



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 4/2026



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Zhrnutie	2
1 Vonkajšie prostredie	7
2 Hospodárska aktivita	13
3 Ceny a náklady	22
4 Vývoj na finančných trhoch	29
5 Podmienky financovania a úvery	34
6 Fiškálny vývoj	39
Boxy	42
1 Umelá inteligencia a trh práce v Spojených štátoch: vplyvy na rast zamestnanosti	42
2 Reakcia finančných trhov v Spojených štátoch na geopolitické šoky narúšajúce dodávky ropy	47
3 Štátna pomoc v EÚ: meniace sa prostredie	53
4 Vyššie ceny ropy v dôsledku vojny na Blízkom východe: posúdenie prekážok rastu v eurozóne	59
5 Sledovanie vývoja na trhu práce v eurozóne na základe oznámení o reštrukturalizácii	65
6 Čo stojí za nízkou infláciou cien tovarov? Vplyv expozície voči dovozu z Číny	70
7 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 11. februára do 5. mája 2026	76
8 Znižovanie salda bežného účtu platobnej bilancie eurozóny v roku 2025	82

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Zhrnutie

Rada guvernérov sa zaväzuje určovať menovú politiku tak, aby sa inflácia stabilizovala na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. V súlade s týmto záväzkom sa na svojom zasadnutí 11. júna 2026 rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Vojna na Blízkom východe vyvoláva inflačné tlaky, pričom rozhodnutie o zvýšení sadzieb je vhodné pre viacero scenárov možného vývoja šoku a jeho vplyvu na strednodobý výhľad vývoja v eurozóne.

Podľa základného scenára makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2026 má celková inflácia dosiahnuť v priemere 3,0 % v roku 2026, 2,3 % v roku 2027 a 2,0 % v roku 2028. Inflácia bez cien energií a potravín má podľa základného scenára dosiahnuť v priemere 2,5 % v roku 2026 a 2027 a 2,2 % v roku 2028. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2026 odborníci Eurosystému v základnom scenári zvýšili projekcie inflácie na roky 2026 a 2027, a to z dôvodu rýchlejšieho rastu cien energií, ktorý by sa mal do určitej miery premietiť do inflácie cien potravín, tovarov a služieb. Hospodársky rast by mal podľa základného scenára dosiahnuť v priemere 0,8 % v roku 2026, 1,2 % v roku 2027 a 1,5 % v roku 2028. Hodnoty na roky 2026 a 2027 boli upravené nadol vzhľadom na výraznejší dosah vojny na komoditné trhy, reálne príjmy a dôveru.

Výhľad je naďalej neistý, s rizikami rýchlejšieho rastu inflácie a pomalšieho hospodárskeho rastu. Celkové dôsledky vojny na infláciu a hospodársky rast v strednodobom horizonte budú závisieť od intenzity a trvania šoku cien energií, ako aj rozsahu jeho nepriamych a sekundárnych účinkov. Táto neistota sa odráža aj v širokom intervale hodnôt inflácie a rastu v aktualizovaných ilustračných scenároch vývoja zostavených odborníkmi Eurosystému, zverejnených v rámci [projekcií z júna 2026](#) na internetovej stránke ECB.

Rozhodnutie z 11. júna Rade guvernérov umožňuje zotrvať v dobrej pozícii vyrovnať sa s neistotou spôsobenou vojnou. Situáciu bude pozorne monitorovať. Pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky sa 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 a súvisiacich rizík, na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, ako aj dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadzieb.

Hospodárska aktivita

Po zohľadnení dočasného faktora v Írsku zaznamenala ekonomika eurozóny v prvom štvrtroku 2026 rast, ku ktorému prispel domáci dopyt a vývoz. Vojna na Blízkom východe však tlmí hospodársku aktivitu a výsledky prieskumov poukazujú na spomalenie, najmä v službách. Aktivita vo výrobnom sektore je zatiaľ stabilná, čiastočne vďaka zásobám, ktoré si podniky vytvárajú v reakcii na tlaky v ponukovom reťazci. Ďalším faktorom sú vyššie výdavky na obranu.

Situácia na trhu práce je naďalej stabilná. Nezamestnanosť, v apríli 2026 na úrovni 6,3 %, je naďalej v blízkosti historických miním. V prvom štvrtroku naďalej dochádzalo k tvorbe nových pracovných miest, hoci pomalším tempom než v poslednom štvrtroku 2025. Dopyt po pracovnej sile znova poľavil a podniky i domácnosti očakávajú oslabenie trhu práce.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, odborníci Eurosystému očakávajú slabší domáci dopyt než v projekciách z marca 2026, keďže vojna oslabuje dôveru a vyššie náklady na energie znižujú reálne príjmy. Rozpočty domácností sú však celkovo solídne a spotreba by mala zostať hlavnou hybnou silou hospodárskeho rastu. Vyššie náklady na energie a nízka dôvera budú mať v krátkodobom horizonte nepriaznivý vplyv na súkromné investície. Podporovať by ich však mali investície podnikov do digitálnych technológií. Verejné investície by mali naďalej ťažiť z vládnych výdavkov na obranu a infraštruktúru. Tieto faktory by mali poskytovať určitú ochranu voči následkom vojny.

Rada guvernérov zdôraznila naliehavú potrebu posilniť ekonomiku eurozóny pri súčasnom udržaní zdravých verejných financií. Rozpočtová udržateľnosť je základnou kotvou širšej hospodárskej stability. Ako zdôrazňuje Európska komisia vo svojom jarnom balíku európskeho semestra 2026, rozpočtové opatrenia prijímané v reakcii na šok cien energií by mali byť dočasné, cielené a šité na mieru. Dôležitosť reforiem zameraných na zvyšovanie rastového potenciálu eurozóny a urýchlenie energetickej transformácie na zníženie jej závislosti od fosílnych palív je vyššia než kedykoľvek predtým. Dobudovanie únie úspor a investícií je zásadným predpokladom financovania inovácií, podpory ekologickej a digitálnej transformácie a zvyšovania produktivity. Digitálne euro a tokenizované peniaze centrálnej banky zvýšia strategickú autonómiu, konkurencieschopnosť a finančnú integráciu Európy a podporia inovácie v platobnom styku. Je preto nevyhnutné urýchlene prijať nariadenie o zavedení digitálneho eura. Zjednodušenie a harmonizácia pravidiel v rámci jednotného trhu EÚ pomôže európskym firmám rýchlejšie rásť.

Inflácia

Inflácia v máji 2026 vzrástla na 3,2 %, z 3,0 % v apríli. Inflácia cien energií sa po aprílových 10,8 % mierne zvýšila na 10,9 %, zatiaľ čo inflácia cien potravín klesla z 2,4 % na 2,0 %. Inflácia bez cien energií a potravín vzrástla z aprílových 2,2 % na 2,5 %, keďže inflácia cien tovarov sa mierne zvýšila na 0,9 % a inflácia cien služieb vzrástla z 3,0 % na 3,5 %.

V prvom štvrtroku 2026 došlo vďaka pomalšiemu rastu miezd a ziskov k uvoľneniu domácich nákladových tlakov. Mzdový monitor ECB a výsledky prieskumov mzdových očakávaní naďalej poukazujú na zmierňovanie mzdového rastu v priebehu roka. Podniky však čelia čoraz vyšším nákladom na získavanie iných vstupov, a preto očakávajú zvyšovanie svojich predajných cien. Energetický šok už okrem toho spôsobil nárast niektorých ukazovateľov základnej inflácie. Inflačné očakávania v krátkodobějších horizontoch naďalej výrazne prekračujú úrovne pred vypuknutia vojny na Blízkom východe. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa pritom pohybuje okolo úrovne 2 %, čo podporuje ustálenie inflácie v strednodobom horizonte v blízkosti cieľa.

Rast cien energií bude počas leta ďalej prispievať k zvyšovaniu inflácie a až do prvej polovice roka 2027 ju udrží značne nad cieľovou úrovňou. Ovplyvní tiež infláciu cien potravín, tovarov a služieb. S klesajúcimi cenami energií a pomalším rastom ďalších cien by sa mala inflácia v druhej polovici roka 2027 opäť vrátiť na cieľovú úroveň. Vojna na Blízkom východe však zostáva významným zdrojom neistoty. Čím dlhšie budú pretrvávať vysoké ceny energií, tým pravdepodobnejšie sa premietnu do širšej inflácie prostredníctvom nepriamych a sekundárnych účinkov. Rozsah a trvanie nárastu cien energií i jeho vplyv na cenotvorbu a tvorbu miezd, inflačné očakávania a celkovú ekonomickú dynamiku preto bude Rada guvernérov pozorne monitorovať.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu sú na strane pomalšieho rastu, najmä z dôvodu vojny na Blízkom východe, ktorá zvýšila volatilitu svetového politického prostredia. Dlhodobější výpadky dodávok energií by mohli spôsobiť ďalší rast cien energií a na dlhšiu dobu, než sa momentálne očakáva. Tieto faktory by ešte viac oslabili reálne príjmy a odradili by podniky a domácnosti od investícií a spotreby. Brzdíaci účinok na hospodársky rast by sa zintenzívnili, ak by blokáda hlavných námorných trás spôsobila akútny nedostatok kritických vstupov, ktorý by podniky v eurozóne donútil obmedziť produkciu. Zhoršenie nálady na svetových finančných trhoch alebo prísnejšie úverové podmienky by mohli viesť k oslabeniu dopytu. Ďalšie spory v medzinárodnom obchode by tiež mohli ďalej narušiť ponukové reťazce, znížiť vývoz a oslabiť spotrebu a investície. Ostatné zdroje geopolitického napätia, predovšetkým neoprávnená vojna Ruska proti Ukrajine, naďalej predstavujú zásadný zdroj neistoty. Hospodársky rast by naopak mohol byť vyšší, ak by sa hospodárstvo a energetické trhy dokázali na výpadky spôsobené vojnou na Blízkom východe adaptovať rýchlejšie, než sa očakáva, alebo ak by došlo k skorému a udržateľnému ukončeniu vojny. Vyšší než očakávaný rast by navyše mohli vyvolať plánované výdavky na obranu a infraštruktúru, reformy na zvýšenie produktivity a zavádzanie nových technológií v podnikoch v eurozóne. K prekročeniu súčasných očakávaní rastu by mohla prispieť aj hlbšia integrácia jednotného trhu.

Riziká týkajúce sa výhľadu vývoja inflácie sú na strane vyššej inflácie. Ak by ceny energií rástli výraznejšie a dlhodobejšie, než sa v súčasnosti očakáva, inflácia v eurozóne by ešte vzrástla. Tento vplyv by mohol byť väčší a trvalejší, ak by sa vyššie ceny energií premietli do iných cien a miezd výraznejšie, než sa očakáva, ak

by sa v reakcii na to zvýšili dlhodobejšie inflačné očakávania, alebo ak by došlo k rozsiahlejšiemu narušeniu svetových ponukových reťazcov. Pokračujúce obchodné napätie by okrem toho mohlo prehĺbiť fragmentáciu svetových ponukových reťazcov, obmedziť ponuku kritických surovín a zhoršiť kapacitné obmedzenia v ekonomike eurozóny. Extrémne prejavy počasia a celkové napredovanie klimatickej a prírodnej krízy by mohli spôsobiť väčší než očakávaný nárast cien potravín. Inflácia by naopak mohla byť o niečo nižšia, ak by ekonomické dôsledky vojny na Blízkom východe trvali kratšie, než sa v súčasnosti očakáva, alebo ak by sa nepriame alebo sekundárne účinky ukázali byť oproti očakávaniam menej výrazné. Infláciu by tiež mohol znížiť nárast volatility a rizikovej averzie na finančných trhoch, ktorý by viedol k oslabeniu dopytu.

