

ECB čelí ďalšej energetickej kríze z dobrej pozície

- ☒ Súčasný cenový šok sa podobá stavu po ruskej invázii na Ukrajinu, no jeho vplyv na eurozónu nemusí byť rovnako silný
- ☒ Východisková pozícia ECB zareagovať na externý šok je lepšia než pred štyrmi rokmi
- ☒ Pre ECB je kľúčové zabrániť prenosu drahších energií do ďalších cien v horizonte približne dvoch rokov
- ☒ Vznikajúce inflačné tlaky nie sú zosilňované silným dopytom tak, ako tomu bolo po pandémie, kedy sa rast cien zoširoka preliadol do ekonomiky

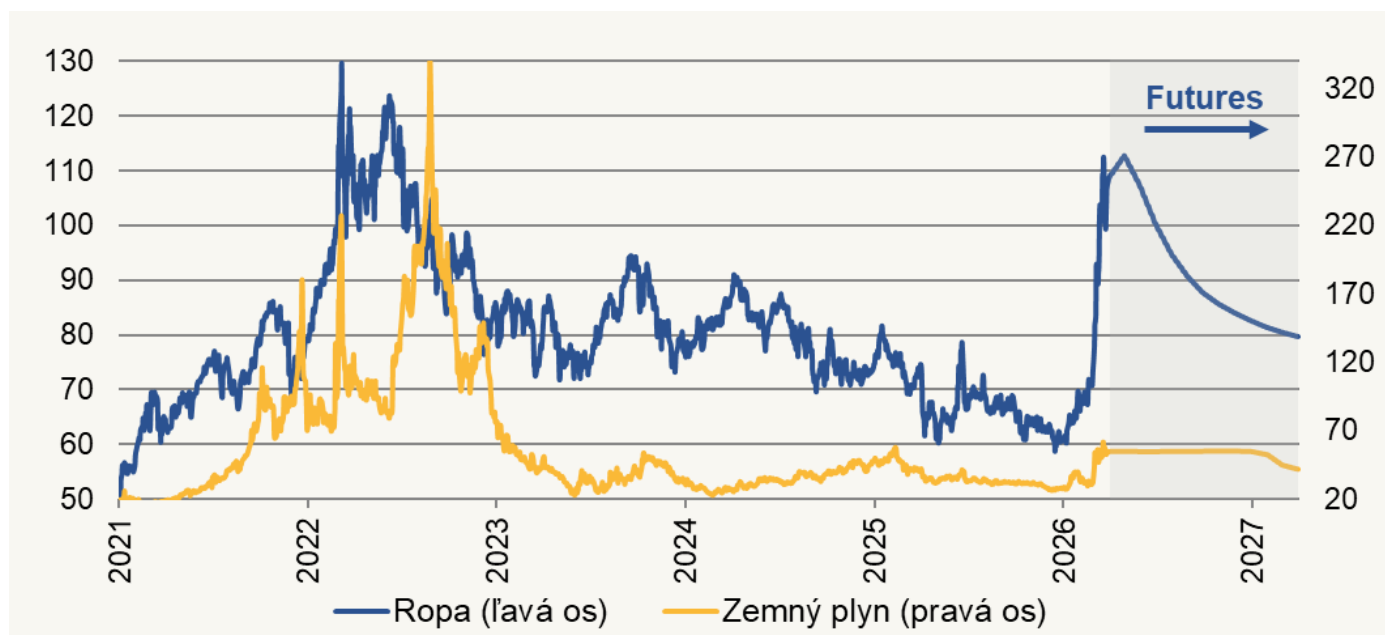
Vojna v Iráne skomplikovala už beztak problematickú situáciu na Blízkom východe. Nasledovalo skokové zvýšenie cien ropy a plynu, čo oživilo obavy zo širších cenových tlakov podobne ako na jar 2022 po vpáde Ruska na Ukrajinu. Hoci zdraženie ropy a plynu na prvý pohľad pripomína začiatok energetickej krízy spred štyroch rokov, okolnosti sú dnes odlišné a vplyv na infláciu a ekonomiku nemusí byť rovnaký.

