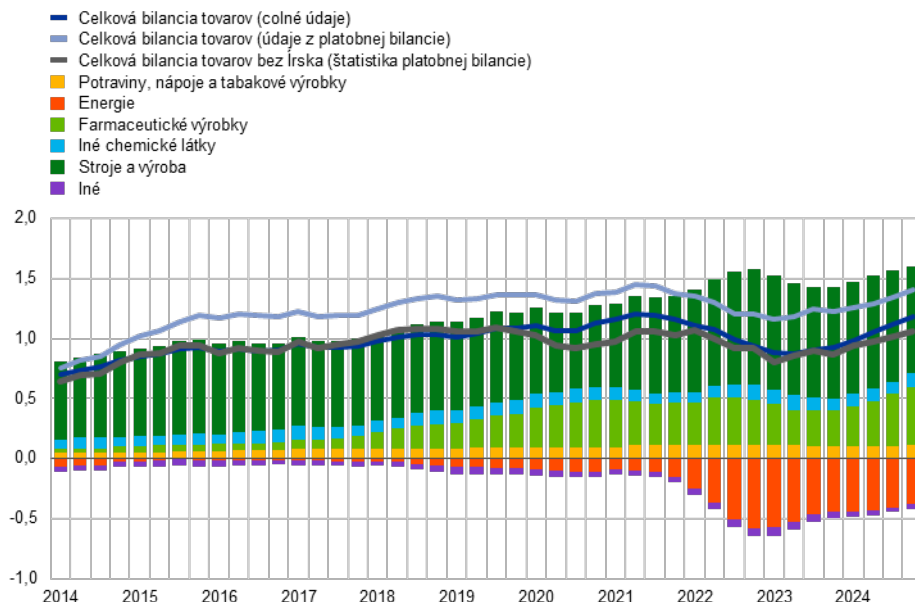
Americké nadnárodné podniky formujú obchod s tovarmi medzi eurozónou a Spojenými štátmi prostredníctvom rozsiahleho vnútro skupinového obchodu, vývozu farmaceutických výrobkov a zmluvnej výroby.

Rastúci prebytok obchodu s tovarmi voči Spojeným štátom je zväčša dôsledkom výrazného nárastu vývozu farmaceutických výrobkov (graf C), ktorý možno pripísať najmä obchodným tokom írskych pridružených spoločností amerických nadnárodných podnikov. Americké nadnárodné podniky so sídlom v eurozóne okrem toho uzatvárajú dohody o zmluvnej výrobe s podnikmi mimo eurozóny na výrobu tovarov, ktoré sa predávajú v tretích krajinách (vrátane Spojených štátov) bez toho, aby niekedy vstúpili do eurozóny. Tieto vývozy sú zaznamenávané v štatistike platobnej bilancie, čo zvyšuje prebytok obchodu s tovarmi.

Graf C

Saldo obchodu s tovarmi eurozóny voči Spojeným štátom

(kľúčové súčty za štyri štvrťroky v % HDP)



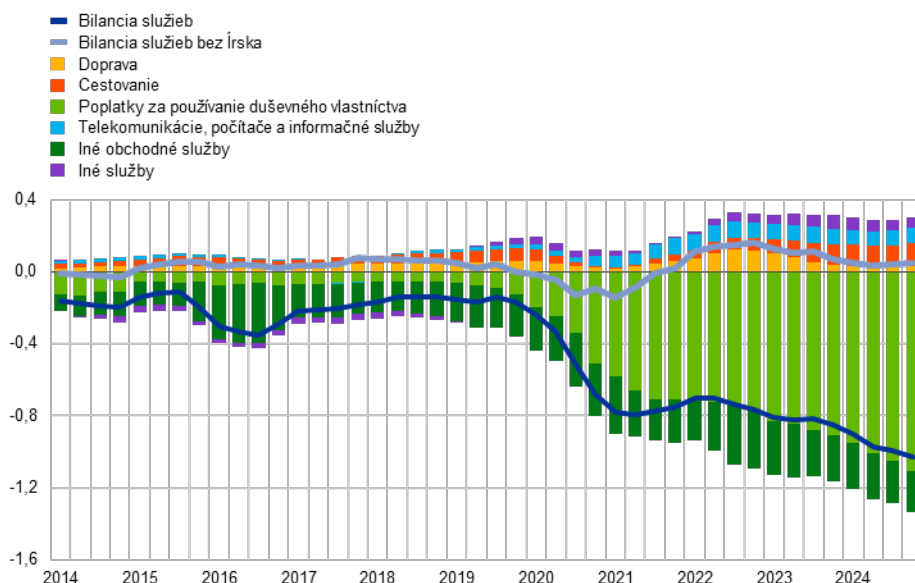
Zdroj: ECB, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2024. Rozklad salda obchodu s tovarmi podľa kategórií produktov vychádza z 3. revidovaného vydania Štandardnej medzinárodnej klasifikácie tovarov v štatistike obchodu s tovarmi.

Graf D

Saldo obchodu so službami eurozóny voči Spojeným štátom

(kľúčové súčty za štyri štvrťroky v % HDP)



Zdroj: ECB, Eurostat a výpočty ECB.

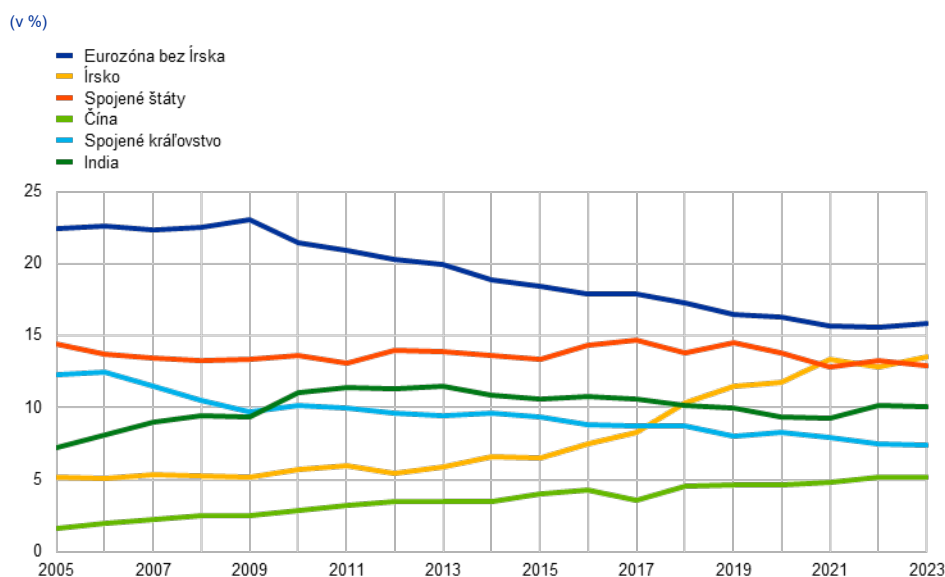
Poznámka: Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2024.

Výroba spojená s americkými nadnárodnými podnikmi v eurozóne je úzko naviazaná na zodpovedajúci dovoz služieb, čo je dôsledkom dodávateľských reťazcov a stratégií daňovej optimalizácie týchto podnikov. Americké

nadnárodné podniky používajú dovážané produkty duševného vlastníctva ako kľúčové vstupy vo svojich výrobných aktivitách v eurozóne. Od roku 2020 eurozóna zaznamenáva čoraz vyššie hodnoty služieb dovážaných zo Spojených štátov. Dôvodom sú poplatky za používanie produktov duševného vlastníctva spojené s pridruženými spoločnosťami amerických nadnárodných podnikov v eurozóne, hlavne v Írsku (graf D).³ Okrem podpory výroby tovarov s vysokou pridanou hodnotou – napríklad liekov – sa tieto dovozy produktov duševného vlastníctva používajú na produkciu služieb informačných a komunikačných technológií (IKT). To znamená, že prítomnosť amerických nadnárodných podnikov v eurozóne zároveň zvyšuje vývoz služieb z eurozóny, čo posilňuje podiely eurozóny na vývoznom trhu najmä v službách IKT, a to cez Írsko, ktorého podiel je porovnateľný s podielom Spojených štátov – okolo 14 % (graf E). Toto špecifické nastavenie dodávateľských reťazcov, zahŕňajúce dovoz služieb súvisiacich s produktmi duševného vlastníctva, umožňuje americkým nadnárodným podnikom dosahovať v eurozóne značné zisky a využívať výhodnejšie zdanenie právnických osôb, čo sa odráža v značnom deficite príjmov z priamych zahraničných investícií eurozóny voči Spojeným štátom (graf B).⁴

Graf E

Podiely na vývoznom trhu so službami informačných a komunikačných technológií



Zdroj: Súbor údajov OECD a WTO o obchode so službami a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje za krajiny eurozóny zahŕňajú iba vývoz mimo eurozónu. Posledné údaje sú za rok 2023.

Vyššie colné bariéry by mohli ovplyvniť produkciu a ziskovosť amerických nadnárodných podnikov v eurozóne vrátane farmaceutického sektora, v závislosti od toho, či tieto podniky upravujú ceny alebo presunú výrobu.

³ Poplatky za používanie produktov duševného vlastníctva zahŕňajú licenčné poplatky za patenty, ochranné známky, autorské práva, algoritmy atď.

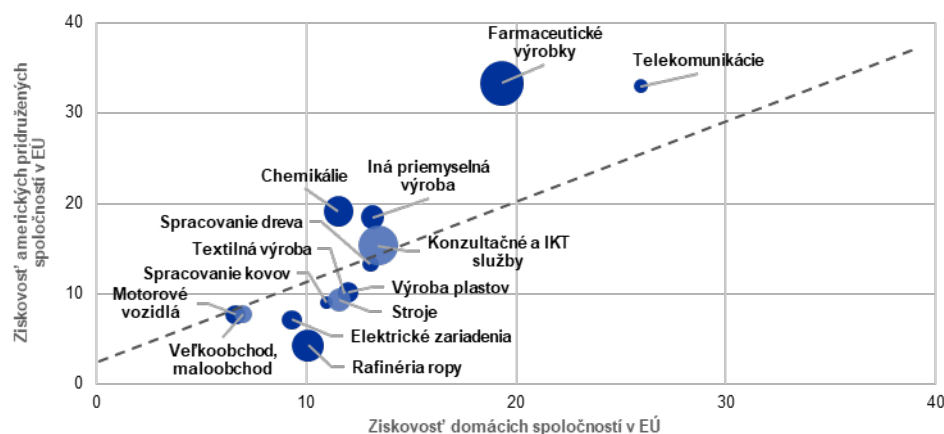
⁴ Nedávne reformy dane právnických osôb a regulácie v Spojených štátoch a Írsku viedli americké nadnárodné podniky k presunu vlastníctva produktov duševného vlastníctva z offshore centier do Spojených štátov, čím sa zvýšili toky platieb za služby a príjmov medzi eurozónou a Spojenými štátmi, ktoré predtým smerovali cez offshore centrá a neboli súčasťou bežného účtu eurozóny voči Spojeným štátom. Ďalšie podrobnosti sú v Boller, L., et al., [The End of the Double Irish: Implications for US Multinationals and Global Tax Competition](#), Budget Model, Penn Wharton University of Pennsylvania, október 2024.

Keďže vývoz farmaceutických produktov z eurozóny do Spojených štátov je úzko spätý s dodávateľskými reťazcami a stratégiami daňovej optimalizácie amerických nadnárodných podnikov, tieto obchodné toky sú vystavené riziku presunu. Hoci vysoká ziskovosť ich dcérskych spoločností (graf F) umožňuje americkým nadnárodným podnikom čiastočne absorbovať dodatočné clá Spojených štátov, tieto clá by však mohli znížiť atraktivitu ich obchodného modelu, najmä ak by ho sprevádzali zmeny v amerických daňových a regulačných režimoch, ktoré by motivovali k presunu výroby späť do Spojených štátov.⁵ Obchodné politiky Spojených štátov by zároveň mohli nepriamo ovplyvniť pridružené spoločnosti amerických nadnárodných podnikov v eurozóne, ak by boli vystavené odvetným opatreniam zo strany EÚ.

Graf F

Ziskovosť pridružených spoločností amerických nadnárodných podnikov v EÚ podľa sektorov

(pomer hrubého prevádzkového prebytku k čistému obratu)



Zdroj: Štatistika zahraničných afiliácií (FATS) Eurostatu a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje sa týkajú dostupných informácií za roky 2021 – 2022. Ziskovosť sa vypočítava ako pomer hrubého prevádzkového prebytku k čistému obratu. Bod nad (pod) 45-stupňovou čiarou naznačuje, že pridružené spoločnosti amerických nadnárodných podnikov v danom sektore vykazujú vyššiu (nižšiu) ziskovosť než domáce spoločnosti. Veľkosť bodu znázorňuje význam pridružených spoločností amerických nadnárodných podnikov v jednotlivých sektoroch z hľadiska obratu (vypočítaný ako podiel čistého obratu pridružených spoločností amerických nadnárodných podnikov v porovnaní s domácimi spoločnosťami).

Presun činností amerických nadnárodných podnikov mimo eurozónu by mohol viesť k nižšiemu HDP eurozóny v dôsledku poklesu výroby a vývozu, hoci vplyv na hrubý národný dôchodok (HND) a zamestnanosť by bol pravdepodobne menej silný. V prípade, keď vlastníctvo produktov duševného vlastníctva ostáva u materského amerického nadnárodného podniku, by presun činností amerických nadnárodných podnikov z eurozóny znížil HDP eurozóny najmä prostredníctvom straty vývozu, ktorý by bol len čiastočne kompenzovaný nižším dovozom služieb súvisiacich s produktmi duševného vlastníctva. Zamestnanosť a hlavne HND by boli ovplyvnené menej, pretože výroba amerických nadnárodných podnikov je kapitálovo náročná a značne závislá od dovážaných produktov

⁵ Operácie amerických farmaceutických nadnárodných podnikov v eurozóne by mohol ovplyvniť aj vykonávací výnos amerického prezidenta, ktorý nariaďuje americkým agentúram, aby zosúladiли ceny liekov v rámci programu Medicare s najnižšími cenami, ktoré platia porovnateľné rozvinuté krajiny: Trump, D. J., [Executive Order 14297—Delivering Most-Favored-Nation Prescription Drug Pricing to American Patients](#) publikované v Peters, G a Woolley, J. T. (eds.), *The American Presidency Project*, University of California, Santa Barbara, máj 2025.

duševného vlastníctva generujúcich vysoké platby vo forme ziskov, ktoré sa vracajú do Spojených štátov (graf B). V prípade, keď pridružené spoločnosti amerických nadnárodných podnikov v eurozóne vlastnia produkty duševného vlastníctva, ktoré sú základom výroby a vývozu, by ich presun do Spojených štátov nepriaznivo ovplyvnil aj HDP eurozóny, v dôsledku efektu mechanických odpisov.⁶ Z dlhodobejšieho hľadiska môže nastať pokles produktivity, ak domáca ekonomika prestane profitovať z pozitívneho vplyvu pochádzajúceho zo spolupráce s americkými nadnárodnými podnikmi.⁷

⁶ Bezprostredný vplyv dovozu produktov duševného vlastníctva na HDP je zvyčajne do veľkej miery kompenzovaný zodpovedajúcimi investíciami (keďže nadobúdanie produktov duševného vlastníctva je zahrnuté v národných účtoch). V nasledujúcich rokoch však odpisy nadobudnutého kapitálového majetku (spotreba fixného kapitálu) prispievajú k investíciám, a tým mechanicky zvyšujú HDP. Viac informácií je v Andersson, M., et al., [Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#), *Occasional Paper Series*, No 350, ECB, 2024.