Finančné a menové podmienky

Finančné podmienky zostali od zasadania Rady guvernérov 30. apríla 2026 celkovo nezmenené, no sú naďalej prísnejšie než pred vojnou. Náklady na emisiu trhových dlhových nástrojov sa v apríli zvýšili z marcových 3,9 % na 4,0 %. Sazby bankových úverov podnikom zostali v apríli na úrovni 3,6 %; sadzby hypotekárnych úverov na úrovni 3,4 %.

Ročné tempo rastu bankových úverov podnikom sa v apríli zrýchlilo z marcových 3,2 % na 3,4 %, zatiaľ čo tempo rastu emisie podnikových dlhopisov vzrástlo na 4,6 %. Tempo rastu hypotekárnych úverov dosiahlo v apríli opäť 3,0 %.

V súlade so svojou stratégiou menovej politiky Rada guvernérov dôkladne posúdila vzájomný vzťah medzi menovou politikou a finančnou stabilitou. Banky v eurozóne sú odolné a opierajú sa o silné kapitálové a likviditné pozície, vysokú kvalitu aktív a stabilnú ziskovosť. Avšak náhly, prudký pád cien aktív, potenciálne znásobený vplyvom nebankového finančného sektora a zhoršujúcej sa kvality aktív, najmä v energetickom sektore a sektoroch citlivých na obchodné napätie, by predstavoval riziko pre finančnú stabilitu. Toto riziko rastie s dĺžkou trvania súčasných geopolitických konfliktov. Prvou obrannou líniou proti prehlbovaniu zraniteľnosti finančného sektora zostáva makroprudenciálna politika, ktorá zvyšuje odolnosť a zachováva makroprudenciálny manévrovací priestor.

Rozhodnutia o menovej politike

Na svojom zasadnutí 11. júna 2026 sa Rada guvernérov rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Úrokové sadzby jednodňových sterilizačných operácií, hlavných refinančných operácií a jednodňových refinančných operácií sa tak s účinnosťou od 17. júna 2026 zvýšili na 2,25 %, 2,40 % a 2,65 %.

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

Záver

Rada guvernérov sa zaväzuje určovať menovú politiku tak, aby sa inflácia stabilizovala na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky sa bude riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Jej rozhodnutia o úrokových sadzbách budú vychádzať z jej hodnotenia inflačného výhľadu a súvisiacich rizík, na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, ako aj 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.

Svetová hospodárska aktivita si na začiatku roka 2026 zachovala odolnosť, avšak dlhšie trvajúca vojna na Blízkom východe negatívne ovplyvňuje výhľad v dôsledku vyšších cien energií, horších finančných podmienok a zvýšenej neistoty. Začiatkom roka globálnu hospodársku aktivitu a obchod podporovala silná priemyselná produkcia a investície súvisiace s umelou inteligenciou. Súčasne na ňu priaznivo vplývalo preventívne vytváranie zásob tovarov citlivých na ceny energií, ktoré bolo zvlášť viditeľné v Spojených štátoch, Číne a ďalších rozvíjajúcich sa ázijských ekonomikách. Priame účinky vojny na Blízkom východe na obchod s neenergetickými komoditami a námornú dopravu boli zatiaľ obmedzené, ale zintenzívnili sa tlaky na dodávky ropy, rafinovaných palív a iných komodít citlivých na vývoj cien energií. Zároveň sa zvýšila globálna inflácia, keďže vyššie náklady na energie začali vyvolávať širšie cenové tlaky. Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2026 preto naznačujú, že globálny rast v roku 2026 bude slabší ako sa predpokladalo v predchádzajúcich projekciách, pričom globálna inflácia bude vyššia tak v roku 2026, ako aj v roku 2027.

Globálna hospodárska aktivita na začiatku roka 2026 zostala stabilná, a to vďaka silnej priemyselnej výrobe a preventívnemu hromadeniu zásob tovarov citlivých na cenové výkyvy v energetike. Najnovšie údaje z národných účtov naznačujú, že svetový hospodársky produkt v prvom štvrtroku 2026 medzištvrtročne vzrástol o 0,7 %, v porovnaní s 0,8 % v poslednom štvrtroku 2025. Ukazovatele z prieskumov naznačujú odolný vývoj aj na začiatku druhého štvrtroka 2026, pričom globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) po prudkom marcovom poklese zaznamenal v apríli a máji 2026 oživenie (graf 1, panel a). Toto zvýšenie pochádzalo najmä zo sektora priemyselnej výroby, keď oživenie v sektore služieb bolo miernejšie. Výrazne sa zvýšil počet zmienok o „predzásobení“, „bezpečnostných zásobách“ a súvisiacich pojmoch v konferenčných hovoroch o hospodárskych výsledkoch zo sektora energetiky a energeticky náročných odvetví, čo naznačuje, že firmy si vytvárajú rezervy v reakcii na zvýšenú neistotu spojenú s vojnou na Blízkom východe a potenciálnymi narušeniami dodávok (graf 1, panel b). Podľa Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2026 bude nepriaznivé dôsledky vojny na Blízkom východe v blízkej budúcnosti čiastočne zmiernovať silný rast v prvom štvrtroku 2026 a dočasné faktory podporujúce globálnu hospodársku aktivitu, neočakáva sa však, že by zabránili jej všeobecnému spomaleniu v roku 2026.

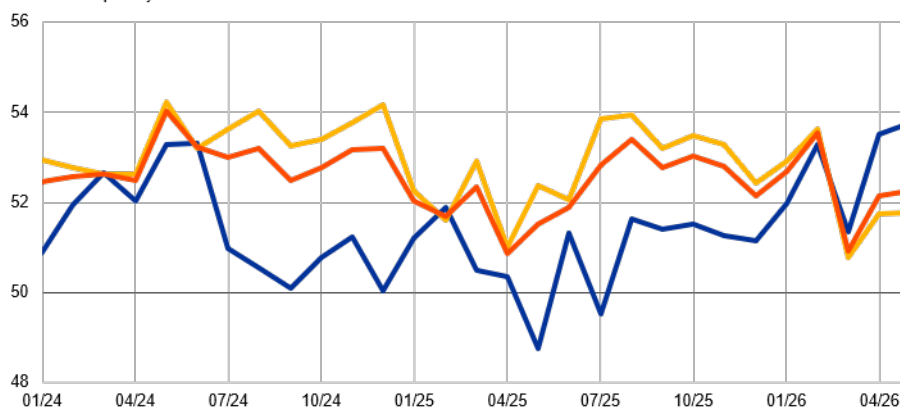
Graf 1

Globálny index PMI pre produkciu (bez eurozóny) a referencie z konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch globálnych spoločností

a) PMI

(difúzný index)

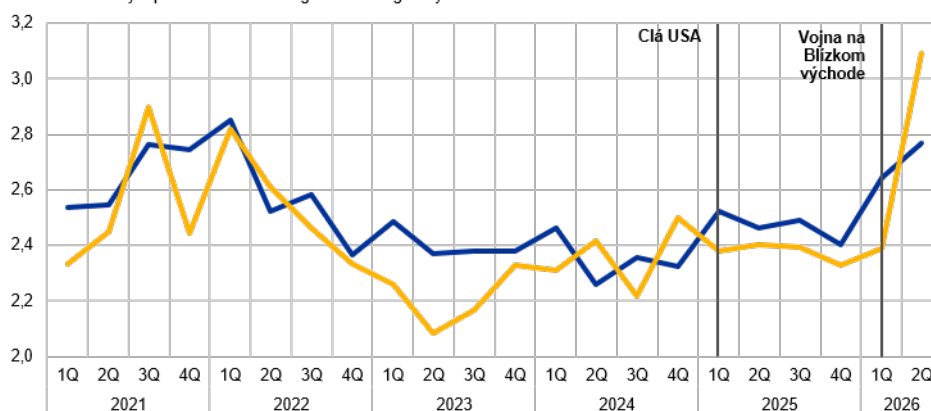
— Priemyselná výroba
— Služby
— Kompozitný PMI



b) Konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch spoločností

(počet viet na 1 konferenčný hovor)

— Zmienky o predzásobení – neenergetické odvetvia
— Zmienky o predzásobení – energetika a energeticky náročné odvetvia



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

Poznámka: V paneli a) vodorovná čiara na úrovni 50 predstavuje neutrálnu základnú líniu, ktorá oddeľuje expanziu od kontrakcie. V paneli b) sa pod pojmom „konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch“ rozumie priemerný počet prípadov, keď spoločnosti po celom svete spomínajú pojem „predzásobenie“ a súvisiace výrazy počas svojich konferenčných hovorov. Energetika a energeticky náročné odvetvia zahŕňajú fosílna palivá, obnoviteľné zdroje energie, urán, chemický priemysel, dopravu, maloobchod s potravinami a liekmi a využívanie prírodných zdrojov. Pojem „clá USA“ odkazuje na prvé významné zavedenie colných opatrení počas druhého funkčného obdobia prezidenta Trumpa. „Vojna na Blízkom východe“ znamená začiatok tohto konfliktu. Posledné údaje v paneli a) sú z mája 2026 a v paneli b) z 15. mája 2026.

Výhľad globálneho hospodárskeho rastu sa zhoršil v dôsledku konfliktu na Blízkom východe, ktorý negatívne ovplyvňuje ceny energií a finančné podmienky, a zvyšuje tak neistotu.

Problémy súvisiace s Hormuzským prielivom a nedosiahnutie konečnej mierovej dohody ďalej tlačili na rast cien energií, najmä cien ropy. Hoci určitú úľavu prinášajú výrazné investície do umelej inteligencie, stabilné obchodné toky a podporné politické opatrenia, očakáva sa, že vyššie náklady na energie a horšie finančné podmienky budú v budúcnosti čoraz viac dopadať na súkromný dopyt. Predpokladá sa, že globálny rast reálneho HDP bez

eurozóny sa spomalí z 3,6 % v roku 2025 na 3,0 % v roku 2026, ale následne sa postupne zotaví a porastie na 3,2 % v roku 2027 a 3,3 % v roku 2028.¹

Ceny komodít sú stále výrazne rozkolísané, pričom energetické trhy aj naďalej ovplyvňuje blokáda Hormuzského prielivu a očakávania týkajúce sa možnej konečnej mierovej dohody sa menia. Počas sledovaného obdobia (od 19. marca do 10. júna 2026) ceny ropy klesli o 15 % na 94 USD za barel, stále sú však o 32 % vyššie v porovnaní s predvojnovými úrovňami. Tento počiatočný pokles prišiel po oznámení prímeria medzi Spojenými štátmi a Iránom v apríli a ich následné zníženie odzrkadľovalo opätovné očakávania, že dlhodobejšie prímerie by mohlo vytvoriť priestor na uzavretie širšej mierovej dohody medzi oboma krajinami. Ceny ropy však počas celého sledovaného obdobia zostali veľmi volatilné, keďže export energetických tovarov cez Hormuzský prieliv naďalej čelil závažným narušeniam. Pretrvávajúce obmedzenia tranzitu cez Hormuzský prieliv automaticky zhoršujú podmienky globálnych dodávok energie, čím vyvíjajú vytrvalý tlak na rast cien energií. V Európe výrazne klesli aj ceny plynu, a to o 21 %. Rovnako ako v prípade ropných trhov, hlavným faktorom, ktorý v sledovanom období viedol k poklesu cien plynu, boli očakávania týkajúce sa predĺženia prímeria. Okrem toho rastové tlaky na ceny plynu pomohol v marci a apríli 2026 tlmieť nižší dovoz skvapalneného zemného plynu (LNG) do Ázie, a to v dôsledku miernejšieho počasia a zvýšenej substitúcie plynu uhlím v Číne. Situácia však naďalej zostáva veľmi nestabilná a neistá, keďže aj toky skvapalneného zemného plynu sú naďalej narušované.² Ceny potravín zostali celkovo pomerne stabilné, keďže pokles cien kávy, podporený silnou produkciou v Brazílii, bol do veľkej miery kompenzovaný rastom cien kakaa vzhľadom na obavy z potenciálne silnej sezóny El Niño ku koncu roka. Ceny kovov stúpli o 13 % v dôsledku narušenia dodávok hliníka na Blízkom východe a očakávaní nižšej ťažby medi v Čile.