Ceny energetických komodít krátko po začiatku vojny prudko vzrástli (graf 1). Významnou príčinou je uzavretie Hormuzského prielivu, ktorým smeruje na svetové trhy približne pätina ropy a zemného plynu. To, aký silný bude vplyv konfliktu na ekonomiku a ceny v eurozóne, bude závisieť najmä od dĺžky jeho trvania a miery dlhodobého poškodenia energetickej infraštruktúry. K drahým energiám sa môžu pridať aj problémy v dodávateľských reťazcoch.

Európska centrálna banka je dnes v lepšej pozícii skrotiť vznikajúce inflačné tlaky. Na rozdiel od začiatku roka 2022 už menová politika nie je uvoľnená, inflácia sa pred vypuknutím vojny v Iráne nachádzala blízko cieľa a dlhodobé inflačné očakávania zostávajú ukotvené. Ani trh práce už nepociťuje taký nedostatok pracovnej sily, ako v rokoch predchádzajúcej krízy. Navyše, pred štyrmi rokmi sa zdraženie energií prekrývalo s postpandemickým oživením dopytu, čo firmám umožnilo prenos zvýšených nákladov do cien (podrobnejšie sa tomu na príklade služieb venuje box).

ECB je na súčasný šok pripravená a má voľné ruky konať na základe prichádzajúcich dát. V roku 2022 zohľadňovala prísluš udržania nízkych sadzieb, ktorým sa snažila uvoľniť menovú politiku počas koronakrízy. V súčasnosti sa ECB k ničomu nezaväzuje a riadi sa nedávnou [revíziou stratégie](#), v rámci ktorej môže upravovať sadzby rázne alebo vytrvalo podľa aktuálnych potrieb.

Graf 1
Ceny ropy (ľavá os, USD/barel) a zemného plynu (pravá os, EUR/MWh)



Zdroj: Macrobond

APRÍL 2026

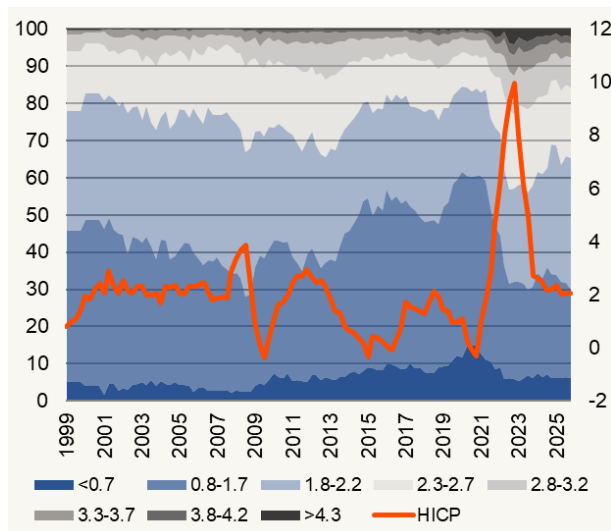
Pohonné látky už zdraželi, môžu aj potraviny

Dražia ropa sa prakticky okamžite prenáša do cien palív, čo sa odzrkadlilo už v marcových inflačných štatistikách eurozóny. Ceny energií sa po predošlom medziročnom poklese o 3 % vrátili k rastu takmer o 5 %, čo posunulo celkovú infláciu nad 2-percentný cieľ. Ak bude konflikt trvať dlhšie, dražšie palivá sa postupne premietnu aj do cien dopravy, ale aj cien elektriny či tepla pre domácnosti. Ohrozené môžu byť aj ceny potravín, podobne ako v roku 2022. Vtedy ich zdražovanie podporili nielen vyššie ceny pohonných látok, ale tiež hnojív, ktoré sú silne závislé od zemného plynu.