⁷ Di Ubaldo, M., Lawless, M. a Siedschlag, I., [Productivity spillovers from multinational activity to local firms in Ireland](#), *OECD Productivity Working Papers*, Organisation for Economic Co-operation and Development, 30. novembra 2018.

Výhľad podnikových investícií v eurozóne – zistenia z prieskumu ECB vo veľkých podnikoch

Malin Andersson, Valerie Jarvis, Gwenaél Le Breton a Richard Morris

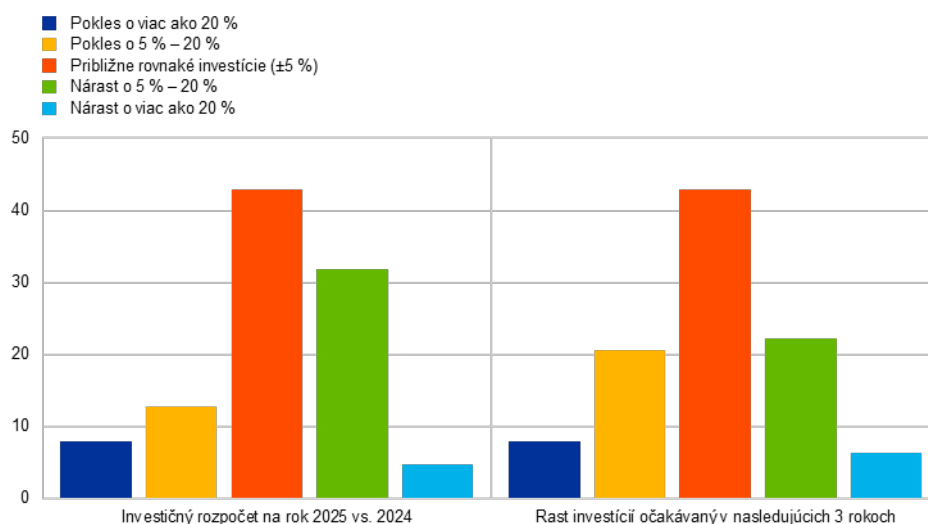
V tomto boxe sú zhrnuté zistenia nedávneho prieskumu ECB o výhľade podnikových investícií v popredných nefinančných spoločnostiach.¹ Prieskum, ktorý sa uskutočnil od 7. apríla do 14. mája, sa pýtal podnikov na aktuálne a očakávané rozhodnutia týkajúce sa investícií v eurozóne a vo svete, ako aj na faktory, ktoré tieto rozhodnutia podporujú alebo obmedzujú. Odpovede poskytlo 64 spoločností, ktorých agregované globálne príjmy predstavujú takmer 4 % HDP eurozóny. Z nich 39 pôsobí hlavne v sektore priemyslu, kým zvyšných 25 sa zameriava predovšetkým na služby.

Podľa zúčastnených podnikov je budúci výhľad pre investície v eurozóne slabší ako v roku 2025 (graf A). Pri otázke, ako sa ich investičné rozpočty zmenili v roku 2025 v porovnaní s rokom 2024, výrazne viac podnikov uviedlo nárast než pokles. V horizonte nasledujúcich troch rokov však 40 % podnikov očakávalo, že investície zostanú približne na rovnakej úrovni, pričom počet podnikov očakávajúcich pokles alebo nárast investícií bol približne rovnaký. Tento tlmený výhľad odráža najmä spätnú väzbu od priemyselných podnikov, z ktorých tretina predpokladala, že ich investície v eurozóne počas nasledujúcich troch rokov klesnú, zatiaľ čo len štvrtina očakávala ich nárast.

Graf A

Investície v eurozóne: aktuálny stav a vývoj počas nasledujúcich troch rokov

(percentuálny podiel zúčastnených podnikov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odpovede na otázky „Ako sa zmenil váš celkový investičný rozpočet pre eurozónu v roku 2025 v porovnaní s rokom 2024?“ a „Ako očakávate, že sa budú vyvíjať vaše investície v eurozóne počas nasledujúcich troch rokov?“.

¹ Prieskum bol zaslaný podnikom, s ktorými ECB udržiava pravidelné kontakty na účely zhromažďovania informácií o podnikoch, ako sa vysvetľuje v článku s názvom [The ECB's dialogue with non-financial companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

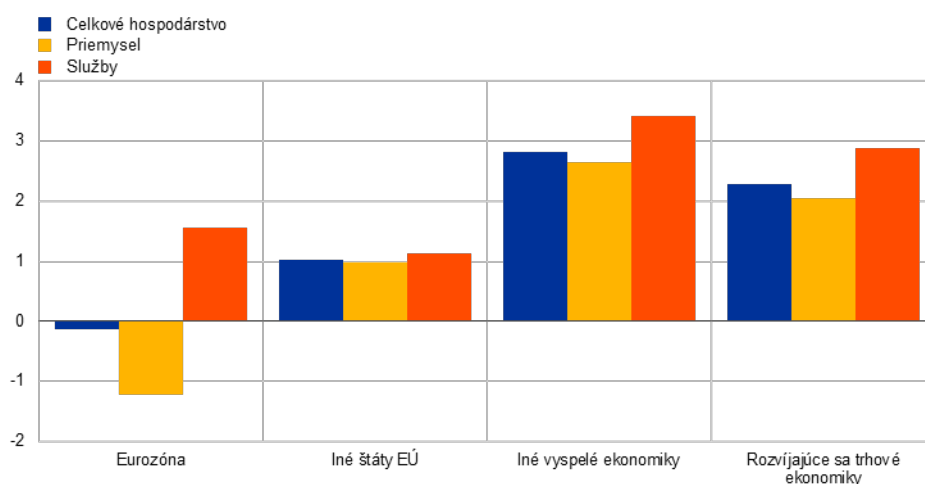
Tlmený výhľad investícií v eurozóne je v kontraste s očakávaným zvýšením investícií v iných geografických oblastiach (graf B). Takmer dve tretiny

súčasných investícií podnikov zapojených do prieskumu smerujú do eurozóny, približne 5 % do ostatných ekonomík EÚ a približne po jednej šestine sa nachádza v iných vyspelých ekonomikách a rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách.² Čistý výsledok odpovedí naznačuje očakávania takmer stagnujúcich podnikových investícií v eurozóne počas nasledujúcich troch rokov, no zároveň rast investícií mimo eurozóny, najmä vo vyspelých ekonomikách mimo EÚ a v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách. Tlmený výhľad investícií v eurozóne v porovnaní s inými vyspelými a rozvíjajúcimi sa trhovými ekonomikami odráža očakávania priemyselných podnikov predpokladajúce pokles investícií v eurozóne, ale nárast investícií mimo eurozóny. Naopak, podniky poskytujúce služby očakávali nárast investícií v eurozóne aj mimo nej, a to približne v rovnakej miere. Hlavným faktorom ovplyvňujúcim geografické zameranie investícií bol dopyt, za ktorým nasledovali vyššie rastové príležitosti a snaha preniknúť na nové trhy. Medzi ďalšie často uvádzané faktory patrí snaha o diverzifikáciu a posilnenie odolnosti dodávateľských reťazcov, blízkosť k zákazníkom (lokálna výroba pre lokálny trh), rozdielne clá, priaznivejšia regulácia a hospodárska a politická stabilita.³

Graf B

Investície podľa regiónov: vývoj počas nasledujúcich troch rokov

(percentuálna zmena)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odpovede na otázku „Ako očakávate, že sa budú vaše investície v týchto geografických oblastiach vyvíjať počas nasledujúcich troch rokov?“. Očakávané investície sú odvodené agregáciou podielov podnikov, ktoré odpovedali „pokles o viac ako 20 %“ (zaokrúhlené na -20 %), „pokles o 5 % – 20 %“ (spriemerované na -12,5 %), „približne rovnaké investície (±5 %)“ (spriemerované na 0 %), „nárast o 5 % – 20 %“ (spriemerované na 12,5 %) a „nárast o viac ako 20 %“ (zaokrúhlené na 20 %).

Kľúčovými faktormi investičných stratégií podnikov sa stali technologické zmeny a meniaci sa geopolitická situácia (graf C). Pri otázke týkajúcej sa

² Priemyselné podniky zapojené do prieskumu sú v priemere viac globálne, pričom len polovica ich investícií sa nachádza v eurozóne, približne jedna pätina vo vyspelých ekonomikách mimo EÚ a rovnaký podiel v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách. Činnosti podnikov poskytujúcich služby sú v priemere koncentrovanejšie, keď tri štvrtiny ich investícií smerujú do eurozóny a približne po jednej desatine do vyspelých ekonomik mimo EÚ a rozvíjajúcich sa trhových ekonomik.

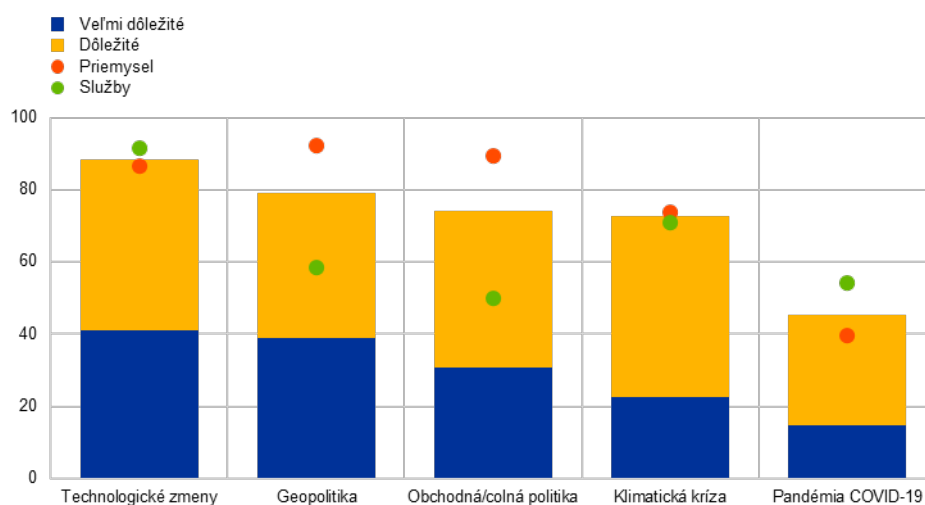
³ Predchádzajúce zistenia z podobného prieskumu týkajúce sa diverzifikácie, odolnosti dodávateľských reťazcov a blízkosti k zákazníkom sú v boxe s názvom [Global production and supply chain risks: insights from a survey of leading companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2023.

dôležitosti piatich hlavných aktuálnych trendov a udalostí, ktoré v posledných rokoch viedli podniky k prehodnoteniu ich globálnych investičných stratégií, sa v celkovej vzorke odpovedí najvyššie umiestnili technologické zmeny. Priemyselné spoločnosti považovali geopolitiku a obchodné/colné politiky za trochu dôležitejšie než technologické zmeny, kým podniky v sektore služieb boli týmto vplyvom vystavené menej. Klimatická kríza sa takisto umiestnila pomerne vysoko, zatiaľ čo pandémia COVID-19 bola považovaná za o niečo menej významnú (aspoň retrospektívne).⁴

Graf C

Dôležitosť hlavných trendov a udalostí v 20. rokoch 21. storočia pri prehodnocovaní investičných stratégií podnikov

(percentuálny podiel zúčastnených podnikov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odpovede na otázku „Aké dôležité boli nasledujúce hlavné trendy a udalosti pri prehodnocovaní vašej globálnej investičnej stratégie v posledných rokoch?“. Stĺpce predstavujú percentuálny podiel všetkých 64 podnikov, ktoré sa zúčastnili prieskumu. Body znázorňujú kombinovaný percentuálny podiel faktorov označených ako „dôležitý“ alebo „veľmi dôležitý“ podľa sektorov.

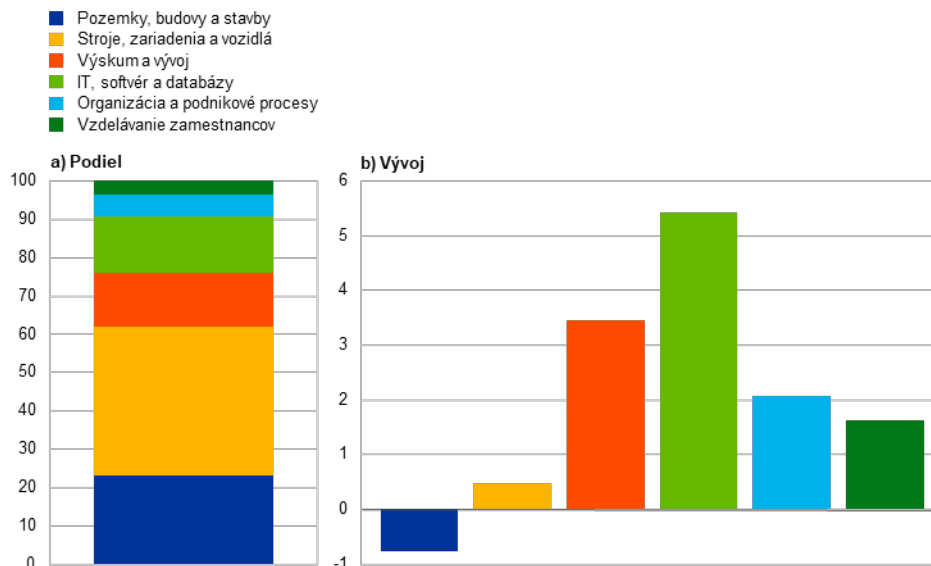
Zúčastnené podniky očakávajú, že ich investície v eurozóne sa budú počas nasledujúcich troch rokov týkať predovšetkým nehmotných aktív, najmä IT, softvéru a databáz. V priemere podniky uviedli, že približne 60 % ich investičných výdavkov v eurozóne smerovalo do „hmotných aktív“ (napr. stroje a zariadenia), 30 % do „nehmotných aktív“ (výskum a vývoj a IT, softvér a databázy), ktoré sú v účtovníctve podnikov zvyčajne vedené ako prevádzkové výdavky, ale v národných účtoch sa započítavajú ako investície, a 10 % do organizácie a podnikových procesov a vzdelávania zamestnancov (graf D, panel a). V nasledujúcich troch rokoch podniky očakávajú, že investície do hmotných aktív budú zhruba stagnovať, kým výdavky na výskum a vývoj a najmä na IT, softvér a databázy budú rásť (graf D, panel b).