Napriek zvýšeniu tlakov na strane ponuky súčasné údaje poukazujú skôr na izolované nedostatky konkrétnych vstupov než na rozsiahle globálne logistické narušenia. Dodacie lehoty podľa indexu PMI sa v apríli predĺžili, najmä v eurozóne a v Spojenom kráľovstve, pričom podniky hlásili zväčšujúci sa nedostatok ropy, polymérov a chemikálií. Hoci tieto nedostatky naďalej zotrvávajú nad obvyklou úrovňou, dostupné údaje zatiaľ nepoukazujú na rozsiahle narušenie globálnej logistiky. Kontajnerová lodná doprava mimo Hormuzského prielivu zostala celkovo nezasiahnutá. V tomto ohľade sa súčasná situácia viac podobá na izolovaný šok na strane dodávok vstupov než na väčšie narušenie globálnej logistiky, aké bolo zaznamenané v rokoch 2021 a 2022. Ak by však uzavretie Hormuzského prielivu pokračovalo, fyzický nedostatok by sa mohol ešte zhoršiť, a to najmä v prípade ropy, rafinovaných palív a ďalších energeticky náročných surovín. Spomínaný vývoj naďalej predstavuje významné riziko spomalenia hospodárskej aktivity a rastu globálnej inflácie.

¹ Box 1 [Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2026](#), zverejnených 11. júna 2026 na internetovej stránke ECB.

² Treba poznamenať, že táto časť sa zaoberá zmenami spotových cien medzi marcom a júnom 2026. Tie sa môžu líšiť od zmien technických predpokladov medzi projekciami z marca a júna 2026, a to v dôsledku rozdielnych termínov uzávierky trhových údajov, ako aj použitia spotových cien ropy a cien ropných futures spriemerovaných za niekoľko pracovných dní počas procesu tvorby projekcií.

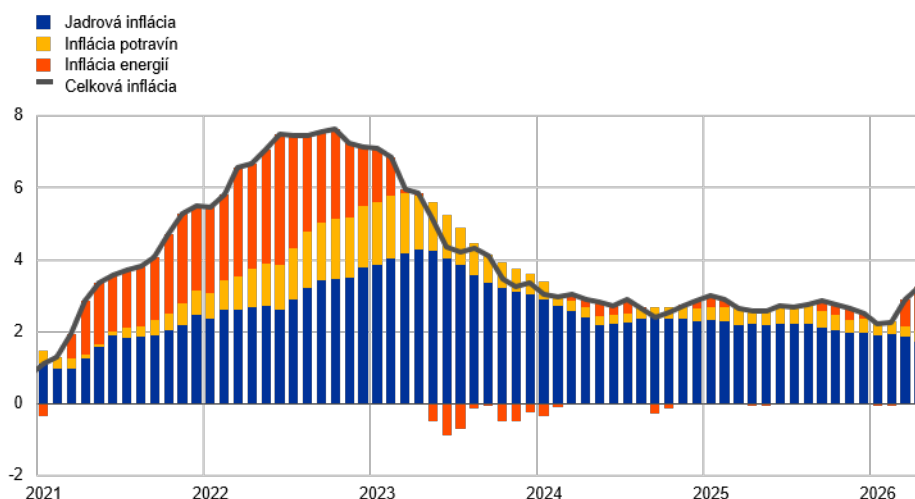
Globálna inflácia sa v apríli zvýšila a tlaky v cenovom reťazci sa odvtedy zosilnili, keďže energetický šok sa začína rozširovať.

Celková inflácia v členských krajinách Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) s výnimkou Turecka vzrástla z 3,3 % v marci 2026 na 3,5 % v apríli, čo odzrkadľuje najmä vyššiu infláciu cien energií (graf 2).³ Súčasne sa očakáva, že energetický šok spôsobí nárast jadrovej inflácie v dôsledku vyšších výrobných nákladov. Ceny vstupov vo výrobnom sektore podľa globálneho indexu PMI v apríli stúpili, čo naznačuje, že väčší podiel spoločností hlásil rast vstupných nákladov. Ukazovatele cien vstupov v sektore služieb stúpali miernejšie. Keďže ukazovatele PMI merajú skôr podiel respondentov, ktorí uvádzajú nárast cien, než samotnú veľkosť cenových zmien, tieto údaje poukazujú na rozsiahlejšie cenové tlaky v dodávateľskom reťazci. Predpokladá sa, že globálna inflácia bez eurozóny sa v roku 2026 zvýši na 3,5 %, potom sa v roku 2027 zníži na 3,0 % a v roku 2028 na 2,5 %.

Graf 2

Inflácia CPI v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Agregát za OECD zahŕňa krajiny eurozóny, ktoré sú členmi OECD, a nezahŕňa Turecko. Je vypočítaný pomocou ročných váh CPI za OECD. Posledné údaje sú z apríla 2026.

Globálny rast dovozu v prvom štvrtroku prekonal očakávania, ale

s postupným doznievaním efektov predzásobenia by sa jeho dynamika mala

oslabiť. Údaje z národných účtov poukazujú na silný rast v prvom štvrtroku 2026, ktorý bol podporený výrazným dovozom do Spojených štátov, Číny, Južnej Kórey a ďalších rozvinutých ázijských ekonomík. Tento silný rast dovozu odzrkadľoval stabilnú hospodársku aktivitu, obchod súvisiaci s umelou inteligenciou a preventívne zásobovanie tovarom citlivým na výkyvy cien energií, pričom sa predpokladá, že preventívne zásobovanie sa v niekoľkých nasledujúcich štvrtrokoch zmierni. V druhom štvrtroku sa teda očakáva oslabenie dynamiky celosvetového dovozu, keďže vojna na Blízkom východe negatívne ovplyvňuje energeticky náročné ekonomiky prostredníctvom vyšších nákladov na energiu, dopravu a poistenie.

³ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému do celkovej inflácie CPI zahŕňajú širšiu skupinu krajín, vrátane veľkých rozvíjajúcich sa ekonomík (napr. Čínu, Indiu, Brazíliu a Rusko), ktoré nie sú zahrnuté do inflácie CPI OECD.

Rast globálneho dovozu bez eurozóny by sa mal v roku 2026 znížiť na 4,2 %, pred ďalším spomalením v rokoch 2027 a 2028. Tento vývoj odzrkadľuje prichádzajúce údaje a odolnejšiu základnú dynamiku obchodu, ktorá je podporená robustnejším obchodom so vstupmi súvisiacimi s umelou inteligenciou a technológiami.

V Spojených štátoch sa v prvom štvrtroku 2026 opäť obnovil rast reálneho HDP, ale základná dynamika súkromného dopytu zoslabla. Rast HDP sa medzištvrtročne zotavil na 0,4 % z 0,1 % v poslednom štvrtroku 2025, keď sa hospodárska aktivita po ukončení prerušenia činnosti federálnej vlády opätovne zvýšila. Toto oživenie podporila verejná spotreba a investície, naopak súkromná spotreba sa spomalila. Súkromné fixné investície zostali robustné, podporené výdavkami na výpočtovú techniku a softvér v súvislosti s umelou inteligenciou, hoci čistý príspevok aktivít spojených s umelou inteligenciou k rastu HDP zostáva naďalej mierny vzhľadom na ich vysoký dovozný obsah. V ďalšom horizonte sa očakáva, že rast Spojených štátov zostane celkovo v súlade s potenciálom. Vyššie ceny ropy a horšie finančné podmienky pravdepodobne negatívne ovplyvnia súkromnú spotrebu, ale podľa očakávaní by tento vývoj mal byť kompenzovaný silnými investíciami v oblasti umelej inteligencie.

Inflácia v Spojených štátoch sa v apríli zrýchlila, keďže vplyv vyšších cien ropy sa zväčšil, napriek slabnúcemu účinku pochádzajúcemu z obchodných ciel. Inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien (CPI) vzrástla z 3,3 % v marci 2026 na 3,8 % v apríli, najmä v dôsledku prudkého vzostupu inflácie v oblasti energií na 17,9 % z marcových 12,5 %. Maloobchodné ceny benzínu v máji ďalej stúpali a priblížili sa k úrovňam, ktoré boli naposledy zaznamenané v polovici roka 2022, čo naznačuje ďalší tlak na rast inflácie cien energií v blízkej budúcnosti. V dôsledku vyšších cien nákladnej dopravy a leteniek pre cestujúcich sa cenové tlaky podľa všetkého rozšírili na väčší okruh položiek. Mierne vzrástla aj inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien a jadrová inflácia bez energií. K zvyšovaniu došlo napriek spomaľovaniu prenosu vplyvu ciel, pričom sa javí, že inflácia spotrebného tovaru bez potravín, energií a ojazdených osobných a nákladných áut dosiahla vrchol v marci 2026. Pod vplyvom vyšších cien ropy sa zvýšili aj inflačné očakávania spotrebiteľov. Prieskumy PMI naznačujú rastúce cenové tlaky, najmä vo výrobných odvetviach. Inflácia osobných spotrebných výdavkov by mala podľa projekcií rásť až do prvého štvrtroka 2027 a k 2 % cieľu Federálneho rezervného systému by sa mohla vrátiť až v roku 2028.

V Číne sa po silnom prvom štvrtroku 2026 hospodársky rast na začiatku druhého štvrtroka spomalil. Rast reálneho HDP sa v prvom štvrtroku 2026 medzištvrtročne zvýšil o 1,3 %, k čomu prispel stabilný vývoz a podporné politické opatrenia. Údaje za apríl však naznačili celkové spomalenie. Tento vývoj odzrkadľuje slabší maloobchodný predaj a investície, pričom v dôsledku tlmiaceho účinku vyšších cien ropy na aktivitu v energeticky náročných odvetviach sa spomalilo aj tempo rastu priemyselnej produkcie, medziročne na 4,1 %, čo je najnižšia úroveň od polovice roka 2023. Sektor nehnuteľností naďalej tlmil hospodársku aktivitu, keď pretrvával pokles cien nehnuteľností a širšie ukazovatele realitného trhu zostali nevýrazné. Hospodársku aktivitu stále podporoval export, najmä vďaka obchodu súvisiacemu s umelou inteligenciou, napríklad s polovodičmi, a konkurenčným

cenám, kým domáci dopyt zostal slabý. Inflačné tlaky vyplývajúce z energetického šoku sa zatiaľ prejavujú výraznejšie v cenách výrobcov ako v spotrebiteľských cenách. Celková inflácia CPI v apríli medziročne mierne stúpila na 1,2 %, zatiaľ čo inflácia výrobných cien sa prudko zrýchlila na 2,8 %. To naznačuje, že vyššie náklady na energie majú priamejší dopad na priemysel a energeticky náročné odvetvia než na domácnosti. Celkovo sa očakáva, že hospodárska aktivita sa bude postupne spomaľovať, keďže odolný vývoz len čiastočne zmierňuje slabý domáci dopyt a prebiehajúce úpravy v sektore nehnuteľností.