Kľúčové je zabrániť prenosu drahších energií do ostatných cien

Je pochopiteľné, že po energetickom cenovom šoku bude verejnosť očakávať krátkodobé zvýšenie inflácie. Skúsenosti z roku 2022 však ukázali, že pretrvávajúce vysoké ceny energií môžu ovplyvniť aj dlhodobé inflačné očakávania. Tie môžu reagovať, ak budeme pozorovať prenos na nákladové položky (viac v boxe), mzdy a prípadne aj firemné zisky. Aj v rokoch 2021 – 2023 očakávali profesionálni prognostici v čoraz väčšom počte vyššie hodnoty inflácie (graf 2). To prispelo k ráznemu sprísneniu menovej politiky ECB s cieľom zabrániť rozšíreniu cenových tlakov.

Graf 2
Prieskum medzi profesionálnymi prognostikmi – rozdelenie dlhodobých inflačných očakávaní (ľavá os, podiel v %) a inflácia HICP (pravá os, medziročne v %) v eurozóne



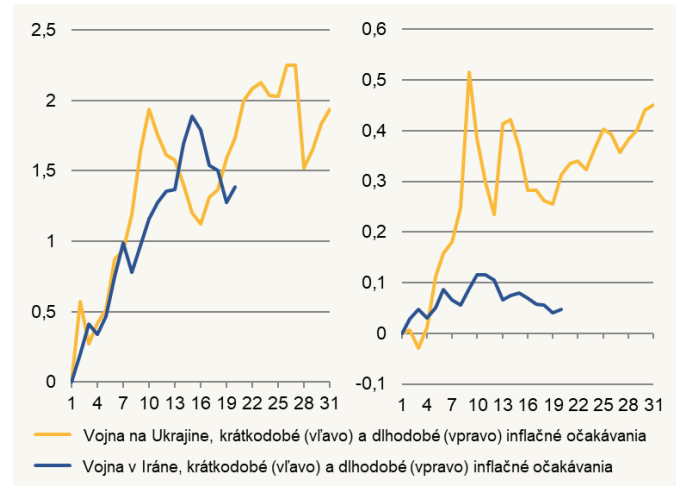
Zdroj: Macrobond, ECB (Survey of Professional Forecasters)

Finančné trhy zatiaľ veria, že inflácia nebude zvýšená nadhlo

Krátkodobé trhové inflačné očakávania po rozpútaní vojny na Blízkom východe vzrástli v podobnej miere ako po vypuknutí konfliktu na Ukrajine, najmä v reakcii na dražšie APRÍL 2026

energie (graf 3, vľavo). Dlhodobé trhové inflačné očakávania však dnes zostávajú ukotvené (graf 3, vpravo, modrá čiara), čo môže odrážať očakávania kratšieho trvania krízy, alebo aj vyššiu dôveru v schopnosť ECB zabrániť šíreniu inflácie.

Graf 3
Vývoj krátkodobých a dlhodobých inflačných očakávaní po začiatku vojny na Ukrajine a v Iráne (zmena od začiatku konfliktu, p. b.)



Zdroj: Bloomberg

Poznámka: Os x znázorňuje počet dní od vypuknutia vojny.

Tlak na mzdy môže byť tentokrát slabší

Vyššie ceny obvykle tlačia na rast miezd, čo môže následne podporiť ďalšie zvyšovanie cien. Zabránenie tzv. [cenovo-mzdovej špirály](#) bolo preto jedným z dôležitých dôvodov pre sprísnenie menovej politiky v minulom energetickom šoku. Na trhu práce bol vtedy nedostatok pracovnej sily, čo umožnilo zamestnancom vyjednať si vyššie mzdy. Dnes síce miera nezamestnanosti zostáva nízka, ale firmy už taký akútny nedostatok zamestnancov nepociťujú a [tlak na mzdy](#) slabne. Na druhej strane, domácnosti si pamätajú prudký nárast cien energií spred štyroch rokov, čo môže ovplyvniť ich mzdové požiadavky.