⁴ Podľa pravidelných kontaktov s podnikmi v tom čase však pandémia skutočne viedla k výraznej reorganizácii dodávateľských reťazcov a k čoraz väčšiemu posunu od stratégií zásobovania „just in time“ (presne na čas) k stratégii „just in case“ (pre istotu).

Graf D

Investície podľa aktív: podiely v roku 2025 a vývoj počas nasledujúcich troch rokov

(panel a: percentuálny podiel celkových investícií v roku 2025, panel b: percentuálne zmeny v nasledujúcich troch rokoch)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odpovede na otázku „Aký približný podiel z vašich celkových investícií v eurozóne smeruje do týchto jednotlivých oblastí?“ a „Ako očakávate, že sa budú vaše investície do týchto jednotlivých oblastí v eurozóne vyvíjať počas nasledujúcich troch rokov?“. Vývoj počas nasledujúcich troch rokov je odvodený agregáciou podielov podnikov, ktoré odpovedali „pokles o viac ako 20 %“ (zaokrúhlené na -20 %), „pokles o 5 % – 20 %“ (spriemerované na -12,5 %), „približne rovnaké investície (± 5 %)“ (spriemerované na 0 %), „nárast o 5 % – 20 %“ (spriemerované na 12,5 %) a „nárast o viac ako 20 %“ (zaokrúhlené na 20 %).

Zameranie na nehmotné investície pravdepodobne odráža rastúcu prioritu digitálnej a energetickej transformácie, ako aj racionalizáciu a efektívnosť.

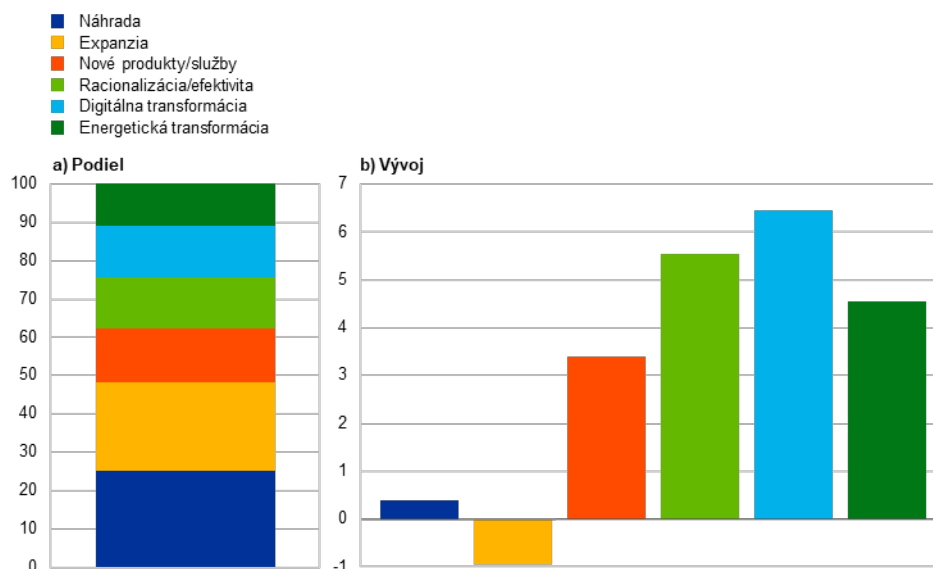
V priemere respondenti uviedli, že približne polovica ich investícií sa zameriava na výmenu a expanziu, pričom zvyšok je približne rovnomerne rozdelený medzi vývoj nových produktov, racionalizáciu a efektívnosť, digitálnu transformáciu a energetickú transformáciu (graf E, panel a).⁵ V nasledujúcich troch rokoch sa očakáva, že najsilnejším hnacím motorom súčasných investičných plánov bude digitálna transformácia, nasledovaná racionalizáciou a efektívnosťou, energetickou transformáciou a vývojom nových produktov a služieb (graf E, panel b).

⁵ Treba poznamenať, že mnohé investície majú viac ako jeden účel a určovanie ich účelu podľa uvedených kategórií môže byť subjektívne.

Graf E

Investície podľa účelu: podiely v roku 2025 a vývoj počas nasledujúcich troch rokov

(panel a: percentuálny podiel celkových investícií v roku 2025, panel b: percentuálne zmeny počas nasledujúcich troch rokov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odpovede na otázku „Aký približný podiel z vašich celkových investícií v eurozóne smeruje na tieto jednotlivé účely?“ a „Ako očakávate, že sa budú vaše investície v eurozóne smerujúce na tieto jednotlivé účely vyvíjať počas nasledujúcich troch rokov?“. Súčet podielov vykázaných podnikmi sa upravil na 100 % (celkový súčet prekročil 100 %, keďže niektoré odpovede odrážali viacsobný účel niektorých investícií). Vývoj počas nasledujúcich troch rokov je odvodený agregáciou podielov podnikov, ktoré odpovedali „pokles o viac ako 20 %“ (zaokrúhlené na -20 %), „pokles o 5 % – 20 %“ (spriemerované na -12,5 %), „približne rovnaké investície (±5 %)“ (spriemerované na 0 %), „nárast o 5 % – 20 %“ (spriemerované na 12,5 %) a „nárast o viac ako 20 %“ (zaokrúhlené na 20 %).

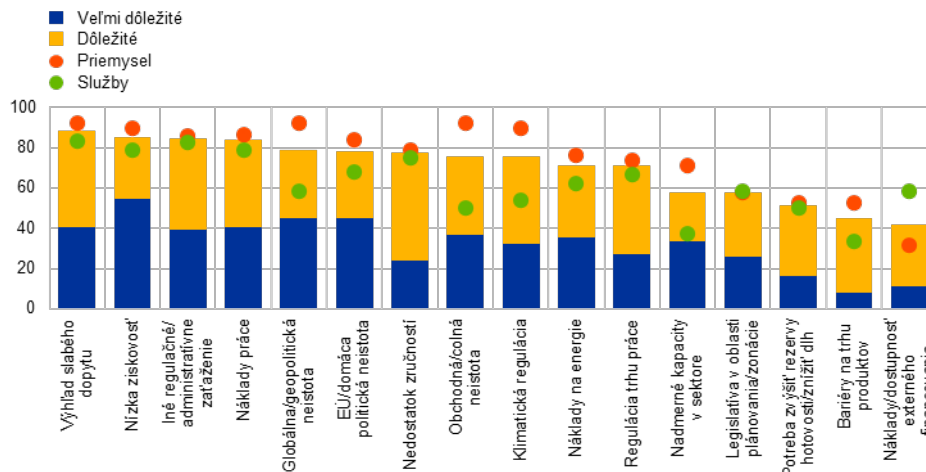
Najčastejšie uvádzanými prekážkami investícií v eurozóne sú slabý výhľad dopytu a nízka ziskovosť (graf F).

Deväť z desiatich respondentov uviedlo slabý dopyt ako najdôležitejšiu (často „veľmi dôležitú“) prekážku investícií v eurozóne, tesne nasledovanú nízkou ziskovosťou, inými regulačnými a administratívnymi bremenami a nákladmi práce (ktoré uviedlo 80 % – 85 % podnikov).⁶ Medzi priemyselnými podnikmi mimoriadne výrazne rezonovala globálna geopolitická neistota, neistota v oblasti obchodu a neistota súvisiaca s politikami EÚ alebo domácimi politikami. Na otázku, aké zmeny by mohli podnietiť vyššie investície v eurozóne, vyše polovica respondentov poukázala na menšiu a/alebo stabilnejšiu reguláciu. V odpovediach často zaznievala aj potreba predvídateľnej klimateckej politiky podporujúcej rast, ako aj silnejšia podpora dopytu, politická a hospodárska stabilita a nižšie náklady na prácu a energie. Náklady a dostupnosť externého financovania boli považované za oveľa menej dôležité, čo pravdepodobne čiastočne odrážalo ľahšiu dostupnosť externých zdrojov financovania pre veľké podniky zapojené do prieskumu než pre menšie podniky.

⁶ Pracovnoprávne predpisy a klimatecká regulácia boli v dotazníku uvedené ako samostatné faktory.

Graf F**Faktory obmedzujúce investície v eurozóne**

(percentuálny podiel zúčastnených podnikov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odpovede na otázku „Aké dôležité sú nasledujúce faktory ako prekážky vašich investícií v eurozóne?“. Stĺpce predstavujú percentuálny podiel všetkých 64 podnikov, ktoré sa zúčastnili prieskumu. Body znázorňujú kombinovaný percentuálny podiel faktorov označených ako „dôležitý“ alebo „veľmi dôležitý“ podľa sektorov.

Ako potenciálny katalyzátor investícií sa pomerne často vníma očakávané zvýšenie výdavkov na obranu.

Polovica priemyselných podnikov a pätina respondentov zo sektora služieb očakáva, že zvýšené výdavky na obranu podporia ich investície v nasledujúcich troch rokoch. Tieto podniky už zvyčajne zásobujú obranný priemysel (priamo alebo nepriamo) alebo skúmajú či plánujú preskúmať možnosti prispôbenia súčasnej výroby rastovým príležitostiam súvisiacim s aktuálnymi vyhláseniami o výdavkoch na obranu, prípadne očakávajú, že budú nepriamo profitovať z následného rastu celkovej hospodárskej aktivity. Naproti tomu iba približne jeden z piatich respondentov (predovšetkým podniky so sídlom v južnej Európe) vnímal ako faktor podporujúci investície v jeho sektore program Next Generation EU. Ak respondenti vnímali túto podporu, zvyčajne sa sústreďovala na projekty súvisiace s environmentálnou a digitálnou infraštruktúrou.

Ako sme na tom s inflačnými tlakmi vyplývajúcimi z úpravy cien

Katalin Bodnár, Andrea Fabbri, Ieva Rubene a Zivile Zekaite

Dezinflácia zaznamenaná v službách eurozóny bola pomalšia ako v prípade celkového harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) (graf A).

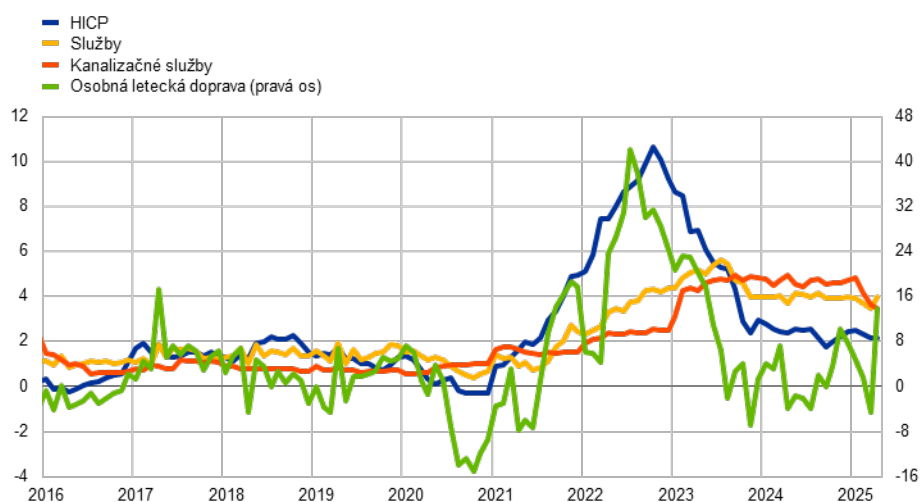
Tento vývoj možno pripísať kombinácii viacerých faktorov: oneskorenej reakcii cien niektorých služieb na všeobecný nárast inflácie, zvýšeným mzdovým tlakom a silnému dopytu po službách (najmä rekreačných).¹ Tento box sa zameriava na prvý faktor, pričom skúma úlohu položiek služieb v koši HICP, ktoré majú tendenciu k menej častému preceňovaniu, a preto môžu cenové tlaky naďalej zvyšovať, kým pri ostatných položkách už nastáva dezinflácia.

Spotrebný kôš služieb HICP zahŕňa cenové indexy s veľmi rozdielnymi ročnými mierami inflácie. Na jednej strane služby zahŕňajú položky súvisiace s cestovaním, kde sa ceny zvyčajne veľmi rýchlo prispôbujú ekonomickým podmienkam a šokom. Napríklad ročný nárast cien za osobnú leteckú dopravu sa v polovici roka 2022 prudko zvýšil až o 40 %, pričom predchádzal maximu pre celkové služby v júli 2023. Od polovice roka 2023 boli príležitostne zaznamenané aj záporné sadzby. Na druhej strane ceny ostatných zložiek vykazovali stabilný ročný nárast s veľmi nízkou volatilitou; ako príklad možno uviesť kanalizačné služby, kde ceny rástli len postupne a zaostávali za celkovými cenami služieb (graf A).

Graf A

Celkový HICP eurozóny, služby a vybrané zložky služieb

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

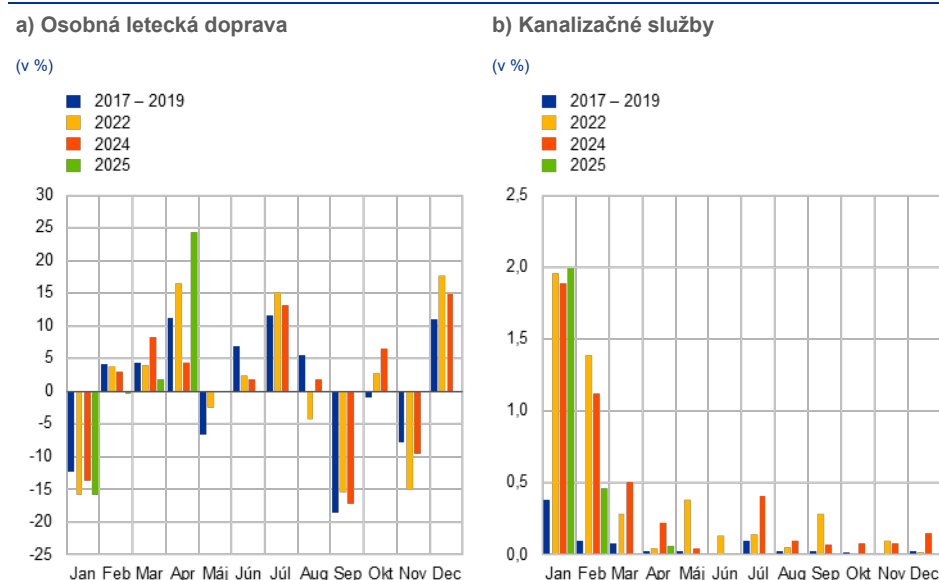
Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2025.