V Spojenom kráľovstve došlo v prvom štvrtroku 2026 k výraznému oživeniu hospodárskej aktivity, očakáva sa však, že bude len dočasné. Rast HDP sa medzištvrtročne zrýchlil na 0,6 %, k čomu prispela súkromná aj verejná spotreba. Naopak investície poklesli a čistý vývoz pôsobil na rast tlmiaco. Najnovšie krátkodobé ukazovatele naznačujú oslabenie dynamiky na začiatku druhého štvrtroka, keďže vyššie ceny energií a neistota negatívne ovplyvnili dôveru. Celková inflácia sa v apríli znížila, najmä v dôsledku nižšej inflácie cien služieb, mala by však opätovne vzrásť, keďže vyššie náklady na energie sa po prehodnotení cenového stropu premietnu do účtov domácností. Celkovo sa očakáva, že po oživení v prvom štvrtroku sa tempo rastu spomalí a v nadchádzajúcich mesiacoch pravdepodobne opäť vzrastú inflačné tlaky.

Hospodárska aktivita eurozóny (bez volatilných írskych dát) zaznamenala v prvom štvrťroku 2026 mierny rast podporený domácim dopytom a vývozom. Trh práce si udržal odolnosť, keď sa v prvom štvrťroku vytvorili ďalšie pracovné miesta, hoci pomalším tempom než v poslednom štvrťroku 2025. Po vypuknutí vojny na Blízkom východe sa od marca znižujú krátkodobé ukazovatele aktivity, čo naznačuje, že dochádza k zníženiu spotrebiteľských výdavkov, zhoršovaniu nálady a predlžovaniu dodacích lehôt. Všetky tieto udalosti spoločne naznačujú, že vojna na Blízkom východe negatívne ovplyvňuje súčasnú aj očakávanú hospodársku aktivitu. Zhoršenie celkovej nálady je do značnej miery spôsobené vývojom v sektore domácností a služieb. V strednodobom horizonte by mal byť domáci dopyt posilnený rastom reálnych príjmov, ktorý bude podporený klesajúcimi cenami energií, odolným trhom práce a rastúcimi verejnými výdavkami na infraštruktúru a obranu. Očakáva sa, že tieto faktory budú doplnené zvýšenými investíciami v oblasti umelej inteligencie a energetickej transformácie.

Tento výhľad sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2026, podľa ktorých má priemerný ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 0,8 % v roku 2026, 1,2 % v roku 2027 a 1,5 % v roku 2028. Oproti predchádzajúcim očakávaniam bol rast na roky 2026 a 2027 revidovaný mierne nadol, čo zohľadňuje výraznejší vplyv vojny na komoditné trhy, reálne príjmy a dôveru. Vojna na Blízkom východe zásadne zvýšila neistotu výhľadu, keďže prináša riziká nárastu inflácie a spomalenia hospodárskeho rastu. Vzhľadom na veľmi vysokú mieru neistoty týkajúcu sa vplyvu vojny, ktorá bude významne závisieť od jej trvania a intenzity, bol základný scenár doplnený o aktualizované ilustratívne alternatívne scenáre, ktoré sú spolu s projekciami odborníkov zverejnené na internetovej stránke ECB.⁴

Hospodárstvo eurozóny (bez volatilných írskych údajov) zaznamenalo v prvom štvrťroku 2026 mierny rast. Podľa najnovšieho odhadu Eurostatu reálny HDP eurozóny po 0,2 % medzištvrťročnom raste v poslednom štvrťroku 2025 klesol v prvom štvrťroku 2026 medzištvrťročne o 0,2 %. Po vylúčení Írska reálny HDP vzrástol o 0,3 %, čo predstavuje len marginálne zníženie oproti 0,4 % z posledného štvrťroka 2025. Vývoj jednotlivých zložiek domáceho dopytu zaznamenal v prvom štvrťroku spomalenie (graf 3). Rast súkromnej aj verejnej spotreby sa spomalil a investície klesli. Zároveň došlo k miernemu poklesu zmien zásob, čo malo negatívny vplyv na rast HDP. Hoci čistý obchod bol v celkových údajoch záporný, po vylúčení kolísavých írskych obchodných tokov má kladnú hodnotu. Produkcia bola v prvom štvrťroku vo veľkej miere ťahaná službami, opätovne podporenými sektorom informačných a komunikačných služieb. Dynamika v stavebnom sektore poklesla v dôsledku nepriaznivých poveternostných podmienok v niektorých častiach Európy, čo spôsobilo kontrakciu stavebnej aktivity po predchádzajúcich štyroch štvrťrokoch jej rastu. Vývoj vo výrobnom sektore sa naprieč eurozónou výrazne líšil a v niektorých krajinách bol značne ovplyvnený kolísaním, konkrétne 35 % pokles vykázaný v Írsku. Hoci tento sektor stále čelí nepriaznivým vplyvom vyšších ciel

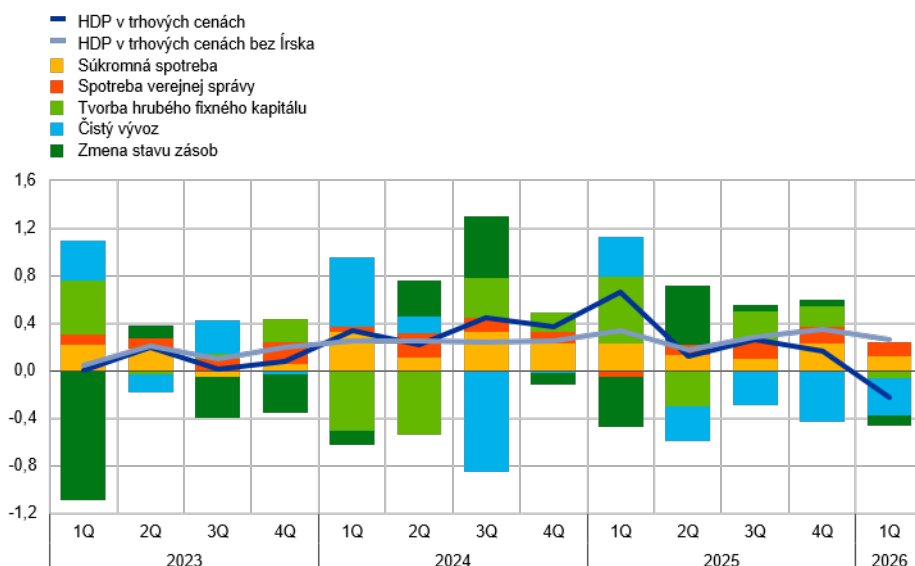
⁴ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2026, zverejnené 11. júna 2026 na internetovej stránke ECB.

a geopolitickej neistoty, zároveň ho podporuje výroba súvisiaca s obranným priemyslom. Napriek veľkým rozdielom medzi jednotlivými krajinami väčšina členských štátov zaznamenala v prvom štvrťroku 2026 pozitívny rast HDP.

Graf 3

Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje aj HDP bez Írska, keďže írske údaje sú mimoriadne kolísavé. V jednotlivých zložkách je však uvedené členenie HDP vrátane Írska. Posledné údaje sú z prvého štvrťroku 2026.

Krátkodobé ukazovatele od marca klesajú, čo jasne poukazuje na nepriaznivý vplyv vojny na Blízkom východe na hospodársku aktivitu.

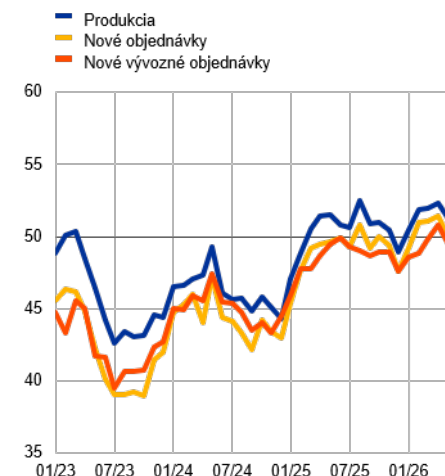
Predbežný kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre produkciu eurozóny v máji ďalej klesal, čím sa už druhý mesiac po sebe držal v pásme kontrakcie. Kumulovaný pokles z hodnoty 51,9 na 48,6 zaznamenaný v období od februára do mája 2026 poukazuje na nepriaznivý vplyv vojny na Blízkom východe na vnímanie produkcie. Hoci tento pokles bol spôsobený tak výrobným sektorom, ako aj sektorom služieb, naakumulovaný pokles v sektore služieb bol výrazne strmsší, pričom index podnikateľskej aktivity v sektore služieb dosiahol úroveň, ktoré neboli zaznamenané od začiatku roka 2021 (graf 4). Podobný obraz vykresľujú aj prieskumy Európskej komisie zamerané na podniky a spotrebiteľov, podľa ktorých sa celková nálada zhoršila najmä v sektore domácností a služieb. Údaje PMI zároveň ukazujú, že predstihové ukazovatele z prieskumov týkajúce sa nových objednávok sa zhoršili súbežne s vývojom produkcie, zatiaľ čo dodacie lehoty dodávateľov sa ďalej predlžili, pričom oneskorenia na strane predajcov dosiahli najvyššiu úroveň od júna 2022.

Graf 4

Ukazovatele PMI pre hospodárske sektory

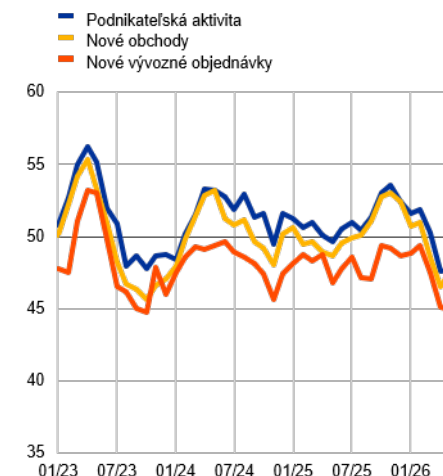
a) Priemyselná výroba

(difúzný index)



b) Služby

(difúzný index)



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.

Poznámka: Posledné údaje sú z mája 2026.

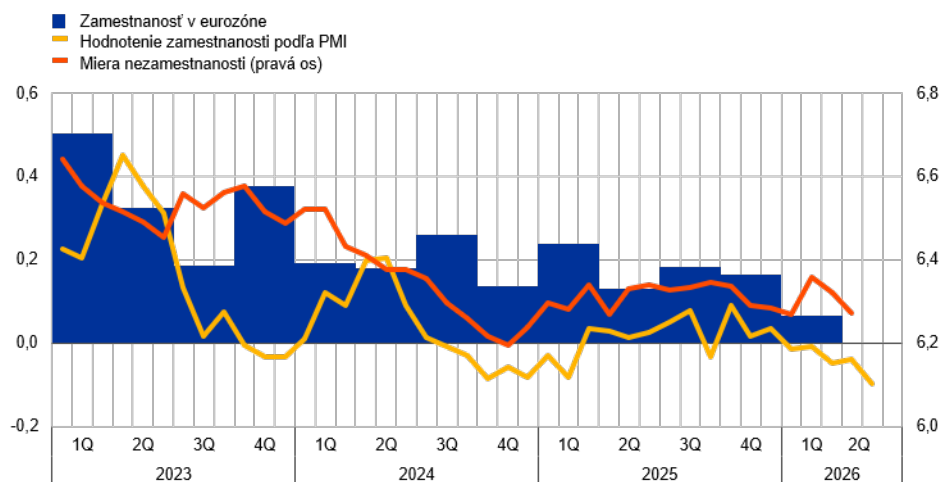
Miera nezamestnanosti zostáva nízka, tvorba pracovných miest sa však spomalila a dopyt po pracovnej sile naďalej klesá.