Z predošlého energetického šoku sme sa poučili

V roku 2022 sa zdražovanie rozšírilo do ostatných cien o niečo silnejšie než pri minulých, menších výkyvoch na energetických trhoch. Správanie firiem a domácností sa totiž môže pri výraznejších cenových nárastoch [razantne meniť](#). ECB preto ráta s rizikom, že sa tak stane aj teraz. Nie je však jasné, ako dlho zostanú ceny energií zvýšené, čo zvyšuje význam strednodobého pohľadu na infláciu. Ten umožňuje reagovať primerane tomu, či je šok dočasný alebo trvalejší. V prípade trvalejšieho nárastu cien energií alebo vlečúcich sa problémov v dodávateľských reťazoch môže byť vďaka novej stratégii ECB pri zvyšovaní sadzieb nielen rázna, ale aj vytrvalá. Dlhší cyklus miernejšieho zvyšovania úrokových sadzieb môže byť pre firmy a domácnosti ľahšie zvládnuteľný, pričom takýto postup zároveň účinne zmierňuje inflačné tlaky.

BOX: PREČO CENY V SLUŽBÁCH MÔŽU REAGOVAŤ INAK AKO PO RUSKEJ INVÁZII?

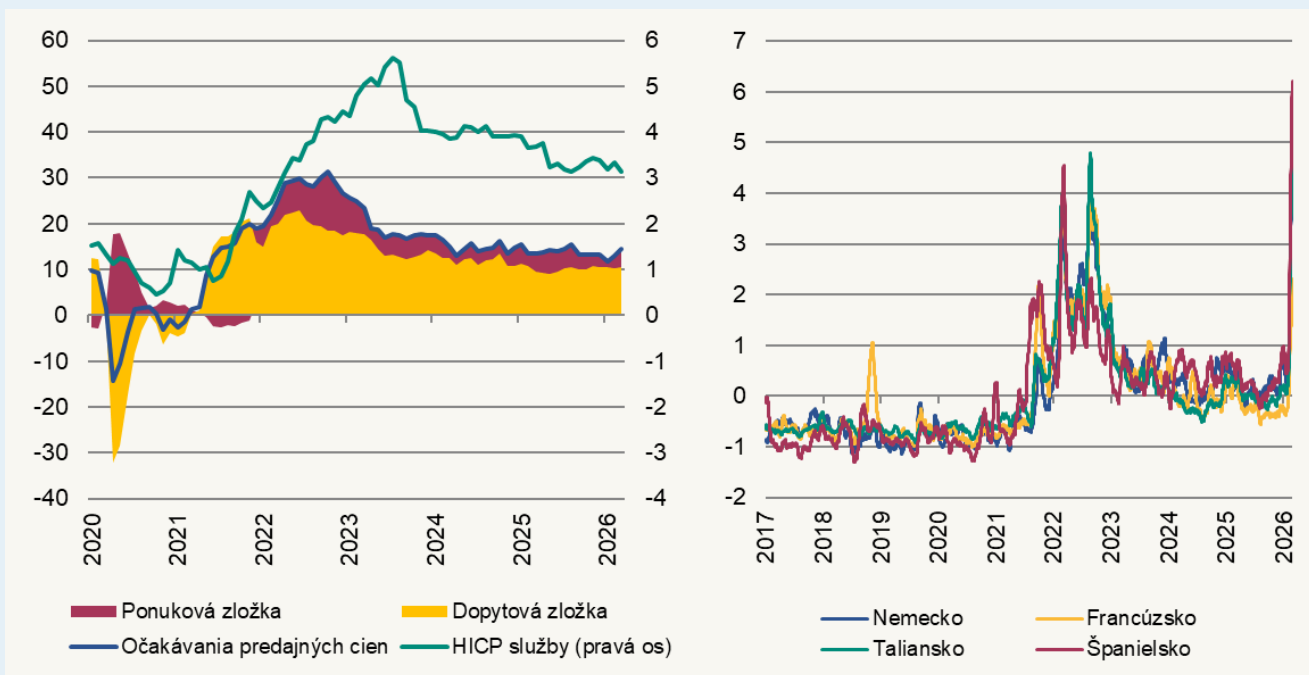
Spomalenie inflácie v službách od roku 2023 išlo ruka v ruku s poklesom podielu firiem, ktoré očakávali rast svojich predajných cien (graf 4, ľavý). Firmy zvyčajne zvyšujú ceny z dvoch dôvodov: buď im rastú vstupné náklady, alebo čelia silnejšiemu dopytu. Tieto dva faktory možno analyticky oddeliť a sledovať ich príspevok k cenovým očakávaniam. V roku 2023 k poklesu cenových očakávaní prispel najmä prvý spomínaný dôvod. Sledovali sme menší podiel firiem, ktoré by zvyšovali ceny napriek slabému dopytu, čo ilustruje zmenšujúca sa červená plocha v grafe.