¹ Informácie o úlohe vstupných nákladov na energie a mzdy v cenách služieb sú k dispozícii v boxe s názvom [Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2024.

Rozdiely v ročných mierach inflácie v jednotlivých zložkách inflácie služieb sú čiastočne dôsledkom rôznej frekvencie zmien cien v priebehu roka. Napríklad ceny osobnej leteckej dopravy sú veľmi volatilné a cenový index môže každý mesiac vzrásť alebo klesnúť o viac ako 10 %, v závislosti od dopytu spojeného s obdobiami dovolení (graf B, panel a). Naopak, zmeny cien v iných položkách, ako sú napríklad kanalizačné služby, sa sústreďujú do určitých období roka (graf B, panel b). Možno očakávať, že ceny služieb s menej častými zmenami cien budú reagovať na všeobecné cenové a nákladové šoky s určitým oneskorením. V oboch týchto kategóriách, ako aj vo všeobecnosti sa zmeny cien v posledných rokoch zvýšili, no z hľadiska ich načasovania v rámci roka zodpovedajú vzorcom pred pandémie (t. j. dochádza k nim v rovnakých mesiacoch, so sezónnymi výkyvmi v prípade osobnej leteckej dopravy a s najväčšou zmenou v januári v prípade kanalizačných služieb).

Graf B

Medzimesačné zmeny cien vybraných položiek služieb HICP



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: „2017 – 2019“ sa vzťahuje na priemer mesačných mier zmien v tomto období. Posledné údaje sú z apríla 2025.

Zriedkavé úpravy cien môžu byť dôsledkom dlhodobějších vzťahov medzi predávajúcimi a kupujúcimi alebo dôsledkom toho, že ceny priamo stanovujú alebo značne ovplyvňujú vlády. Zmeny cien môžu byť nákladné, pričom zmluvné vzťahy medzi poskytovateľmi služieb a zákazníkmi sú pevne stanovené alebo predĺžované na určité časové obdobie, čo vedie k zriedkavejšej úprave cien. Napríklad nájomné za bývanie alebo zmluvy zdravotného poistenia sa zvyčajne obnovujú alebo preceňujú raz za rok. Menej často sa môžu meniť aj ceny nezmluvných služieb, z dôvodu zachovania dlhodobých vzťahov medzi predávajúcimi a kupujúcimi, napr. pri opravách domácich spotrebičov, športovom alebo záhradnom vybavení, kaderníckych službách atď. Ceny niektorých položiek služieb navyše stanovuje alebo výrazne ovplyvňuje vláda, t. j. ide o regulované služby. Ceny regulovaných služieb sa vo všeobecnosti upravujú menej často ako

ceny neregulovaných služieb.² Typickými príkladmi regulovaných služieb sú verejné služby (odvoz komunálneho odpadu a kanalizácia), terciárne vzdelávanie a sociálne služby (napr. starostlivosť o deti). Keďže regulované ceny sa klasifikujú na národnej úrovni, existuje mnoho položiek služieb, ktorých ceny sa v niektorých krajinách regulujú, ale v iných nie, čo môže do určitej miery skresliť vzorec za eurozónu.

Zmeny cien približne štvrtiny všetkých položiek služieb sa sústreďujú do jedného alebo dvoch mesiacov v roku.

V jednotlivých krajinách môže k preceneniu dochádzať v rôznom čase, čo znamená, že nájsť jasný vzorec preceňovania na agregovanej úrovni eurozóny nie je jednoduchý proces. V našom prístupe vychádzame z 39 položiek služieb eurozóny v štvormiestnej Klasifikácii individuálnej spotreby podľa účelu (COICOP-4) v období rokov 2016 až 2024. Pre každú položku sa použije nasledujúci postup výberu. Najprv vypočítame medzimesačnú percentuálnu zmenu cien za každý kalendárny mesiac s použitím sezónne neočistených cenových indexov. Po druhé vypočítame priemernú zmenu za každý kalendárny mesiac za všetky roky v danom období. Po tretie vypočítame relatívny význam každého mesiaca, ako percentuálny podiel, so zohľadnením celkovej zmeny cien za celý rok. V druhom a treťom kroku používame absolútne hodnoty, pretože nám umožňujú posúdiť relatívny rozsah všetkých zmien cien nezávisle od smeru zmeny. Napríklad podiel za január je priemerom mesačných absolútnych zmien cien v mesiaci január za všetky roky 2016 až 2024 vydelený súčtom priemerov všetkých mesačných absolútnych zmien cien za rovnaké obdobie. Po štvrté identifikujeme kalendárne mesiace, pri ktorých platí, že (i) percentuálny podiel zmeny ceny v ktoromkoľvek jednotlivom mesiaci je vyšší ako 25 %, alebo (ii) kombinovaný podiel akýchkoľvek dvoch mesiacov s najvyššími podielmi je vyšší ako 35 % celkovej zmeny za obdobie vzorky. Napokon, ak položka služieb spĺňa tieto kritériá a medzimesačná zmena cien za identifikované kalendárne mesiace je v rokoch 2016 až 2024 v priemere kladná, táto položka sa zaradí do kategórie „ročné precenenie“.³ Prahové hodnoty sú založené na posúdení, ale sú relatívne vysoké, pretože sa predpokladá, že minimálne štvrtina až tretina zmien cenového indexu sa uskutoční len počas jedného alebo dvoch mesiacov v roku. Napríklad, z výsledkov vyplýva, že 48 % celkovej absolútnej zmeny cien nemocničných služieb v danom období nastalo v januári každého roka (graf C).⁴ Tento prístup identifikuje 16 položiek služieb – približne 25 % všetkých služieb (na základe váh z roku 2025) – s vzorcom ročného preceňovania. Približne polovica položiek, ktoré sa preceňujú ročne, patrí do kategórie regulovaných cien.

² Fritzer, F., *Administered Prices, Inflation and the Business Cycle – Selected Aspects*, *Monetary Policy & the Economy*, Oesterreichische Nationalbank (Rakúska národná banka), Issue 1, 2011, s. 41 – 57. Pozri aj box s názvom *Measuring and assessing the impact of administered prices on HICP inflation*, *Monthly Bulletin*, máj 2007, ECB.

³ Táto posledná podmienka zaručuje vylúčenie položiek s veľkými sezónnymi výkyvmi cien (t. j. ak ich ceny v jednom mesiaci stúpajú a v inom klesajú v dôsledku takých faktorov, ako sú napríklad dovolenkové obdobia).

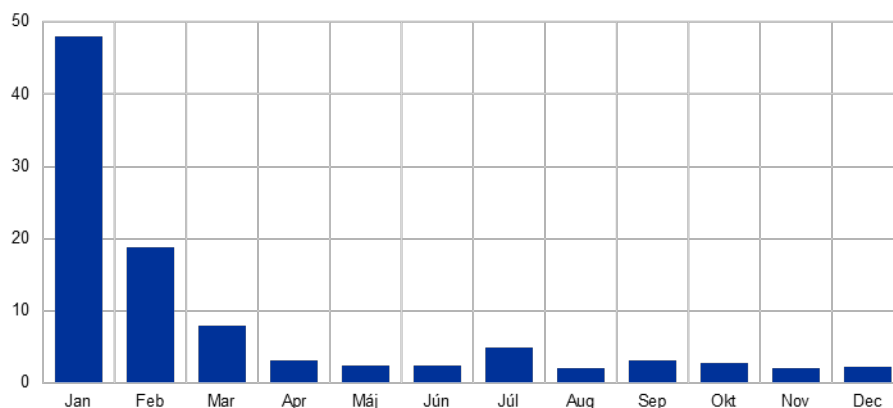
⁴ Položky zaradené do kategórie „ročné precenenie“ podľa klasifikácie COICOP-4 sú: 043200, 053300, 111200, 073600, 044200(A), 044300(A), 044400, 063000(A), 073500(A), 081000(A), 100000(A), 124000(A), 125300, 125500, 126000, 127000, kde (A) označuje položku s regulovanou cenou. Výber na úrovni eurozóny sa môže líšiť od výberu na úrovni krajiny.

Graf C

Príklad ročného preceňovania: nemocničné služby

Distribúcia zmien cenového indexu v priebehu roka

(percentuálny podiel zmeny ceny v každom mesiaci v porovnaní so zmenou za celý rok, priemer za obdobie 2016 až 2024)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Pri väčšine položiek s vzorcom ročného preceňovania dochádza k zmene cenového indexu najmä na začiatku roka.

Pri väčšine z týchto 16 položiek v kategórii s ročným precenením je január mesiacom alebo jedným z dvoch mesiacov s najväčším podielom zmeny cien za jeden rok. Je tu niekoľko výnimiek – napríklad vzdelávanie a jedálne, kde k zmenám cien dochádza najmä na začiatku školského roka. Vzorec kombinovanej osobnej dopravy je skreslený v dôsledku zavedenia nemeckého cestovného lístka vo verejnej doprave a s tým súvisiacich následných zmien cien. Ak chceme lepšie pochopiť základnú dynamiku cien služieb, bude užitočné vplyv tejto položky vzhľadom na jej veľký dosah úplne vylúčiť.⁵

Položky s vzorcom ročného preceňovania zohrávajú čoraz väčšiu úlohu z hľadiska pretrvávania zvýšenej inflácie v službách.

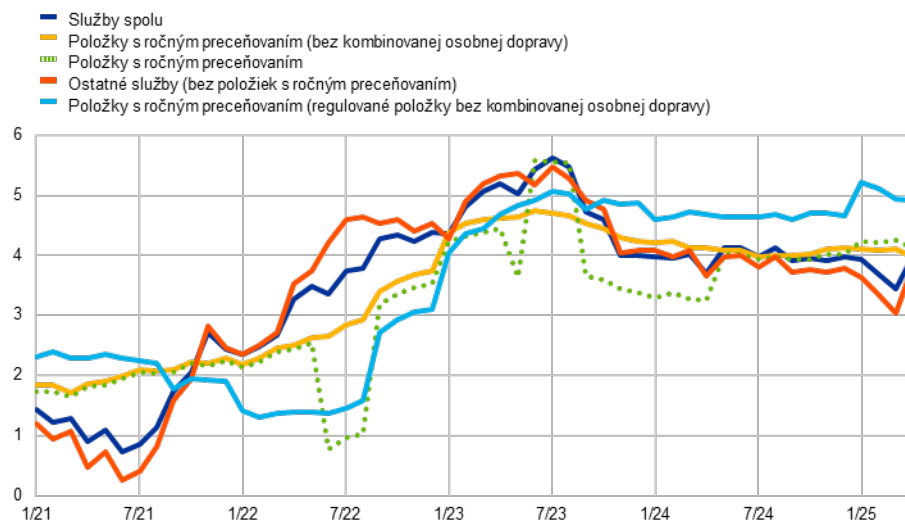
Počas posledného nárastu inflácie sa miera inflácie položiek bez vzorca ročného preceňovania zvýšila skôr a výraznejšie ako miera inflácie položiek s vzorcom ročného preceňovania, a to najmä v prípade regulovaných položiek (graf D). S ústupom šokov zvýšenia nákladov inflácia položiek s iným než ročným preceňovaním výraznejšie klesla, zatiaľ čo miera inflácie položiek služieb s ročným preceňovaním (okrem kombinovanej osobnej dopravy) sa v druhej polovici roka 2023 a v roku 2024 pohybovala mierne nad úrovňou 4,0 %. Miera inflácie položiek s preceňovacím vzorcom bola od konca roka 2023 mierne vyššia ako miera inflácie služieb s iným než ročným preceňovaním. Je to najmä dôsledok mimoriadne vysokej miery inflácie regulovaných položiek v skupine s ročným preceňovaním.

⁵ V lete 2022 bol v Nemecku na tri mesiace zavedený zľavnený cestovný lístok vo verejnej doprave. V máji 2023 bol zavedený opäť, ale za vyššiu cenu. Cena sa znova zvýšila v januári 2025. Cena tohto lístka je súčasťou kategórie HICP „kombinovaná osobná doprava“ a zmeny ceny spôsobili v tomto indexe veľké výkyvy s viditeľným vplyvom na index eurozóny.

Graf D

Položky služieb HICP s vzorcom ročného preceňovania

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Na základe klasifikácie COICOP-4. Posledné údaje sú z apríla 2025.

Na začiatku roka 2025 boli položky s ročným preceňovaním naďalej dôležitým faktorom pretrvávajúcej inflácie služieb.

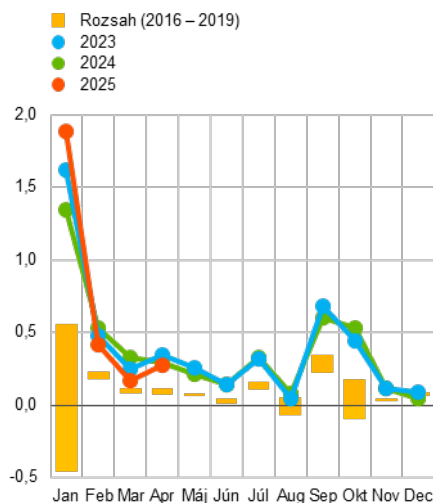
Keďže k cenovým zmenám položiek s ročným preceňovaním dochádza prevažne v januári, ich medzimesačné zmeny v januári poskytujú užitočný pohľad na vývoj ročnej inflácie. V januári 2025 vykázali ročne preceňované položky s regulovanými cenami najvýraznejší medzimesačný nárast, ktorý dokonca prekonal nárast zaznamenaný pred rokom. Naopak, zmeny cien v neregulovaných položkách s ročným preceňovaním sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom zmiernili (graf E). Takisto sa od januára 2025 viditeľne znížila miera inflácie položiek služieb bez ročného preceňovania. Časť poklesu v marci a opätovný nárast v apríli odráža rozdielne dátumy veľkonočných sviatkov v rokoch 2024 a 2025. Treba pozorne sledovať oddelenie inflácie regulovaných cien od širšej inflácie služieb, pretože prognostické modely nie sú schopné riadne zachytiť faktory cenovej dynamiky týchto služieb, ktoré sú často silne spojené s fiškálnymi hľadiskami.