Miera nezamestnanosti dosiahla v marci a apríli 6,3 %, pričom od polovice roka 2024 zostáva približne na rovnakej úrovni (graf 5). Hoci sa celkový počet odpracovaných hodín v prvom štvrtroku 2026 medzištvrtročne znížil o 0,2 %, rast zamestnanosti pokračoval ďalej, podporený zvyšujúcim sa počtom ekonomicky aktívnych osôb. V dôsledku toho sa znížil priemerný počet odpracovaných hodín na zamestnanca. Tempo tvorby pracovných miest sa však na začiatku roka 2026 ďalej spomalilo, medzištvrtročne na 0,1 % a medziročne na 0,5 %, po raste o 0,7 % v roku 2025, 0,8 % v roku 2024 a 1,4 % v roku 2023. Postupné spomaľovanie rastu zamestnanosti čiastočne odráža pokračujúce oslabovanie dopytu po pracovnej sile. Miera voľných pracovných miest má klesajúci trend už od polovice roka 2022. Po miernom zvýšení na konci roka 2025, spôsobenom vývojom v stavebníctve, v prvom štvrtroku 2026 ďalej klesla na 2,2 %. Sektorové trendy sa v uplynulom roku vyvíjali rozdielne, keď počet voľných pracovných miest v stavebníctve rástol, zatiaľ čo v trhových službách a priemysle naďalej klesal.

Graf 5

Zamestnanosť v eurozóne, hodnotenie zamestnanosti podľa PMI a miera nezamestnanosti

(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 o miere zamestnanosti v eurozóne sú z prvého štvrťroka 2026, o hodnotení zamestnanosti podľa PMI z mája 2026 a o miere nezamestnanosti z apríla 2026.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce naznačujú v druhom štvrtroku 2026 slabý rast zamestnanosti.

Mesačný kompozitný index PMI pre zamestnanosť klesol na začiatku roka pod neutrálnu hranicu 50. V máji pokračoval v poklese na úroveň 49,0 z aprílových 49,6, čo naznačuje, že situácia v oblasti zamestnanosti zostala v druhom štvrtroku 2026 v podstate nezmenená. Index sa momentálne nachádza na najnižšej úrovni od novembra 2020. PMI pre zamestnanosť v sektore služieb sa v máji 2026 prepadol do pásma kontrakcie a dosiahol hodnotu 49,4, zatiaľ čo PMI pre zamestnanosť vo výrobnom sektore sa ďalej zhoršil na 47,8. Oznámenia o reštrukturalizácii podnikov v médiách, navyše naznačujú tlmenú dynamiku zamestnanosti v druhom štvrtroku 2026, a to najmä vo výrobnom sektore (box 5).

Súkromná spotreba sa v prvom štvrtroku 2026 zmiernila a je pravdepodobné, že v najbližšom období bude ďalej klesať.

Súkromná spotreba vzrástla v prvom štvrtroku medzištvrtročne o 0,2 % po výraznejšom raste o 0,4 % v predchádzajúcom štvrtroku (graf 6, panel a). Domáce výdavky boli ťahané najmä službami, ktoré ťažili z cestovného ruchu, pričom tento vývoj bol sčasti korigovaný tovarmi, ktoré klesali v položke výdavkov na tovary krátkodobej spotreby. Pokiaľ ide o druhý štvrtrok, vysokofrekvenčné ukazovatele naznačujú výrazné spomalenie tempa spotreby, keďže sa postupne prejavujú ekonomické dôsledky vojny na Blízkom východe (box 4). Maloobchodný predaj v apríli medzimesačne poklesol o 0,4 % a skončil mierne pod priemernou úrovňou prvého štvrťroka (graf 6, panel b). Ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie sa v apríli a máji v priemere prepadol, a to najmä v dôsledku očakávaní domácností týkajúcich sa jednotlivých väčších nákupov a celkového hospodárskeho výhľadu. Z podnikateľského prieskumu, ktorý Európska komisia uskutočnila v rôznych odvetviach, vyplýva, že v apríli a máji sa výrazne znížila aj očakávaná spotrebiteľská aktivita, najmä v maloobchode, ubytovacích a stravovacích službách a v cestovnom ruchu. Tieto signály potvrdil prieskum

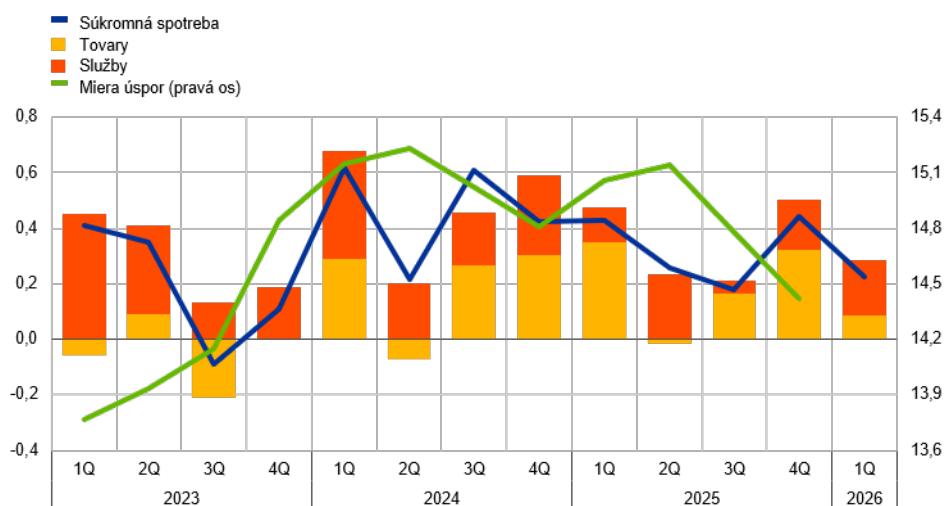
spotrebiteľských očakávaní, z ktorého vyplynulo, že v apríli výrazne klesla spotrebiteľská dôvera a znížili sa výdavky na dovolenky a luxusný tovar, keďže domácnosti s vyššími príjmami odložili svoje voliteľné výdavky. Prudký nárast cien energií a neistota vyvolaná vojnou na Blízkom východe budú mať zrejme negatívny vplyv na súkromnú spotrebu v budúcnosti. Tieto negatívne účinky na spotrebu možno zmierniť pomocou robustných súvah, ktoré už z veľkej časti vykompenzovali straty v reálnom čistom majetku po prudkom raste inflácie v roku 2022. Straty sú však naďalej značné v prípade likvidných aktív, ako sú vklady, aj v prípade domácností v spodnej časti distribúcie bohatstva, ktoré typicky vykazujú vyšší marginálny sklon k spotrebe. Z tohto dôvodu môžu byť tlmiace účinky súvah na súkromnú spotrebu tentoraz menšie ako v prípade z roku 2022.

Graf 6

Spotreba a úspory domácností; spotrebiteľská dôvera, očakávaná aktivita a neistota, maloobchodný predaj

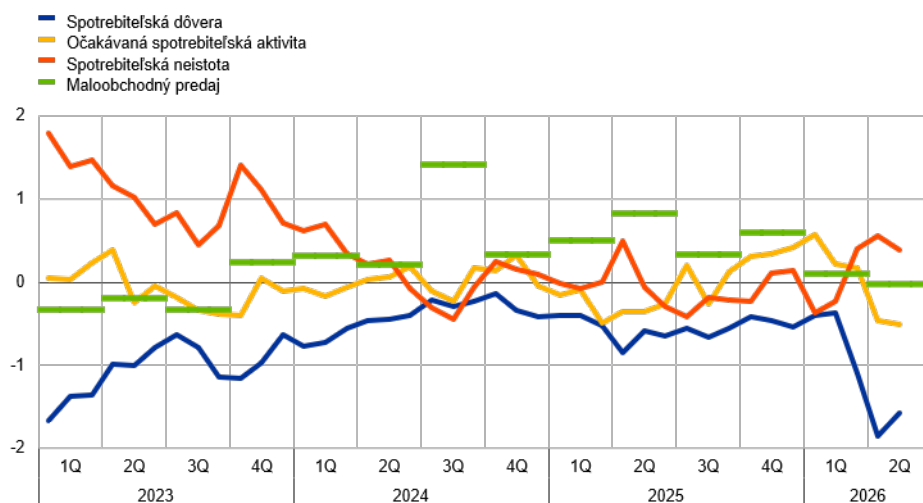
a) Spotreba a úspory domácností

(medzištvrťročná percentuálna zmena, príspevky v percentuálnych bodoch; v % hrubého disponibilného príjmu)



b) Spotrebiteľská dôvera, očakávaná aktivita a neistota, maloobchodný predaj

(standardizované percentuálne zostatky; maloobchodný predaj: medzištvrťročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: V paneli a) sú úrovne reálnej domácej spotreby tovarov a služieb normalizované, aby dopĺňali úroveň reálnej súkromnej spotreby v hlavných národných účtoch. V paneli b) sa pod pojmom „očakávaná spotrebiteľská aktivita“ rozumie vážený priemer podnikateľských očakávaní na nasledujúce tri mesiace, pokiaľ ide o produkciu vo výrobnom sektore, zamestnanosť v stavebníctve, obchodnú činnosť v maloobchode a dopyt po službách, z prieskumu Európskej komisie medzi podnikmi, vážený podľa podielov jednotlivých odvetví na súkromnej spotrebe v eurozóne podľa vstupno-výstupných tabuliek FIGARO za rok 2023. „Spotrebiteľská neistota“ znamená index ekonomickej neistoty spotrebiteľov Európskej komisie. Všetky rady sú standardizované pre celú vzorku od januára 1999 s výnimkou spotrebiteľskej neistoty, ktorá je z dôvodu dostupnosti údajov štandardizovaná pre celú vzorku od apríla 2019. Posledné údaje v paneli a) sú z prvého štvrťroka 2026, zatiaľ čo v paneli b) sú v prípade maloobchodného predaja z druhého štvrťroka 2026 (na základe údajov z apríla 2026) a v prípade všetkých ostatných položiek z mája 2026.

Podnikové investície v prvom štvrťroku 2026 ďalej mierne rástli, výsledky druhého štvrťroka však pravdepodobne výraznejšie ovplyvní vojna na Blízkom východe.