Napriek slabnúcim nákladovým tlakom rastú ceny služieb v eurozóne stále rýchlejšie ako 2 %. Odráža to pretrvávajúci silný dopyt po postpandemickom oživení. Firmy, ktoré vnímajú pretrvávajúci rast dopytu, majú väčší sklon predpokladať, že budú môcť zvyšovať ceny. Práve táto dopytová zložka (graf 4, ľavý, žltá plocha) dominovala v očakávaniach od roku 2023.

Nedávny rast vstupných nákladov firiem pre vojnu v Iráne v niečom pripomína vývoj v prvých mesiacoch po ruskej invázii na Ukrajinu, keď ceny energií prudko vzrástli. Na prvý pohľad sa môže zdať, že súčasná situácia sa na obdobie rokov 2022 – 2023 podobá. Naznačuje to aj rastúci počet zmienok o zvyšujúcich sa vstupných nákladoch v médiách, ktorý už prekročil úroveň štyroch rokov (graf 4, pravý). Aj slovenskí prevádzkovatelia služieb v prieskumoch vo zvýšenej miere spomínajú ceny energií a vstupov.

Súčasný rast vstupných nákladov nemusí viesť k rovnakej reakcii cien služieb v eurozóne, ako v roku 2022. Predchádzajúce obdobie totiž poukazuje na dôležitý aspekt. Vstupné náklady podnikov rástli v rokoch 2022 – 2023 súbežne so silným postpandemickým dopytom. V súčasnosti je síce tento dopytový faktor slabší, no napriek tomu je ešte priskoro na odhad, či povedie rast vstupných nákladov k podobne výraznému a trvalému zvýšeniu inflácie služieb ako vtedy.

Graf 4
Inflácia služieb a cenové očakávania podnikov v službách (vľavo)
Zmienky o raste cien vstupov v médiách (vpravo)



Zdroj, ľavý graf: podnikový prieskum Európskej komisie, Eurostat. Údaje k 30. 03. 2026

Zdroj, pravý graf: GDELT Project (<https://www.gdeltproject.org/>). Údaje k 26. 03. 2026

Poznámky: Ľavý graf vychádza z metodiky Ostapenko (2026), *The anatomy of the services inflation surge using survey data*, NBS Policy Brief č. 20. Čierna línia znázorňuje očakávania predajných cien podnikov v službách na najbližšie tri mesiace, modrá plocha predstavuje dopytovú zložku týchto očakávaní a červená plocha ich ponukovú zložku. Pravý graf zobrazuje štandardizovaný 28-dňový spätný klzavý priemer podielu článkov v národných novinách obsahujúcich nasledujúce slová: (energy OR electricity OR oil OR gas OR input OR inputs) AND (prices OR price) AND (rise OR increases OR increase OR upwards OR upward).