Graf E

Medzimesačné zmeny cien položiek s vzorcom ročného preceňovania

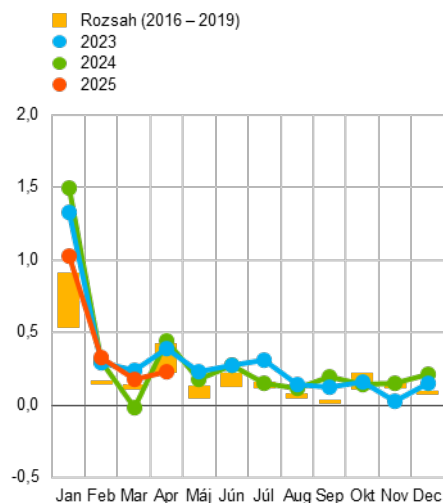
a) Regulované ceny s ročným preceňovaním

(percentuálne zmeny sezónne neočisteného indexu)



b) Iné položky s ročným preceňovaním

(percentuálne zmeny sezónne neočisteného indexu)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Agregáty vychádzajú z reťazenej agregácie zložiek. Regulované ceny nezahŕňajú kombinovanú osobnú dopravu.

Posledné údaje sú z apríla 2025.

Na záver možno konštatovať, že dezinfláciu v službách by mala podporiť normalizácia vzorcov ročného preceňovania. Hoci inflácia v prípade položiek s ročným preceňovaním, najmä položiek s regulovanými cenami, naďalej pretrváva, väčšina oneskorených úprav v dôsledku minulých šokov by už mala byť z veľkej časti ukončená. Budúce preceňovania by preto mali byť menšie a viac by mali zodpovedať všeobecným inflačným trendom.

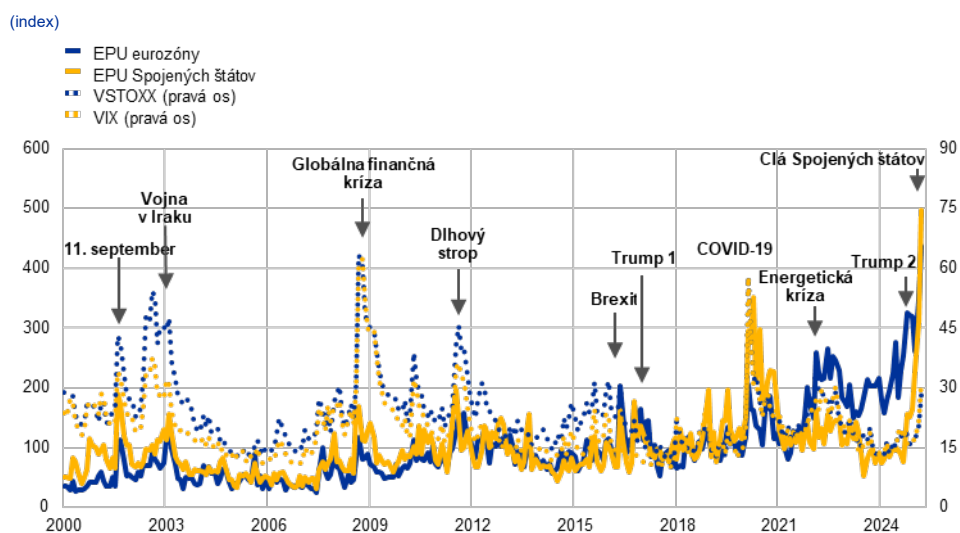
Volatilita finančných trhov a neistota spojená s hospodárskou politikou: preklenutie medzery

Giulia Martorana a Jakub Mistak

Po oznámení americkej administratívy o zvýšení ciel z 2. apríla sa volatilita na finančných trhoch prudko zvýšila z predchádzajúcich nízkych úrovní a začala viac kopírovať nárast neistoty spojenej s hospodárskou politikou (economic policy uncertainty – EPU) pozorovaný od jesene minulého roka. V grafe A je znázornená miera volatility indexov finančných trhov v eurozóne (VSTOXX) a Spojených štátoch (VIX) spolu s korešpondujúcimi indexmi EPU. Indexy EPU sú indexy, ktoré na základe správ merajú neistotu spojenú s hospodárskou politikou. Popularitu si získali vďaka svojej schopnosti sledovať významné hospodárske a politické udalosti.¹ Od jesene minulého roka indexy EPU prudko vzrástli na oboch stranách Atlantiku a v podmienkach pretrvávajúceho geopolitického rizika a rastúcej neistoty v súvislosti s colnou politikou tento trend pokračoval aj v roku 2025. Naopak, volatilita finančných trhov v eurozóne aj v Spojených štátoch zostala v dôsledku silnej dynamiky na akciových trhoch až do marca relatívne tlmená. VIX aj VSTOXX však prudko vzrástli po výpredaji na akciových trhoch, ktorý vyvolalo oznámenie o amerických clách z 2. apríla.

Graf A

Volatilita finančných trhov a EPU v eurozóne a Spojených štátoch



Zdroj: Baker, Bloom a Davis, Bloomberg a výpočty ECB.

Poznámka: EPU v Spojených štátoch odhadli Baker, Bloom a Davis, zatiaľ čo EPU v eurozóne vypočítali tí istí autori ako priemer indexov EPU Nemecka, Francúzska, Talianska a Španielska vážený HDP. Oba ukazovatele sú normalizované tak, aby od januára 2000 do posledného pozorovania bol ich priemer na úrovni 100. Posledné údaje sú z apríla 2025.

Z historického hľadiska hodnoty EPU tesne kopírujú volatilitu na finančných trhoch, hoci sa v rôznych časoch a v jednotlivých krajinách rozchádzajú.

K odpojeniu EPU od volatility finančných trhov historicky dochádza po významných

¹ Viac informácií o metodike EPU sa uvádza v Baker, S. R., Bloom, N. a Davis, S. J., Measuring Economic Policy Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No 4, november 2016, s. 1593 – 1636.

udalostiach, ako boli prezidentské voľby v Spojených štátoch v roku 2016, referendum o brexite v Spojenom kráľovstve či nedávna energetická kríza. Tento jav podnietil rozsiahly výskum, ktorý ponúka rôzne interpretácie tlmenej reakcie volatility finančných trhov na zmeny v politickej neistote. Patrí medzi ne napríklad zhoršenie kvality politických signálov, rozdiely v názoroch investorov a úloha, ktorú zohrávajú silné hospodárske podmienky.²

Nedávny nárast EPU v eurozóne odráža zintenzívnenie rastúceho trendu pozorovaného už niekoľko rokov.

Pohyby EPU v eurozóne boli v jednotlivých krajinách od roku 2021 heterogénne, pričom ukazovatele pre Nemecko a Francúzsko sa neustále pohybovali nad svojimi historickými priemerami.³ Mimoriadne výrazný je rastúci trend nemeckej EPU, ktorá dosiahla historické maximum v apríli 2025 v čase, keď americká administratíva oznámila zvýšenie ciel (graf B, panel a). Z tohto dôvodu a z dôvodu dostupnosti údajov sa analýza v tomto boxe sústreďuje na Nemecko. Na replikáciu nemeckej EPU bola použitá databáza spravodajských článkov.⁴ Replikovaný index sa konkrétne opiera o databázu 1 857 207 nemeckých spravodajských článkov z obdobia od januára 2000 do apríla 2025 a tesne kopíruje pôvodný index EPU. Pri porovnaní s indexom volatility nemeckého akciového trhu (VDAX) je zrejmé, že rozdelenie vývoja týchto dvoch ukazovateľov pozorované od jesene minulého roka a v prvých troch mesiacoch roka 2025 odráža zintenzívnenie trendu pozorovaného už niekoľko rokov. Táto divergencia pretrvávala až do začiatku apríla, keď sa prudký rast indexu VDAX, ktorý koreloval s výpredajom na svetových akciových trhoch, vyrovnal predchádzajúcemu nárastu indexu EPU.

² Białkowski, J., Dang, H. D. a Wei, X., High policy uncertainty and low implied market volatility: An academic puzzle?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 143, No 3, marec 2022, s. 1185 – 1208; Dumas, B., Kurshev, A. a Uppal, R., Equilibrium Portfolio Strategies in the Presence of Sentiment Risk and Excess Volatility, *The Journal of Finance*, Vol. 64, No 2, apríl 2009, s. 579 – 629; a Pástor, L. a Veronesi, P., Political uncertainty and risk premia, *Journal of Financial Economics*, Vol. 110, No 3, december 2013, s. 520 – 545.

³ Ukazovatele EPU pre štyri veľké krajiny eurozóny sú v Baker, Bloom a Davis, op. cit.

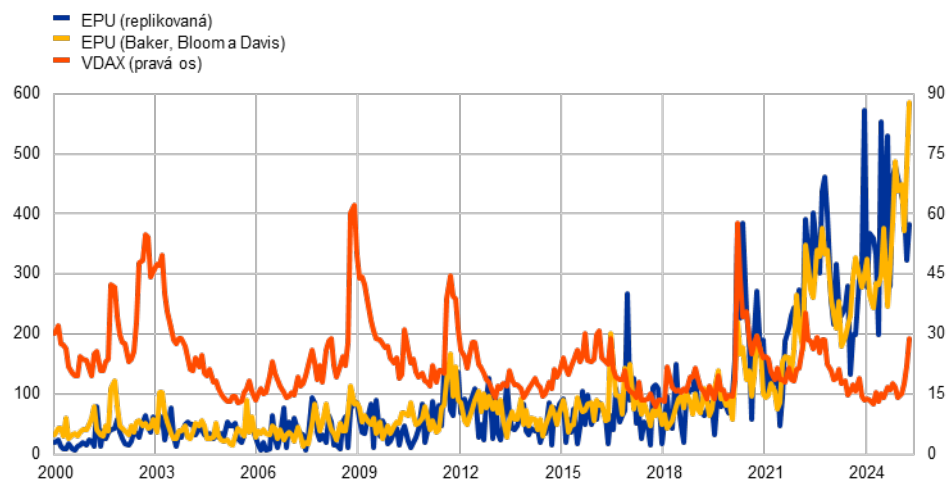
⁴ Metodika použitá na replikáciu nemeckého indexu EPU vychádza z Baker, Bloom a Davis, op. cit. Ukazovateľ je normalizovaný podľa zdroja novín a prepočítaný podľa počtu článkov za mesiac.

Graf B

Index EPU a kategórie neistoty

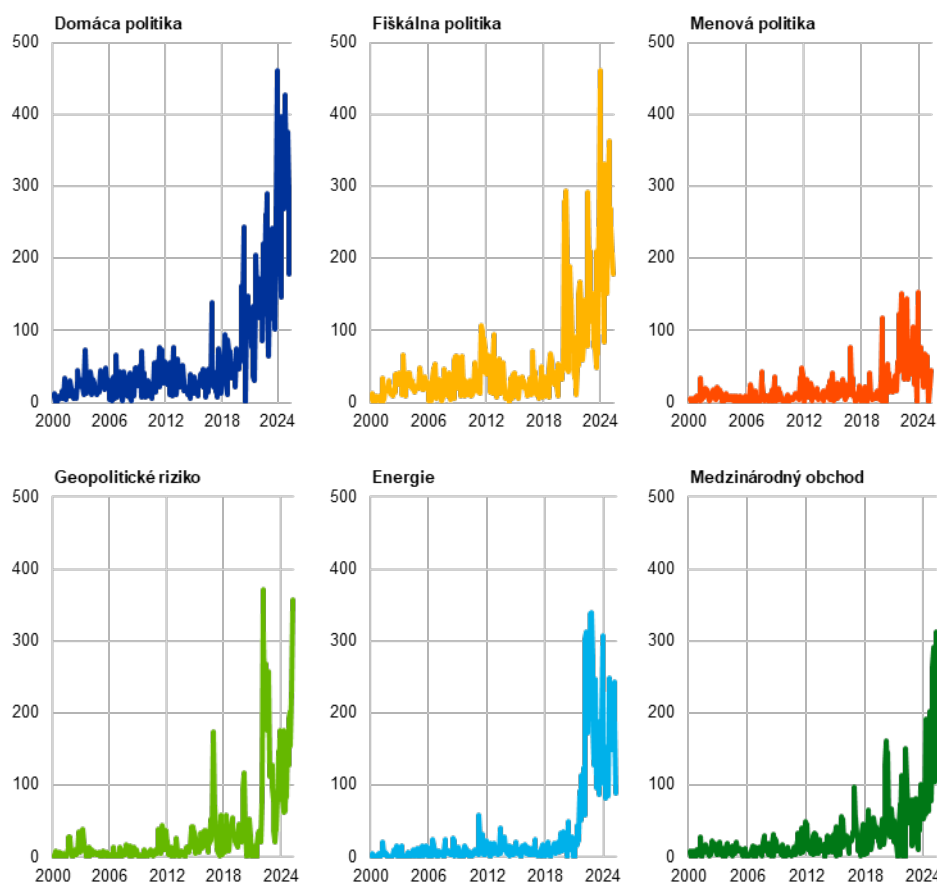
a) Index EPU a implikovaná volatilita trhu v Nemecku

(index)



b) Nemecký EPU podľa témy

(index)



Zdroj: Dow Jones Factiva a výpočty ECB.

Poznámka: Panel a) porovnáva pôvodný index EPU od Bakera, Blooma a Davisa a jeho replikovanú verziu s indexom VDAX. Panel b) zobrazuje dekompozíciu tém extrahovaných z replikovaného indexu EPU pomocou LLM. Každý článok môže byť zaradený do viacerých kategórií. Posledné údaje sú z apríla 2025.

Na základe tematickej analýzy novinových článkov s použitím veľkého jazykového modelu (LLM) sa zistilo, že za nedávnym prudkým nárastom nemeckej EPU stojí domáca a globálna neistota. Analýza na extrakciu rôznych ekonomických tém ovplyvňujúcich nemeckú EPU využíva flexibilitu a kontextové chápanie LLM. Na identifikáciu viacerých tém v každom novinovom článku sa konkrétne použil GPT-4o spoločnosti OpenAI.⁵ V grafe B, paneli b) sa uvádza šesť identifikovaných kategórií neistoty. Medzi hlavné faktory nárastu nemeckej EPU patrí domáca neistota najmä v súvislosti s politikou a fiškálnou politikou a globálna neistota, ktorú zachytávajú kategórie geopolitickej, energetickej a najnovšie aj obchodnej neistoty. Nárast neistoty v oblasti domácej a fiškálnej politiky odráža vnútorné problémy vrátane vývoja reálnej ekonomiky, priemyselnej politiky, fiškálneho rozpočtu, dynamiky politických koalícií a volieb. Po invázii Ruska na Ukrajinu a počas eskalácie konfliktu v Gaze sa medzičasom zvýšilo geopolitické riziko. V dôsledku ruskej invázie na Ukrajinu vzrástla aj neistota súvisiaca s energiami, ktorú umocnila v tom čase veľká závislosť Nemecka od ruského plynu. V súlade s vývojom inflácie po pandémie sa zvýšila neistota týkajúca sa menovej politiky, čo sa prejavilo v rôznych trhových ukazovateľoch. Napokon neistota v medzinárodnom obchode zahŕňa významné udalosti a šoky, ako napríklad brexit, prezidentské voľby v Spojených štátoch v roku 2016, pandémiu COVID-19 a nedávny vývoj colnej politiky Spojených štátov, teda udalosti, ktoré preverili odolnosť globálnych dodávateľských reťazcov.