Nestavebné investície (s výnimkou volatilných írskych produktov duševného vlastníctva) vzrástli v prvom štvrťroku tohto roka medzištvrťročne o 0,4 %, pričom k tomuto rastu pozitívne prispeli tak nehmotné statky, ako aj stroje a zariadenia (graf 7, panel a). Tento agregovaný výsledok však zakrýva výrazné rozdiely medzi jednotlivými krajinami, a to aj medzi najväčšími ekonomikami (keď Nemecko zaznamenalo medzištvrťročný pokles o 0,7 %, zatiaľ čo Taliansko dosiahlo rast o 1,8 %). V budúcnosti sa očakáva oslabenie podnikových investícií v druhom štvrťroku, keďže zvýšená neistota súvisiaca s vojnou znižuje dôveru v sektore investičných tovarov a tlmí očakávania produkcie a výroby medzi výrobcami hmotných aj nehmotných statkov. V súlade s týmto vývojom klesli v máji hodnoty indexu PMI pre nové objednávky v oboch segmentoch pod hranicu rastu. Pokiaľ bude vojna pokračovať, riziká zhoršenia investičného výhľadu na zvyšok roka 2026 sa pravdepodobne zintenzívnia. Dvojročný prieskum investícií realizovaný Európskou komisiou (v marci a apríli) naznačuje slabý, ale pozitívny medziročný rast v roku 2026. V čase prieskumu podniky vo veľkej miere očakávali, že vojna spôsobí iba dočasné narušenia, pričom svoje investičné plány na tento rok založili na solídnych predvojnových ukazovateľoch (vrátane rastúcich ziskov, zdravých súvah a nízkych pomerov dlhovej služby). Vzhľadom na pokračovanie vojny je však pravdepodobné, že v dôsledku vysokej neistoty, slabšieho rastu dopytu, stúpajúcich nákladov a prísnejších podmienok financovania sa riziká poklesu budú zvyšovať. Základné predpoklady na oživenie podnikových investícií po skončení vojny však naďalej pretrvávajú. Patria medzi ne pretrvávajúce potreby v oblasti digitalizácie a vyššie výdavky na obranu a infraštruktúru, ktoré sú podporované pokračujúcim

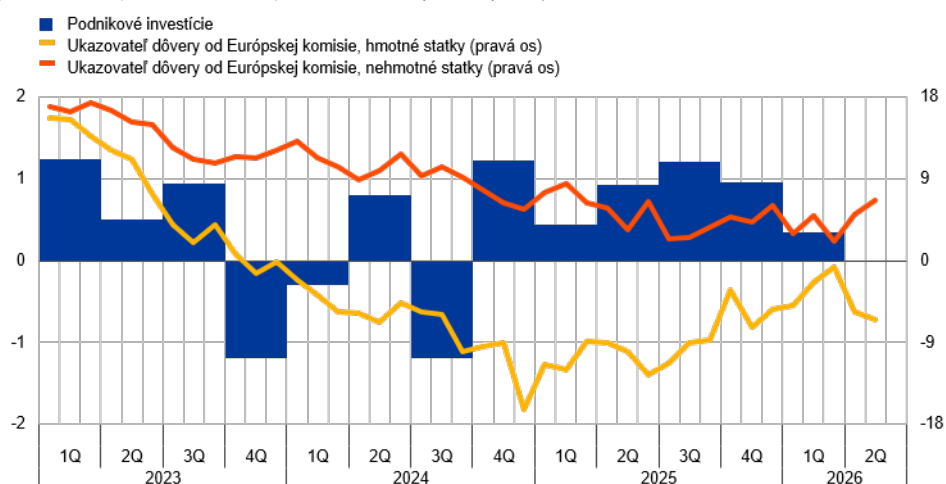
čerpaním prostriedkov z nástroja Next Generation EU (viac v časti 6 – Fiškálny vývoj v tomto vydaní Ekonomického bulletinu).

Graf 7

Dynamika reálnych investícií a údaje z prieskumov

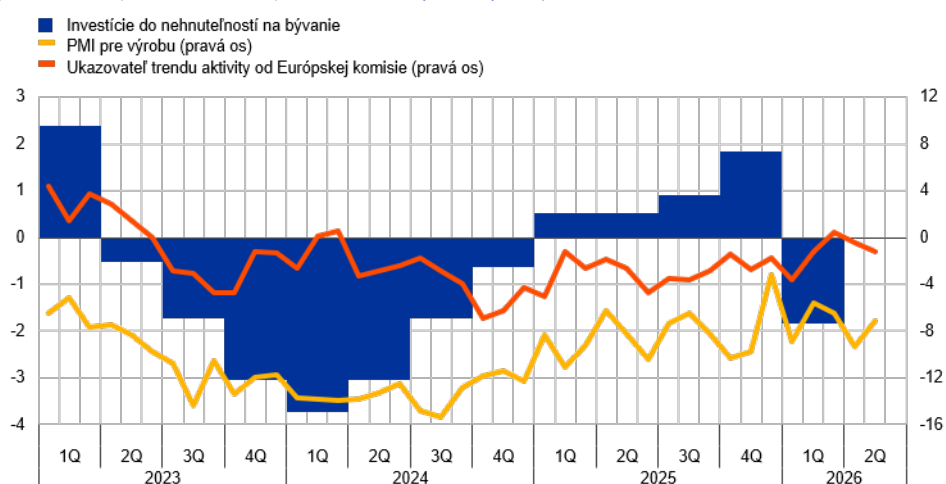
a) Podnikové investície

(medzištvrtročná percentuálna zmena; percentuálne zostatky a difúzný index)



b) Investície do bývania

(medzištvrtročná percentuálna zmena; percentuálne zostatky a difúzný index)



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

Poznámka: Krivky označujú mesačný vývoj, sloupce zobrazujú štvrtročné údaje. PMI sú vyjadrené ako odchýlka od hodnoty 50. V paneli a) sa podnikové investície merajú nestavebnými investíciami bez írskeho nehmotného majetku. V prípade ukazovateľov dôvery sa pod pojmom „hmotné statky“ rozumie sektor investičných tovarov (výrobcovia strojov a zariadení) a pojem „nehmotné statky“ predstavuje vážený priemer podsektorov, ktoré poskytujú investície súvisiace s produktmi duševného vlastníctva, t. j. vydavateľská činnosť (NACE J58); programovanie a poradenstvo v oblasti informatiky (NACE J62); a informačné činnosti (NACE J63). V paneli b) sa krivka ukazovateľa trendu aktivity Európskej komisie vzťahuje na vážený priemer hodnotenia trendu aktivity v stavebníctve a špecializovanej výstavbe za predchádzajúce tri mesiace. Krivka bola preškáľovaná tak, aby mala 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 prvého štvrťroka 2026, o PMI pre výrobu z mája 2026 a o ukazovateľoch Európskej komisie z mája 2026.

Investície do nehnuteľností na bývanie v prvom štvrťroku 2026 výrazne klesli, ale v krátkodobom horizonte sa očakáva ich návrat k pozitívnemu rastu.

Investície do nehnuteľností na bývanie po raste v predchádzajúcich štyroch štvrťrokoch zaznamenali v prvom štvrťroku 2026 medzištvrtročný pokles o 1,8 % (graf 7, panel b). Čiastočne súvisel s nepriaznivými poveternostnými podmienkami,

čo sa odrazilo aj v nezvyčajne vysokom podiele manažérov v stavebníctve a špecializovaných stavebných odvetviach, ktorí v prieskume Európskej komisie uvádzali obmedzenia súvisiace s počasím v prvých dvoch mesiacoch roka. Vzhľadom na to, že sa poveternostné podmienky v porovnaní s prvým štvrťrokom znormalizovali, je pravdepodobné, že investície do bývania v druhom štvrťroku opäť vzrástli. Toto hodnotenie potvrdzuje pretrvávajúci rastový trend v počte stavebných povolení na bytovú výstavbu, ktorý sa v januári a februári pohyboval v priemere približne o 5 % nad priemernou úrovňou z posledného štvrťroka 2025, čo naznačuje posilňovanie objemu pripravovaných projektov v oblasti bytovej výstavby. Vojna na Blízkom východe zároveň podľa všetkého brzdí oživenie investícií do bývania v dôsledku rastúceho tlaku na strane ponuky a slabšieho dopytu. Ukazovatele aktivity z prieskumov vrátane ukazovateľa Európskej komisie zachytávajúceho najnovšie trendy v stavebnej činnosti a v špecializovaných stavebných činnostiach, ako aj indexu produkcie bytovej výstavby PMI sa po vypuknutí vojny oslabili. Údaje z prieskumu PMI súčasne poukazujú na výrazné zosilnenie tlaku na vstupné náklady, zatiaľ čo prieskum Európskej komisie naznačuje slabší záujem domácností o kúpu alebo výstavbu nehnuteľnosti a o renovácie v priebehu nasledujúcich 12 mesiacov. Tento vývoj pravdepodobne negatívne ovplyvní krátkodobú dynamiku investícií do bývania. Dostupné ukazovatele však v súčasnosti nenaznačujú, že by investície do bývania opäť klesali.

Výhľad vývozu eurozóny sa zhoršil po priaznivom výsledku v prvom štvrťroku 2026, a to v dôsledku negatívneho vplyvu sektora služieb a doznievajúcej podpory z preventívneho predzásobenia. Celkový vývoz eurozóny, bez Írska, stúpol v prvom štvrťroku 2026 o 0,7 %. Tento nárast bol spôsobený miernejším poklesom vývozu tovarov, ktorý sa spomalil na 0,1 %, a silným rastom vývozu služieb, medzištvrtročne o 2,7 %. Ukazovatele z prieskumov týkajúce sa exportných objednávok vo výrobnom sektore naznačujú rast na začiatku druhého štvrťroka, sčasti podporený preventívnym predzásobením, ktoré v marci podporovalo vývoz tovarov. Objednávky na vývoz služieb v eurozóne zároveň klesli najrýchlejším tempom od októbra 2023, a to najmä v dôsledku mimoriadne prudkého zníženia nových objednávok v odvetviach cestovného ruchu a dopravy. Rast dovozu do eurozóny sa v prvom štvrťroku zastavil v dôsledku menšieho dovozu zo Spojených štátov, zatiaľ čo dovoz z Číny naďalej rástol, hoci dovoz z ostatných ázijských ekonomík klesol. Podmienky obchodu sa v prvom štvrťroku zhoršili len mierne, ale v dôsledku rastu dovozných cien energií a oslabenia deflačných tlakov z Číny sa očakáva ich výraznejšie negatívny vývoj, pričom najväčšia strata v roku 2026 by mala podľa projekcií dosiahnuť približne 0,4 % HDP v porovnaní s 1,7 % HDP v roku 2022.

Hospodársky výhľad eurozóny zostáva vzhľadom na nepriaznivé účinky vojny na Blízkom východe, blokádu Hormuzského prielivu a zvýšenú volatilitu cien ropy veľmi neistý. Niektoré z rizík identifikovaných v projekciách z marca 2026 sa čiastočne naplnili – ceny ropy vzrástli, začínajú sa objavovať problémy s dodávkami a trhy teraz očakávajú, že následky vojny budú dlhodobejšie.

Podľa základných projekcií by mal ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 0,8 % v roku 2026, 1,2 % v roku 2027 a 1,5 % v roku 2028. Na roky 2026 a 2027 bol rast

HDP revidovaný mierne nadol, čo odráža silnejší než pôvodne očakávaný vplyv vojny na Blízkom východe, zatiaľ čo na rok 2028 bol vzhľadom na postupný ústup tohto vplyvu revidovaný mierne nahor. Alternatívne predpoklady týkajúce sa rozsahu a pretrvávania vojny na Blízkom východe a cenového energetického šoku, jeho vplyvu na medzinárodné prostredie a neistotu, ako aj jeho prenosu prostredníctvom nepriamych a druhotných inflačných efektov by viedli k výrazne odlišným makroekonomickým výsledkom. Na ilustráciu tejto neistoty odborníci vypracovali tri alternatívne scenáre: miernejší, nepriaznivý a závažný scenár ([Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, jún 2026](#)).