Formálna empirická analýza môže pomôcť pochopiť aktuálny vývoj vrátane vývoja po oznámení cieľ v Spojených štátoch 2. apríla, keď sa – pri výraznom výpredaji na akciových trhoch – prudký nárast volatility finančných trhov zosúladiť s pretrvávajúcou vysokou úrovňou politickej neistoty. Na základe americkej literatúry sa v tomto boxe skúma, či je vzťah medzi volatilitou finančných trhov a nemeckou EPU ovplyvnený dynamikou na akciovom trhu, ktorá sa definuje ako počet mesiacov s kladnými výnosmi akciového indexu za dané obdobie. Empirická analýza modeluje implikovanú volatilitu („log(VDAX_t)“) ako funkciu identifikovaných kategórií EPU.⁶ V grafe C sú znázornené okrajové vplyvy zvýšenia v šiestich kategóriách neistoty na implikovanú volatilitu akciového trhu, podmienené výkonnosťou akciového trhu. Za šesť mesiacov do apríla 2025 akciový trh zaznamenal štyri mesiace s kladnými výnosmi (v paneloch zobrazené sivými stĺpcami).

⁵ Informácie o použití LLM na extrakciu kategórií neistoty sú v Audrino, F., Gentner, J. a Stalder, S., [Quantifying uncertainty: a new era of measurement through large language models](#), *SNB Working Papers*, No 12/2024, Švajčiarska národná banka, október 2024.

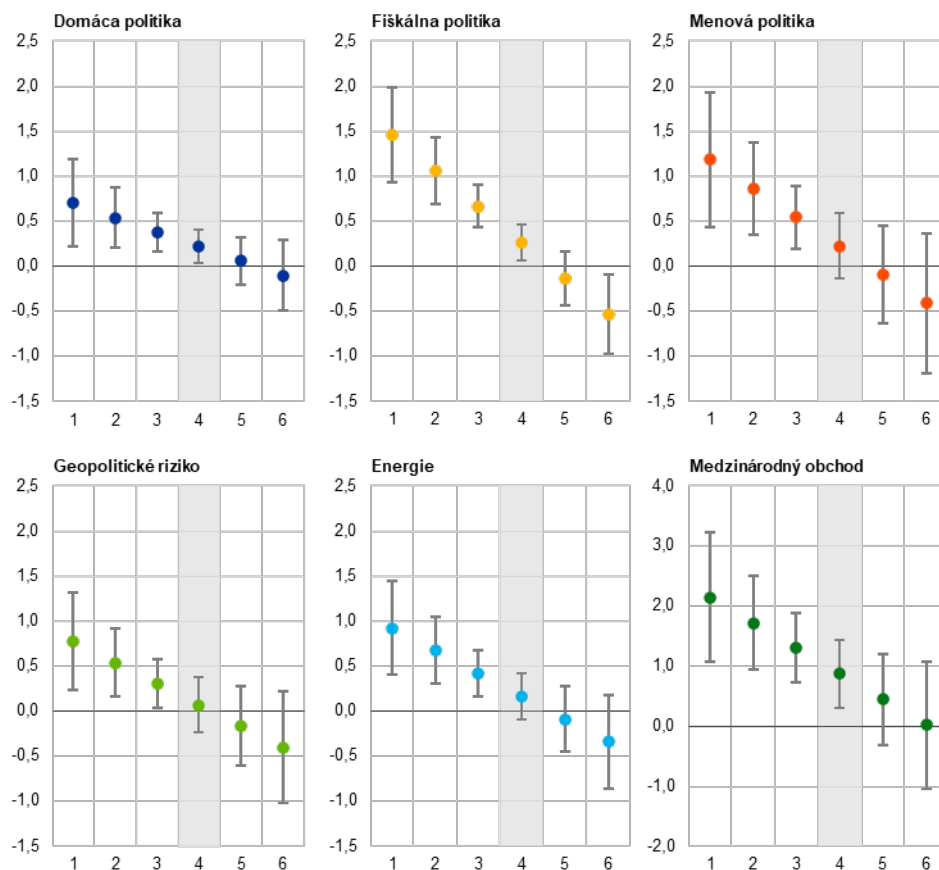
⁶ Empirický prístup vychádza z Białkowski, Dang a Wei, op. cit. Zohľadňuje logaritmus denného výnosu akciového trhu („r_t“), logaritmus 30-dňovej realizovanej volatility („log(V_t)“) a zástupný ukazovateľ za dynamiku akciového trhu vytvorený ako počet mesiacov s kladným výnosom indexu DAX za predchádzajúcich šesť mesiacov („PM_t“). Špecifikáciu regresie možno zhrnúť takto:

$$\log(\text{VDAX}_t) = \beta_0 + \beta_1 \text{PM}_t + \beta_2 (\text{PM}_t \cdot \text{EPU}_{i,t}) + \beta_3 \text{EPU}_{i,t} + \beta_4 r_t + \beta_5 \log(V_t) + \beta_6 \text{Trend}_t + \varepsilon_t$$

Graf C

Okrajové vplyvy kategórií EPU na volatilitu finančných trhov

(index)



Zdroj: Dow Jones Factiva a výpočty ECB.

Poznámka: Panely znázorňujú hraničné koeficienty nárastu kategórií nemeckej EPU v $\log(VDAX_t)$, podmienené rôznymi úrovňami počtu kladných výnosových mesiacov v predchádzajúcich šiestich mesiacoch, pričom sa používajú denné pozorovania pre obdobie vzorky od 2. januára 2000 do 16. apríla 2025. V prípade neistoty obchodnej politiky sa vzorka obmedzuje na roky 2015 až 2025. Za šesť mesiacov do apríla 2025 boli zaznamenané štyri mesiace s kladným výnosom (v paneloch zobrazené sivými stĺpcami). Sivé čiary predstavujú pásma spoľahlivosti 95 %. Posledné údaje sú zo 16. apríla 2025.

Výsledky naznačujú, že k rozdeleniu vývoja volatility finančného trhu a EPU s väčšou pravdepodobnosťou dochádza pri silnej dynamike akciového trhu. Paralelný vývoj je, naopak, pravdepodobnejší, keď je táto dynamika slabá.

Tieto výsledky platia v rôznych kategóriách a potvrdili sa v rámci rôznych modelových špecifikácií. Tento model je konzistentný s rastúcim nesúlalom medzi volatilitou finančných trhov a indexom EPU pozorovaným v období šiestich mesiacov do februára 2025, teda v období mimoriadne silnej dynamiky akciových trhov. Rovnaké zistenia vysvetľujú aj zmenšenie rozdielu medzi volatilitou finančných trhov a EPU po oznámení cieľ v Spojených štátoch 2. apríla. Počas tohto obdobia sa nárast volatility zosúladiť s pretrvávajúcou vysokou politickou neistotou vyvolanou výrazným výpredajom na akciovom trhu. Tieto zistenia by sa dali interpretovať tak, že politická neistota v obdobiach slabšej výkonnosti akciového trhu vyvoláva vyššiu rizikovú prirážku, najmä ak sa neistota považuje za faktor, ktorý významne ovplyvňuje hospodárske výsledky.

Determinanty inflačných očakávaní podnikov v prieskume SAFE

Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia a Judit Rariga

Tento box sa zaoberá formovaním inflačných očakávaní zachytených v prieskume o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE). V rámci prieskumu [SAFE](#) sa od júna 2023 zbierajú informácie o inflačných očakávaniach v eurozóne v jednoročnom, trojročnom a päťročnom horizonte.¹ Od marca 2024 prieskum zahŕňa aj vnímanú neistotu podnikov v súvislosti s ich päťročnými inflačnými očakávaniami.

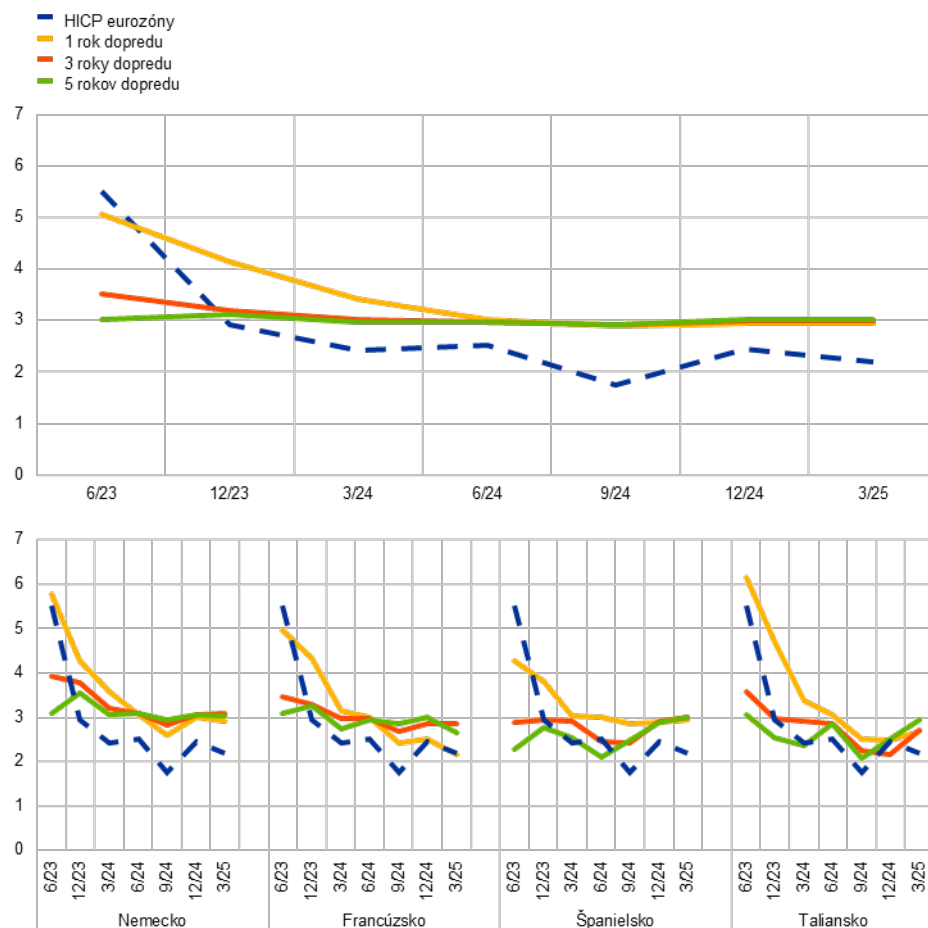
Krátkodobé inflačné očakávania podnikov sú volatilnejšie – a to aj v jednotlivých krajinách – než strednodobé a dlhodobejšie očakávania, ktoré sú v priebehu času skôr stabilné (graf A). V júni 2023 sa medián jednoročných inflačných očakávaní podnikov pohyboval okolo 5 %, čo odrážalo pretrvávanie vysokej inflácie v tom čase. Medián inflačných očakávaní v horizonte jedného roka postupne klesol na úroveň blízku 3 %, pričom dynamika krátkodobých inflačných očakávaní sa celkovo vyvíjala v súlade s infláciou harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP). V jednotlivých krajinách však stále pretrvávajú rozdiely. V trojročnom a päťročnom horizonte sú inflačné očakávania podnikov skôr stabilné a dosahujú 3 %.

¹ Viac informácií o prieskume SAFE je v článku [The Survey on the Access to Finance of Enterprises: monetary policy, economic and financing conditions and inflation expectations](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2024. Po dvoch pilotných kolách sa prieskum SAFE začal v marci 2024 vykonávať štvrťročne.

Graf A

Inflačné očakávania podľa prieskumu SAFE

(v % za rok)



Zdroj: SAFE, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Tento graf zobrazuje prieskumom vážený medián jednoročných, trojročných a päťročných inflačných očakávaní podnikov v eurozóne. Štatistiky sú vypočítané po orezaní údajov na úrovni 1. a 99. percentilu za jednotlivé krajiny. Štvrtročné údaje z prieskumu SAFE sú z jeho 30. až 34. kola (od januára až marca 2024 do januára až marca 2025) a polročné údaje sú zo skorších kôl. HICP eurozóny sa vzťahuje na ročnú mieru rastu HICP v eurozóne.

Inflačné očakávania sú vo všetkých horizontoch ovplyvnené charakteristikami podnikov, sektormi a krajinami, v ktorých pôsobia, pričom najvyššia korelácia so skutočnou infláciou v eurozóne je pri krátkodobom horizonte (graf B).

Hlavné determinanty inflačných očakávaní pomáha identifikovať regresná analýza. Zohľadňujú sa v nej faktory, ako sú demografické charakteristiky podnikov (vrátane veku, veľkosti, statusu vývozcu, vlastníctva a minulých trendov tržieb), budúce obchodné rozhodnutia týkajúce sa investícií, zamestnanosti a tržieb, ako aj miera inflácie v eurozóne, odvetvie a krajina pôsobenia podnikov.² Faktory špecifické pre jednotlivé podniky majú za cieľ zachytiť ich základné charakteristiky a slúžia ako

² Tieto faktory sú spoločné pre viaceré štúdie. Napríklad Bryan, M., Meyer, B. a Parker, N., The inflation expectations of firms: what do they look like, are they accurate, and do they matter?, FRB Atlanta Working Paper, No 2014-27, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2015.

zástupný ukazovateľ miery informovanosti podniku, zatiaľ čo fixné efekty odvetvia a krajiny zohľadňujú širšie makroekonomické prostredie, ktoré vplyva na podnik.³

Z analýzy vyplýva, že menšie, mladšie a nevývozné podniky spolu s podnikmi v sektore služieb a stavebníctve majú tendenciu očakávať v jednoročnom, trojročnom a päťročnom horizonte vyššiu infláciu. Pravdepodobne to súvisí so skutočnosťou, že malé podniky majú pri formovaní svojich očakávaní často obmedzené informácie a zároveň sú menej exponované na medzinárodných trhoch.⁴ Pri zohľadnení všetkých kôl prieskumu v popredných ekonomikách, podniky v Nemecku vykazujú v priemere vyššie inflačné očakávania než podniky v ostatných krajinách eurozóny. Podniky vo všetkých krajinách okrem toho konzistentne uvádzajú pozitívny vzťah medzi svojimi očakávaniami a skutočne zaznamenanou infláciou v eurozóne vo všetkých časových horizontoch, pričom najsilnejší je tento vzťah pri krátkodobom horizonte.