Ročná miera celkovej inflácie eurozóny, meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP), je o 1,2 percentuálneho bodu nad úrovňou strednodobého cieľa Rady guvernérov 2 %. V máji 2026 sa zvýšila z aprílových 3,0 % na 3,2 %, odrážajúc nárast inflácie cien energií a inflácie HICP bez energií a potravín (HICPX), zatiaľ čo inflácia cien potravín klesla.⁵ Inflácia HICPX sa v máji zvýšila z aprílových 2,2 % na 2,5 % v dôsledku nárastu inflácie cien tovarov a služieb. Ukazovatele základnej inflácie v poslednom čase mierne vzrástli. Ročný rast kompenzácií na zamestnanca sa v prvom štvrtroku 2026 znížil na 3,5 %, z 3,7 % v poslednom štvrtroku 2025.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2026 má celková inflácia v roku 2026 dosiahnuť v priemere 3,0 % a následne má klesnúť na 2,3 % v roku 2027 a 2,0 % v roku 2028. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2026 bola celková inflácia na roky 2026 a 2027 upravená nahor vzhľadom na rýchlejší rast cien energií, ktorý by sa mal do určitej miery premietat' do inflácie cien potravín, tovarov a služieb. Riziká rýchlejšieho rastu inflácie odrážajú dôsledky vojny na Blízkom východe. Keďže výhľad inflácie závisí od intenzity a dĺžky trvania šoku cien energií, ako aj od rozsahu jeho nepriamych a sekundárnych účinkov, základná projekcia je doplnená aktualizovanými ilustračnými scenármi, ktoré sú zverejnené spolu s projekciami z júna 2026 na internetovej stránke ECB.⁶

Inflácia HICP eurozóny sa v máji 2026 zvýšila z aprílových 3,0 % na 3,2 % (graf 8). Tento nárast bol spôsobený vyššou infláciou cien energií a infláciou HICPX, zatiaľ čo inflácia cien potravín klesla. Ročná miera zmeny cien energií sa v máji mierne zvýšila na 10,9 % (z 10,8 % v apríli), odrážajúc výrazný kladný bazický efekt, zatiaľ čo inflácia cien energií medzimesačne klesla o 1,1 %. Inflácia cien potravín v máji klesla z aprílových 2,4 % na 2,0 %. V rámci potravinovej zložky klesla v rovnakom období inflácia cien spracovaných i nespracovaných potravín. Ročná miera zmeny cien spracovaných potravín sa znížila zo 4,6 % na 4,2 %, zatiaľ čo v prípade inflácie cien nespracovaných potravín došlo k poklesu z 1,6 % na 1,1 %. Inflácia HICPX vzrástla v máji z aprílových 2,2 % na 2,5 % vzhľadom na nárast inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov (non-energy industrial goods – NEIG) i inflácie cien služieb. Inflácia NEIG sa mierne zvýšila z 0,8 % v apríli na 0,9 % v máji; inflácia cien služieb sa v rovnakom období zvýšila z 3,0 % na 3,5 %. Hoci podrobné členenie zatiaľ nie je k dispozícii, zrýchlenie rastu inflácie cien služieb pravdepodobne odráža silnejšie cenové tlaky v doprave a službách spojených s cestovným ruchom, pri ktorých je premietanie vyšších nákladov na energie do cien zvyčajne výraznejšie.

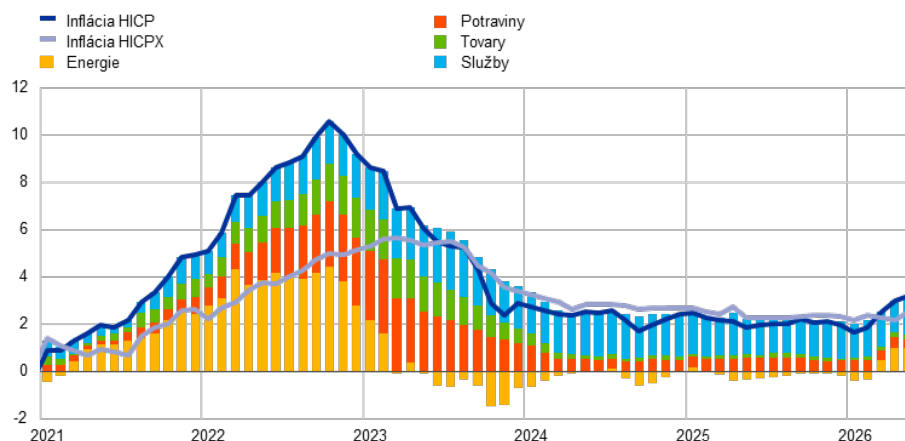
⁵ Redakčná uzávierka údajov uvedených v tomto čísle Ekonomického bulletinu bola 10. júna 2026. Podľa kompletných údajov o HICP zverejnených Eurostatom 17. júna 2026 dosahovala ročná inflácia v eurozóne v máji 2026 úroveň 3,2 %.

⁶ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2026, zverejnené 11. júna 2026 na internetovej stránke ECB.

Graf 8

Celková inflácia a jej hlavné zložky

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: „Tovar“ znamená neenergetické priemyselné tovary. HICPX: inflácia HICP bez energií a potravín. Posledné údaje sú z mája 2026 (rýchly odhad).

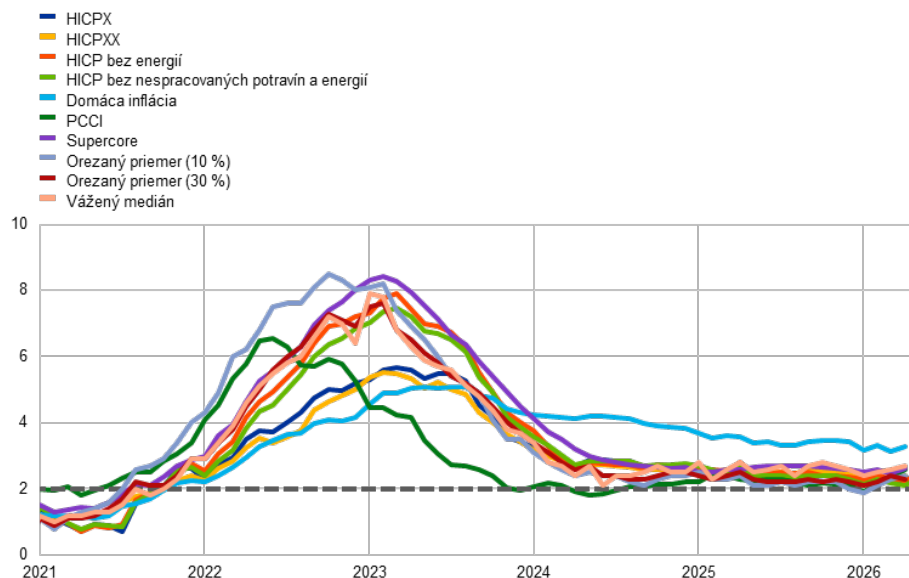
Ukazovatele základnej inflácie v poslednom čase mierne vzrástli (graf 9).⁷ Po aprílových zmiešaných signáloch došlo v máji k nárastu dostupných ukazovateľov založených na vylúčení niektorých zložiek. V apríli sa ukazovatele základnej inflácie pohybovali v rozpätí od 2,1 % do 2,6 %, pričom všetky modelové ukazovatele základnej inflácie zaznamenali nárast. Ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) sa v apríli zvýšil z marcových 2,4 % na 2,6 %. Ukazovateľ PCCI bez cien energií sa zvýšil z 2,2 % na 2,3 %. Ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus, sa za rovnaké obdobie mierne zvýšil z 2,5 % na 2,6 %.

⁷ Hodnoty základných ukazovateľov inflácie v súčasnosti vychádzajú z druhej verzie Európskej klasifikácie individuálnej spotreby podľa účelu (European Classification of Individual Consumption According to Purpose – ECOICOP 2), ktorá obsahuje revidované historické váhy a do ktorej boli doplnené hazardné hry ako nová položka palety produktov zahrnutých do HICP. Tieto metodické zmeny majú za následok určité zníženie porovnateľnosti s predchádzajúcimi hodnotami, hoci v prípade hlavných agregátov by mal byť tento účinok obmedzený. Podrobnejšie informácie: Eurostat, *Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) effective January 2026*, Európska komisia, Luxemburg, 25. február 2026. Upravená bola aj metodika zostavovania ukazovateľa Supercore.

Graf 9

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Sívá prerušovaná čiara predstavuje inflačný cieľ Rady guvernérov na úrovni 2 % v strednodobom horizonte. HICPX: HICP bez energií a potravín; HICPXX: HICP bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi. V prípade HICPX, HICPXX a HICP bez energií sú posledné údaje z mája 2026 (rýchly odhad) a v prípade zostávajúcich ukazovateľov z apríla 2026.

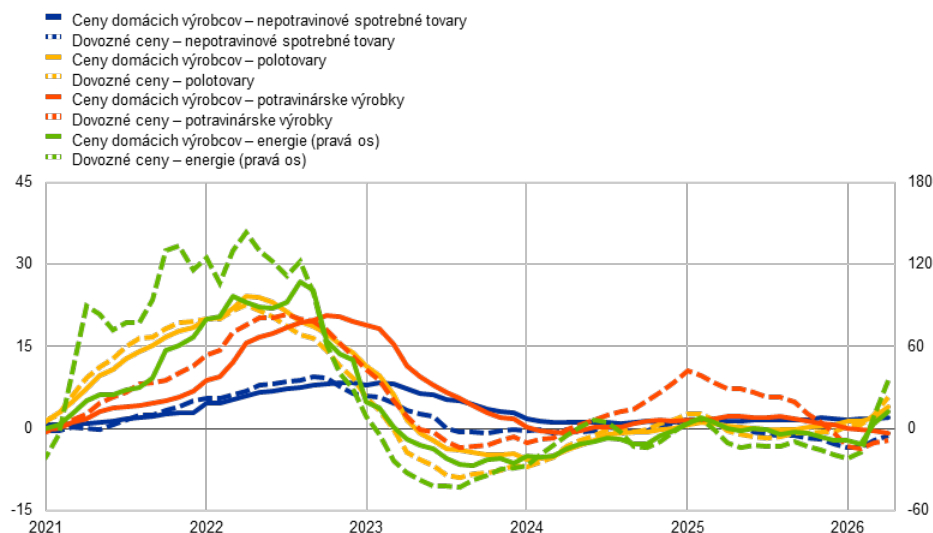
Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci v prípade tovarov poukazovali v apríli na zintenzívňovanie inflačných tlakov vo väčšine fáz cenového reťazca

(graf 10). V počiatočných fázach cenového reťazca sa inflácia cien výrobcov energií v apríli prudko zvýšila z marcových 4,0 % na 12,3 %. Dovozné ceny energií dosiahli v apríli 34,8 % – štvornásobok marcových 8,7 %. Tlaky v prípade polotovarov zostávajú zvýšené v dôsledku výrazného rastu cien domácich výrobcov a dovozných cien, ktoré vyskočili na 3,9 %, resp. 5,7 %. V neskorších fázach cenového reťazca z ukazovateľov tlakov v prípade spotrebiteľských tovarov celkovo vyplývali intenzívnejšie inflačné tlaky, so zvyšovaním inflácie dovozných cien (-1,4 %) i inflácie cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov (1,9 %). Tlaky v cenovom reťazci v prípade cien potravín boli pritom naďalej slabé. V prípade spracovaných potravín ročná miera rastu cien výrobcov ďalej klesala a dosiahla -0,8 %, čím pokračovala v postupnom klesajúcom trende pozorovanom od septembra 2025. Ročná miera rastu dovozných cien spracovaných potravín naopak od marca 2026 rastie a v apríli dosiahla -2,2 %, oproti februárovým -3,6 %. Vzhľadom na prebiehajúcu vojnu na Blízkom východe sú vývoj cien energií a potravín, ako aj celkové tlaky v cenovom reťazci, predmetom dôkladného monitorovania.

Graf 10

Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2026.

Domáce nákladové tlaky merané rastom deflátoru HDP sa v prvom štvrtroku 2026 znížili na 2,3 %, z 2,6 % v predchádzajúcom štvrtroku (graf 11).