³ Tieto charakteristiky môžu zahŕňať spoločné historické skúsenosti s infláciou, prostredie fiškálnej politiky a kultúrne či behaviorálne normy – teda všetky faktory, ktoré ovplyvňujú, ako podniky v tej istej krajine reagujú na potenciálne inflačné tlaky a ako si vytvárajú inflačné očakávania.

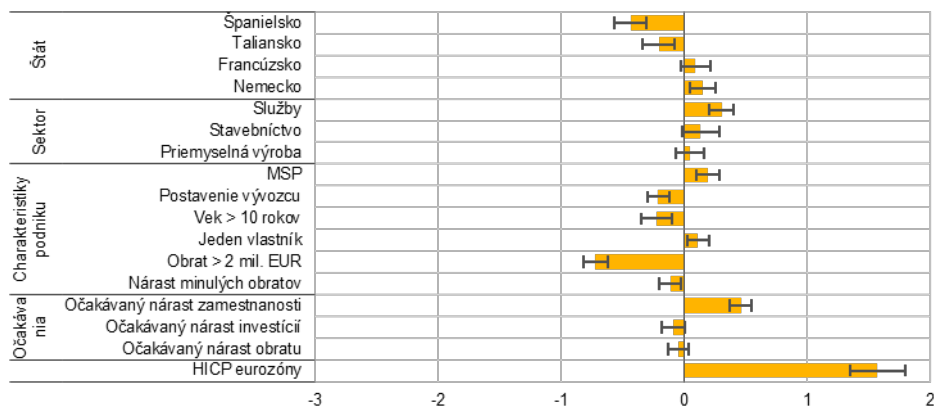
⁴ Baumann, U., Ferrando, A., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y. a Reinelt, T., [SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms](#), *Working Paper Series*, No 2949, ECB, Frankfurt am Main, 2024.

Graf B

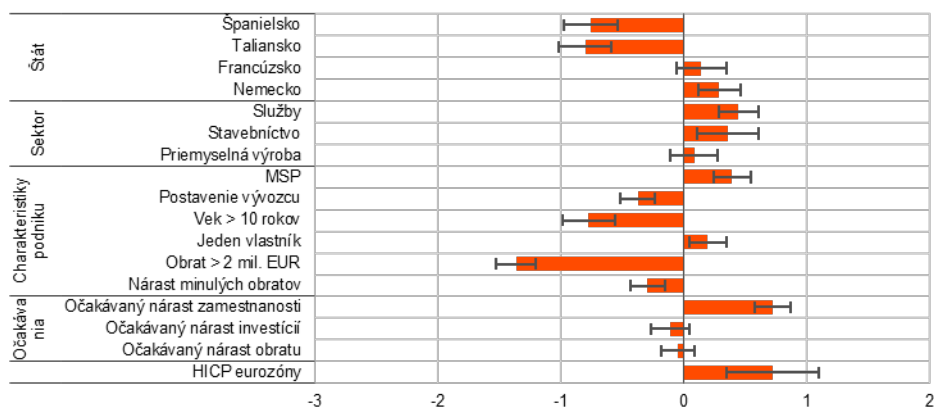
Determinanty inflačných očakávaní podnikov v rôznych časových horizontoch

(v percentuálnych bodoch)

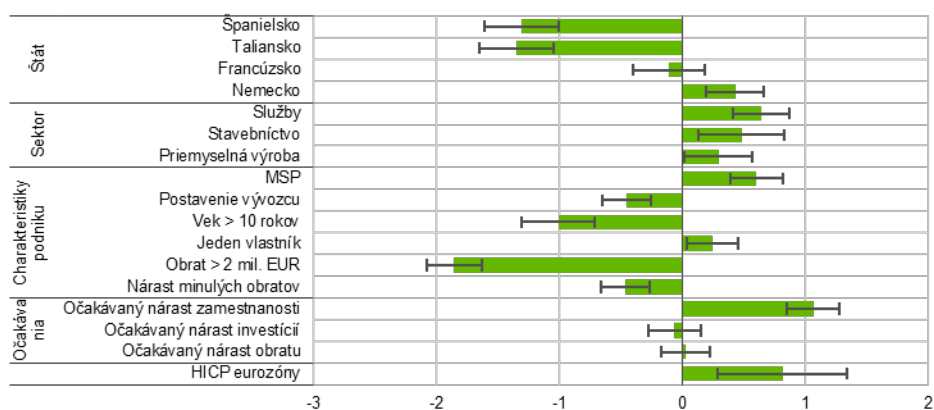
a) Jeden rok dopredu



b) Tri roky dopredu



c) Päť rokov dopredu



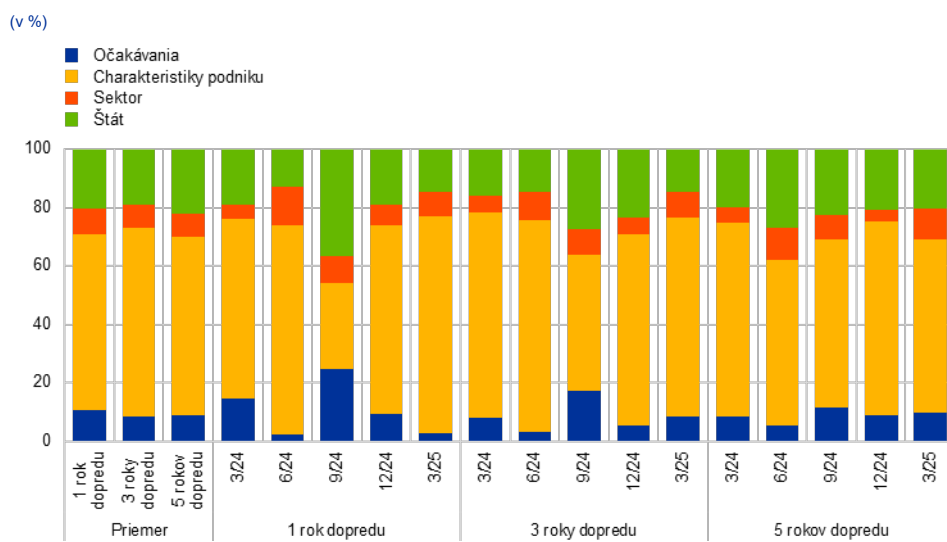
Zdroj: SAFE, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Tento graf zobrazuje odhady koeficientov z regresí inflačných očakávaní podnikov jeden rok, tri roky a päť rokov dopredu pre kovariáty uvedené na osi y. Všetky kovariáty sa merajú ako fiktívne premenné s výnimkou HICP eurozóny. Malé a stredné podniky sú podniky s menej ako 250 zamestnancami a „zvýšenie“ signalizuje fiktívnu premennú rovnajúcu sa 1, ak podnik hlási nárast konkrétneho faktora, inak má hodnotu 0. V prípade premennej krajiny zahŕňa vynechaná kategória všetky ostatné krajiny eurozóny, zatiaľ čo v prípade sektora je vynechanou kategóriou obchod. HICP eurozóny je ročná miera rastu harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien v eurozóne. Zvislé čiary ukazujú 95 % intervaly spoľahlivosti. Odhad je založený na 30. až 34. kole prieskumu (štvrtročné údaje od januára až marca 2024 do januára až marca 2025) a na polročných údajoch zo skorších kôl prieskumu.

Väčšinu rozdielov v inflačných očakávaniach naprieč všetkými horizontmi možno pripísať individuálnym charakteristikám podnikov, po ktorých nasledujú faktory špecifické pre jednotlivé krajiny (graf C). Ďalším krokom pri analýze inflačných očakávaní je určenie, aký rozsah ich variability možno pripísať vyššie uvedeným faktorom.⁵ Naprieč horizontmi a v priebehu času, v priemere najväčšiu časť tejto variability vysvetľujú charakteristiky podnikov (62 %), kým príspevok fixných účinkov krajín je 21 %. Očakávania týkajúce sa budúcich obchodných rozhodnutí a príslušnosť k odvetviu majú podobný podiel, keď každý z týchto faktorov prispieva menej než 10 %. Skúmaním trendov v rámci viacerých kôl prieskumov sa zistilo, že v septembri 2024 mali na inflačné očakávania v krátkodobom a strednodobom horizonte dočasne zvýšený vplyv fixné účinky krajín a očakávania týkajúce sa investícií a zamestnanosti. Naopak, relatívna dôležitosť faktorov ovplyvňujúcich inflačné očakávania v dlhodobějších horizontoch vykazovala v priebehu času väčšiu stabilitu.

Graf C

Hlavné faktory ovplyvňujúce inflačné očakávania podnikov v priebehu času



Zdroj: SAFE a výpočty ECB.

Poznámka: Tento graf zobrazuje rozloženie upraveného R-kvadrátu regresii z grafu B pomocou Shapleyho hodnôt. Opis premenných sa nachádza v poznámke ku grafu B. Odhady sú založené na 30. až 34. kole prieskumu (štvrtročné údaje od januára až marca 2024 do januára až marca 2025) a na polročných údajoch zo skorších kôl prieskumu.

Od začiatku roka 2024 viac ako polovica podnikov v eurozóne považovala neistotu spojenú s ich päťročnými inflačnými očakávaniami za vychýlenú smerom nahor (graf D, panel a). Od marca 2024 sa zisťuje, či podniky v porovnaní so svojimi základnými očakávaniami považujú riziká dlhodobého výhľadu inflácie za vyvážené, prípadne naklonené smerom nahor alebo nadol. V poslednom prieskume za prvý štvrtrok 2025 vnímalo 30 % podnikov riziká vo svojom inflačnom výhľade na najbližších päť rokov ako zhruba vyvážené, kým vyše polovica identifikovala riziká smerom nahor a približne 14 % uviedlo, že riziká sú vychýlené smerom nadol.

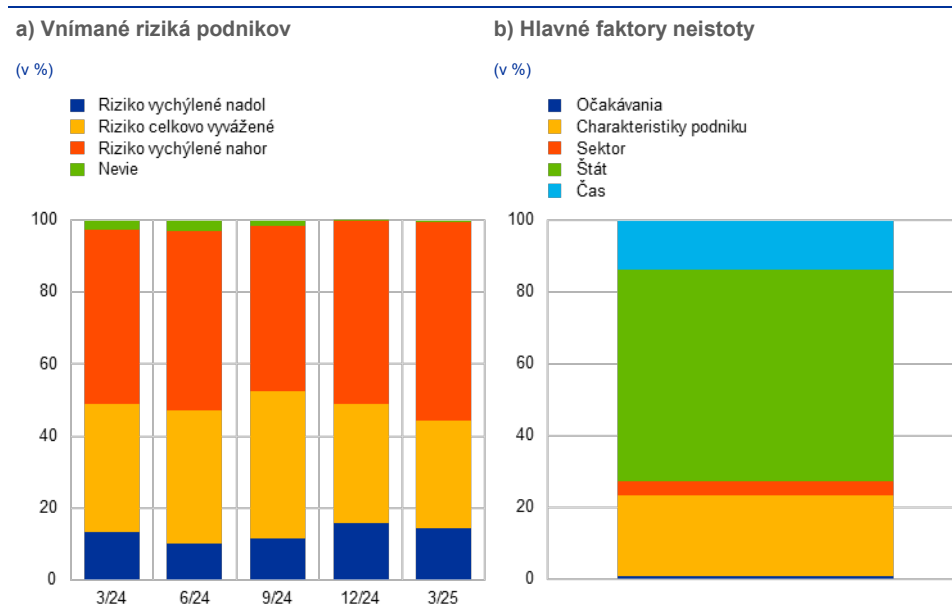
⁵ Technicky sa na meranie podielu R-kvadrátu štyroch skupín premenných (charakteristiky podnikov, sektor, krajina, očakávania týkajúce sa obchodných rozhodnutí) zahrnutých v regresnej analýze na úrovni podnikov používa Shapley-Owenova metóda. Analýza na úrovni jednotlivých kôl prieskumu neumožňuje odhadnúť príspevok HICP eurozóny.

Mieru neistoty podniku v súvislosti s dlhodobým inflačným výhľadom

ovplyvňuje najmä krajina, v ktorej podnik pôsobí (graf D, panel b). Faktory ovplyvňujúce inflačné očakávania pravdepodobne vysvetľujú aj mieru variability, ktorú podniky pripisujú svojim očakávaniam.⁶ Použitím podobného prístupu, aký bol uvedený vyššie, identifikujeme podiel variability neistoty, ktorý možno pripísať rôznym faktorom. Väčšinu celkovej variability vysvetľujú špecifické charakteristiky jednotlivých krajín, po ktorých nasledujú charakteristiky podnikov. Toto zistenie opäť zdôrazňuje význam miesta pôsobenia pri formovaní dlhodobých inflačných očakávaní podnikov.

Graf D

Neistota spojená s inflačnými očakávaniami na nasledujúcich päť rokov a faktory vysvetľujúce jej variabilitu



Zdroj: SAFE a výpočty ECB.

Poznámka: Panel a) zobrazuje prieskumom vážené percentuálne podiely subjektívnej neistoty podnikov v súvislosti s výhľadom inflácie na nasledujúcich päť rokov. Panel b) zobrazuje dekompozíciu upraveného R-kvadrátu regresie neistoty (fiktívna premenná, ktorá nadobúda hodnotu 1, ak podnik vo svojich päťročných inflačných očakávaniach uvádza riziká smerom nahor) pomocou Shapleyho hodnôt podľa kovariátov opísaných v poznámke ku grafu B. Odhady sú založené na 30. až 34. kole prieskumu (štvrtročné údaje od januára až marca 2024 do januára až marca 2025).

Celkovo je pochopenie faktorov, ktoré ovplyvňujú inflačné očakávania podnikov, rozhodujúce pre posúdenie toho, ako môžu zmeny v ich podnikateľskom prostredí ovplyvniť spôsob, akým si tieto očakávania formujú.

Z analýzy vyplýva, že okrem individuálnych charakteristík podnikov zohrávajú významnú úlohu aj krajiny, v ktorých podniky pôsobia. Zdôrazňuje to význam spoločných, pre jednotlivé krajiny špecifických faktorov, ktoré vedú podniky k podobnému upravovaniu svojich inflačných očakávaní.

⁶ Podobné modely sa uplatňujú v Baumann et al., op. cit., a McClure, E. M., Yaremko, V., Coibion, O. a Gorodnichenko, Y., The Macroeconomic Expectations of U.S. Managers, *Journal of Money, Credit and Banking* (prípravuje sa).

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 5. februára do 22. apríla 2025

Samuel Bieber a Anne-Lise Nguyen

V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystému počas prvého a druhého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2025. Tieto dve udržiavacie obdobia spolu zahŕňajú obdobie od 5. februára do 22. apríla 2025 (sledované obdobie).

Priemerná nadbytočná likvidita v bankovom systéme eurozóny sa ďalej znižovala. Poskytovanie likvidity sa znížilo v dôsledku nižšej držby Eurosystému v programe nákupu aktív (asset purchase programme – APP) a núdzovom pandemickom programe nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) po ukončení reinvestícií v rámci programu APP na začiatku júla 2023 a PEPP na konci decembra 2024. Pokles poskytovania likvidity odráža aj splatnosť poslednej operácie v rámci tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operation – TLTRO III) k 18. decembru 2024, pretože táto operácia naďalej ovplyvňovala priemerné údaje za predchádzajúce sledované obdobie. Pokles bol čiastočne kompenzovaný pokračujúcim znižovaním absorpcie likvidity prostredníctvom čistých autonómnych faktorov.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového sektora, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa v sledovanom období znížila o 69 mld. € na 1 354 mld. €. Odrážalo to skutočnosť, že autonómne faktory absorbujúce likviditu sa zvýšili menej ako autonómne faktory poskytujúce likviditu (tabuľka A). Požiadavky na povinné minimálne rezervy stúpili o 3 mld. € na 167 mld. €, čo malo len zanedbateľný vplyv na zmenu celkovej potreby likvidity.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období zvýšili o 61 mld. €, najmä v dôsledku nárastu ostatných autonómnych faktorov. Čisté ostatné autonómne faktory vzrástli v priemere o 63 mld. €. Bolo to spôsobené najmä nárastom účtov precenenia približne o 79 mld. € v dôsledku vyšších cien zlata (viac v odseku o autonómnych faktoroch poskytujúcich likviditu), ktorý bol čiastočne kompenzovaný poklesom kapitálu a rezerv po stratách v roku 2024. Vládne vklady mierne klesli o 2 mld. € na 109 mld. €. Celkový pokles v tejto položke od roku 2022 odráža normalizáciu hotovostných rezerv v držbe národných pokladníc a zmeny v úročení vládnych vkladov v držbe Eurosystému, ktoré finančne zatriktívili umiestňovanie finančných prostriedkov na trhu. Priemerná hodnota bankoviek v obehu bola v sledovanom období stabilná, na úrovni 1 569 mld. €. Dopyt po bankovkách bol po dosiahnutí vrcholu v júli 2022 naďalej celkovo stabilný.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu sa zvýšili o 133 mld. €, a to najmä v dôsledku nárastu čistých zahraničných aktív o 85 mld. €. Tento nárast držby čistých zahraničných aktív bol spôsobený najmä vyššími cenami zlata. Čisté aktíva denominované v eurách sa počas sledovaného obdobia zvýšili o 48 mld. €.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosysteme

Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 5. február – 22. apríl 2025						Predchádzajúce sledované obdobie: 23. október 2024 – 4. február 2025	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 5. február – 11. marec 2025		Druhé udržiavacie obdobie: 12. marec – 22. apríl 2025		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory absorbujúce likviditu	2 801	(+61)	2 772	(+16)	2 825	(+53)	2 739	(+54)
Bankovky v obehu	1 569	(-0)	1 567	(-10)	1 571	(+4)	1 569	(+7)
Vládne vklady	109	(-2)	119	(+12)	101	(-18)	111	(-7)
Ostatné autonómne faktory (čisté) ¹⁾	1 122	(+63)	1 086	(+14)	1 152	(+67)	1 059	(+54)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	5	(-0)	6	(-1)	5	(-0)	6	(-1)
Povinné minimálne rezervy²⁾	167	(+3)	167	(+3)	166	(-0)	164	(+1)
Jednodňové sterilizačné operácie	2 825	(-92)	2 847	(-58)	2 807	(-40)	2 917	(-115)
Dolaďovacie operácie absorbujúce likviditu	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližšiu 1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu.

1) Vypočítava sa ako súčet účtov precenenia, ostatných pohľadávok a záväzkov rezidentov eurozóny, kapitálu a rezerv.

2) Informatívna položka, ktorá sa nenachádza v súvahe Eurosystemu, a preto by sa nemala zahŕňať do výpočtu celkových pasív.

Aktíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 5. február – 22. apríl 2025						Predchádzajúce sledované obdobie: 23. október 2024 – 4. február 2025	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 5. február – 11. marec 2025		Druhé udržiavacie obdobie: 12. marec – 22. apríl 2025		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory poskytujúce likviditu	1 613	(+133)	1 560	(+32)	1 657	(+97)	1 480	(+93)
Čisté zahraničné aktíva	1 256	(+85)	1 219	(+21)	1 286	(+67)	1 170	(+71)
Čisté aktíva v eurách	357	(+48)	341	(+12)	371	(+30)	309	(+22)
Nástroje menovej politiky	4 185	(-162)	4 231	(-73)	4 146	(-84)	4 346	(-154)
Operácie na voľnom trhu	4 185	(-162)	4 231	(-73)	4 146	(-84)	4 346	(-154)
Úverové operácie	26	(-14)	27	(-2)	24	(-2)	40	(-37)
- Hlavné refinančné operácie	9	(-1)	8	(-2)	10	(+2)	10	(+5)
- Trojmesačné LTRO	16	(+2)	18	(+1)	15	(-4)	14	(+5)
- TLTRO III	0	(-16)	0	(+0)	0	(+0)	16	(-46)
Portfóliá priamych nákupov1)	4 159	(-147)	4 204	(-71)	4 122	(-82)	4 306	(-118)
Jednodňové refinančné operácie	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)

Zdroj: ECB.
Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližšiu 1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu. LTRO znamená dlhodobéjšie refinančné operácie a TLTRO III znamená tretiu sériu cielených dlhodobějších refinančných operácií.
1) Po ukončení čistých nákupov aktív sa prestalo uvádzať členenie portfólií priamych nákupov na jednotlivé položky.

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 5. február – 22. apríl 2025						Predchádzajúce sledované obdobie: 23. október 2024 – 4. február 2025	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 5. február – 11. marec 2025		Druhé udržiavacie obdobie: 12. marec – 22. apríl 2025		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity1)	1 354	(-69)	1 378	(-14)	1 334	(-44)	1 423	(-39)
Čisté autonómne faktory2)	1 188	(-72)	1 211	(-17)	1 168	(-44)	1 260	(-40)
Nadbytočná likvidita3)	2 830	(-92)	2 852	(-59)	2 812	(-40)	2 923	(-116)

Zdroj: ECB.
Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližšiu 1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu.
1) Vypočítava sa ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy.
2) Vypočítava sa ako rozdiel medzi autonómnymi faktormi likvidity na strane pasív a autonómnymi faktormi likvidity na strane aktív. Na účely tejto tabuľky sa do čistých autonómnych faktorov pridávajú aj položky v procese zúčtovania.
3) Vypočítava sa ako súčet bežných účtov presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu použitých prostriedkov z jednodňových sterilizačných operácií a jednodňových refinančných operácií.

Vývoj úrokových sadzieb

(priemerné hodnoty; v % a percentuálne body)

	Aktuálne sledované obdobie: 5. február – 22. apríl 2025				Predchádzajúce sledované obdobie: 23. október 2024 – 4. február 2025			
	Prvé udržiavacie obdobie: 5. február – 11. marec 2025		Druhé udržiavacie obdobie: 12. marec – 22. apríl 2025		Siedme udržiavacie obdobie: 23. október – 17. december 2024		Ôsme udržiavacie obdobie: 18. december 2024 – 4. február 2025	
Hlavné refinančné operácie	2,90	(-0,25)	2,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)
Jednodňové refinančné operácie	3,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)	3,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)
Jednodňové sterilizačné operácie	2,75	(-0,25)	2,50	(-0,25)	3,25	(-0,25)	3,00	(-0,25)
€STR	2,67	(-0,25)	2,42	(-0,25)	3,16	(-0,25)	2,92	(-0,25)
RepoFunds Rate Euro	2,73	(-0,23)	2,49	(-0,25)	3,23	(-0,26)	2,97	(-0,26)

Zdroj: ECB, CME Group a Bloomberg.

Poznámka: Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu v percentuálnych bodoch oproti predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu. €STR je krátkodobá eurová sadzba.

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

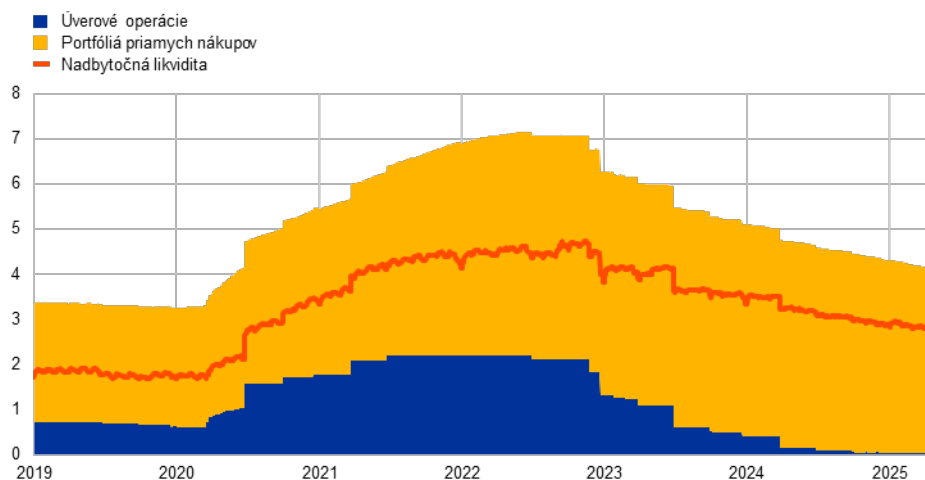
Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky v sledovanom období klesol o 162 mld. € na 4 185 mld. € (graf A).

Pokles ponuky likvidity bol spôsobený predovšetkým znížením objemu portfólií priamych nákupov Eurosystému a v menšej miere aj znížením objemu úverových operácií.

Graf A

Zmeny dennej likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a zmeny nadbytočnej likvidity

(v bil. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 22. apríla 2025.

Priemerný objem likvidity poskytovanej prostredníctvom držby priamych portfólií sa v sledovanom období znížil o 147 mld. € na 4 159 mld. €. Tento

pokles bol spôsobený pokračujúcou splatnosťou držíeb v rámci programov APP a PEPP bez akýchkoľvek reinvestícií.¹

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 14 mld. € na 26 mld. €. Tento pokles bol vo veľkej miere spôsobený znížením zostatkov TLTRO III po splatnosti poslednej operácie TLTRO k 18. decembru 2024 (29 mld. €). Priemerný zostatok hlavných refinančných operácií mierne klesol o 1 mld. € na 9 mld. €, kým zostatok trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií mierne vzrástol o 2 mld. € na 16 mld. €. Relatívne obmedzená účasť bánk na týchto pravidelných operáciách napriek splátkam TLTRO odráža ich celkovo pohodlnú likviditnú pozíciu a dostupnosť alternatívnych zdrojov financovania s atraktívnymi trhovými sadzbami a splatnosťami.

Nadbytočná likvidita

Priemerná nadbytočná likvidita sa počas sledovaného obdobia znížila o 92 mld. € na 2 830 mld. € (graf A). Nadbytočná likvidita je súčet bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu použitých jednodňových sterilizačných operácií a jednodňových refinančných operácií bánk. Odráža rozdiel medzi celkovou likviditou poskytnutou bankovému sektoru prostredníctvom nástrojov menovej politiky a likviditou, ktorú banky potrebujú na krytie svojich povinných minimálnych rezerv. Od dosiahnutia najvyššej hodnoty 4 748 mld. € v novembri 2022 nadbytočná likvidita neustále klesá.

Vývoj úrokových sadzieb

Počas sledovaného obdobia sa Rada guvernérov rozhodla dvakrát znížiť všetky tri kľúčové úrokové sadzby ECB – vrátane sadzby jednodňových sterilizačných operácií, prostredníctvom ktorej riadi nastavenie menovej politiky – o 25 bázických bodov. V dôsledku toho sa sadzba jednodňových sterilizačných operácií znížila na 2,25 %, sadzba hlavných refinančných operácií na 2,40 % a sadzba jednodňových refinančných operácií na 2,65 % s účinnosťou odo dňa bezprostredne nasledujúceho po skončení sledovaného obdobia.

Vývoj priemernej krátkodobej eurovej sadzby (€STR) v priebehu sledovaného obdobia odzrkadľoval zníženie sadzieb ECB, pričom sadzba €STR si udržala negatívny spread so sadzbou jednodňových sterilizačných operácií. €STR bola počas sledovaného obdobia v priemere o 8,4 bázického bodu nižšia ako sadzba jednodňových sterilizačných operácií a v porovnaní so siedmym a ôsmym udržiavacím obdobím roku 2024 zostala nezmenená. Zmeny menovopolitických úrokových sadzieb sa úplne a okamžite preniesli do sadzieb na nezabezpečenom peňažnom trhu.

¹ Cenné papiere držané v portfóliách priamych nákupov sa vykazujú v amortizovanej hodnote a na konci každého štvrťroka sa upravujú, čo má na zmeny v portfóliách priamych nákupov okrajový vplyv.

Prenos zmien menovopolitických sadzieb do repo sadzieb bol takisto plynulý a okamžitý.

Priemerná repo sadzba eurozóny meraná indexom RepoFunds Rate Euro zostala bližšie k sadzbe jednodňových sterilizačných operácií než k sadzbe €STR. Repo sadzba bola počas sledovaného obdobia v priemere o 1,3 bázičného bodu nižšia ako sadzba jednodňových sterilizačných operácií, kým v siedmom a ôsmom udržiavacom období roku 2024 bola o 2,6 bázičného bodu nižšia. Pokračujúce postupné zužovanie spreadu medzi repo sadzbami a sadzbou jednodňových sterilizačných operácií odráža zvyšujúcu sa dostupnosť kolaterálu v dôsledku vyššej čistej emisie, uvoľnenia kolaterálu založeného v splatných/splatených TLTRO a poklesu držby Eurosystému v programoch APP a PEPP. K tlaku na rast repo sadzieb prispel aj väčší dopyt po financovaní dlhých pozícií v dlhopisoch pozorovaný u investorov využívajúcich pákový efekt.

© Európska centrálna banka, 2025

Poštová adresa 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefón +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

Všetky práva vyhradené. Reprodukované na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené s uvedením zdroja.
Závazné je pôvodné anglické znenie.

Bližšie vysvetlenie odborných termínov je v [glosári ECB](#) (len v anglickom jazyku).

Uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 4. júna 2025.

PDF ISSN 2363-3549, QB-01-25-079-SK-N