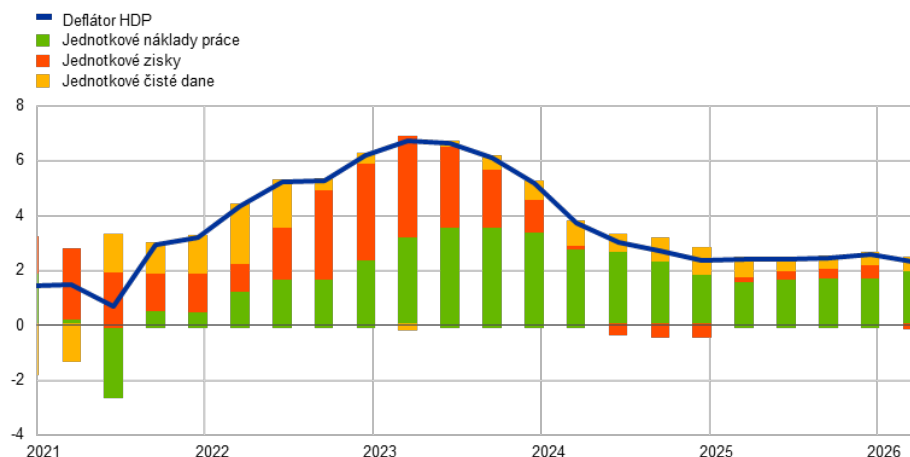
Tento vývoj odráža pokles príspevkov jednotkových ziskov (z 0,5 % na -0,1 %), zatiaľ čo príspevky jednotkových nákladov práce sa zvýšili a príspevky jednotkových čistých daní zostali nezmenené. Rast ročnej miery rastu jednotkových nákladov práce (z 3,2 % na 3,7 %) bol spôsobený spomalením rastu produktivity práce (z 0,5 % na -0,2 %). Čiastočne však bol vykompenzovaný poklesom ročnej miery rastu kompenzácií na zamestnanca (z 3,7 % na 3,5 %). Tento pokles bol dôsledkom zníženia miery rastu dojednaných miezd, ktorá sa v prvom štvrtroku 2026 spomalila z 2,9 % v poslednom štvrtroku 2025 na 2,5 %, a bol čiastočne vykompenzovaný zvýšením príspevku zložky mzdového posunu na 1,4 percentuálneho bodu, z 1,1 percentuálneho bodu, za rovnaké obdobie. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, mzdový monitor ECB, ktorý bol aktualizovaný na základe údajov o mzdových dohodách do konca mája 2026, naznačuje, že tlaky na dojednané mzdy sa v prvom polroku 2026 zmiernia a následne sa ustália na nižších úrovniach, na približne 2,6 % na konci roka, čo predstavuje pokles z 3,0 % v roku 2025.⁸ Podľa projekcií z júna 2026 sa má ročná miera rastu kompenzácií na zamestnanca spomaliť z 3,9 % v roku 2025 na 3,2 % v roku 2026 a v rokoch 2027 a 2028 má zostať v blízkosti tejto úrovne, v súlade so známami zmierňovania mzdových tlakov vyplývajúcimi z aktuálnych údajov a mzdových dohôd.

⁸ [New data release: ECB wage tracker points to stable negotiated wages pressures in 2026](#), tlačová správa, ECB, 17. júna 2026.

Graf 11

Zložky deflátoru HDP

(ročná percentuálna zmena; príspevky 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 prvý štvrtrok 2026.

Počas sledovaného obdobia od 19. marca do 10. júna 2026 sa krátkodobé trhovú ukazovatele inflačnej kompenzácie v čistom vyjadrení zmenili len málo, a to aj napriek značnej volatilite v rámci sledovaného obdobia spôsobenej výkyvmi cien ropy súvisiacimi s vojnou na Blízkom východe, zatiaľ čo dlhodobejšie inflačné očakávania zostali pevne ukotvené na úrovni okolo 2 % (graf 12, panel a). Pokiaľ ide o výhľad inflácie v krátkodobom horizonte z pohľadu investorov, v sledovanom období bolo v hodnotách vidieť výrazné rozdiely. Nakoniec sa však vrátili k úrovniam zaznamenaným v čase zasadania Rady guvernérov 19. marca 2026, keďže ceny ropy sa v máji zmiernili vzhľadom na nádeje na mierovú dohodu, ktorá by vojnu na Blízkom východe ukončila. Do konca sledovaného obdobia sa jednoročná forwardová sadzba inflačných swapov o jeden rok zvýšila len nepatrne na 2,2 %. V prípade strednodobých a dlhodobejších splatností z ukazovateľov inflačnej kompenzácie vyplýval relatívne stabilný vývoj, s päťročnou forwardovou sadzbou inflačných swapov o päť rokov v sledovanom období na takmer nezmenenej úrovni približne 2,2 %. Po úprave o inflačné rizikové prémie, t. j. kompenzáciu požadovanú investormi za znášanie rizika, že budúce hodnoty inflácie by sa mohli líšiť od inflačných očakávaní, boli trhovú ukazovatele strednodobých a dlhodobejších inflačných očakávaní dokonca ešte bližšie k dvojpercentnému inflačnému cieľu. Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za druhý štvrtrok 2026 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za apríl 2026 zostal priemer a medián dlhodobejších inflačných očakávaní na úrovni 2 %.

Graf 12

Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie a inflačné očakávania spotrebiteľov

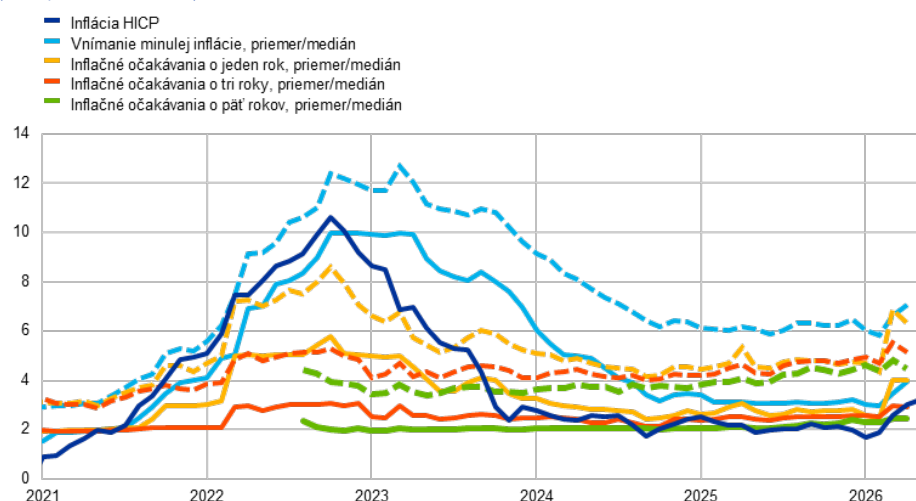
a) Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie

(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 dvoch rôznych časových horizontoch za eurozónu. Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 19. marca 2026. Prerušované čiary v paneli b) označujú priemer, neprerušované čiary medián. V prípade panela a) a panela b) sú posledné údaje z 10. júna 2026, v prípade inflácie HICP z mája 2026 (rýchly odhad) a v prípade zostávajúcich ukazovateľov z apríla 2026.

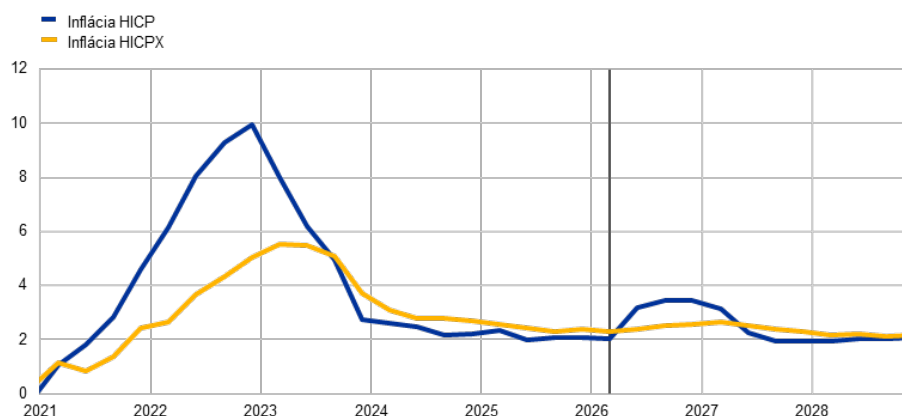
Krátkodobé a strednodobé inflačné očakávania spotrebiteľov sa v apríli 2026 pohybovali vo všeobecnosti horizontálne, zatiaľ čo vnímanie minulej inflácie vzrástlo (graf 12, panel b). Podľa prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB za apríl 2026 sa medián vnímanej inflácie za predchádzajúcich dvanásť mesiacov v apríli zvýšil z marcových 3,5 % na 4,0 %.⁹ Medián inflačných očakávaní na nasledujúcich 12 mesiacov zostal stabilný na úrovni 4,0 %, zatiaľ čo očakávania na obdobie o tri roky mierne klesli z marcových 3,0 % na 2,9 %. Medián očakávaní na obdobie o päť rokov bol nezmenený na úrovni 2,4 %.

⁹ Zber údajov v rámci prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB z apríla 2026 sa skončil 4. mája 2026.

Podľa projekcií z júna 2026 sa má celková inflácia zvýšiť z 2,1 % v roku 2025 na 3,0 % v roku 2026. Následne má klesnúť na 2,3 % v roku 2027 a v roku 2028 sa má vrátiť na úroveň 2,0 % (graf 13). Očakáva sa, že celková inflácia HICP bude kulminovať na úrovni 3,4 % v treťom a štvrtom štvrťroku 2026 a až do začiatku roka 2027 zostane nad úrovňou 3,0 % v dôsledku prudkého nárastu inflácie cien energií zapríčineného konfliktom na Blízkom východe. V druhom štvrťroku 2027 má prudko klesnúť na 2,3 % a v strednodobom horizonte sa má stabilizovať sa na úrovni približne 2,0 %. Z poklesu cien energetických komodít na základe cien futures, ako aj z rozsiahlych bazických efektov vyplýva, že inflácia cien energií by mala klesnúť a v roku 2027 prejsť až do záporného pásma, než sa následne v roku 2028 v dôsledku zavedenia systému EÚ na obchodovanie s emisiami 2 (Emissions Trading System 2 – ETS2) mierne zvýši. Inflácia cien potravín by sa mala v krátkodobom horizonte zvýšiť a neskôr počas sledovaného obdobia klesnúť na úroveň 2 %. Podobne aj HICPX má začiatkom roka 2027 kulminovať na úrovni 2,7 %, najmä v dôsledku výrazného nárastu inflácie NEIG, no od druhého štvrťroka sa má zmierňovať a v roku 2028 má dosiahnuť 2,2 %. V porovnaní s projekciami z marca 2026 bola celková inflácia HICP upravená nahor o 0,4 percentuálneho bodu na rok 2026 a o 0,3 percentuálneho bodu na rok 2027. Na rok 2028 bola upravená o 0,1 percentuálneho bodu nadol. Inflácia HICPX bola upravená nahor o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2026, o 0,3 percentuálneho bodu na rok 2027 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2028, odrážajúc vyššiu infláciu cien služieb a infláciu NEIG. Vzhľadom na neistotu v súvislosti s vojnou na Blízkom východe a jej vplyv na ceny energií a hospodárstvo sú projekcie doplnené súborom aktualizovaných ilustračných scenárov vývoja, ktoré sa líšia tromi hlavnými aspektmi: rozsahom energetického šoku, stupňom neistoty a intenzitou premietnutia energetického šoku do cien neenergetických komodít.

Graf 13
Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2026.

Poznámka: Sívá zvislá čiara označuje posledný štvrťrok pred začiatkom sledovaného obdobia. Posledné údaje sú za prvý štvrťrok 2026 (historické údaje) a štvrtý štvrťrok 2028 (projekcie). Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2026 boli dokončené 27. mája 2026 a redakčná uzávierka technických predpokladov bola 21. mája 2026. Historické i projektované údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrťročnú periodicitu.

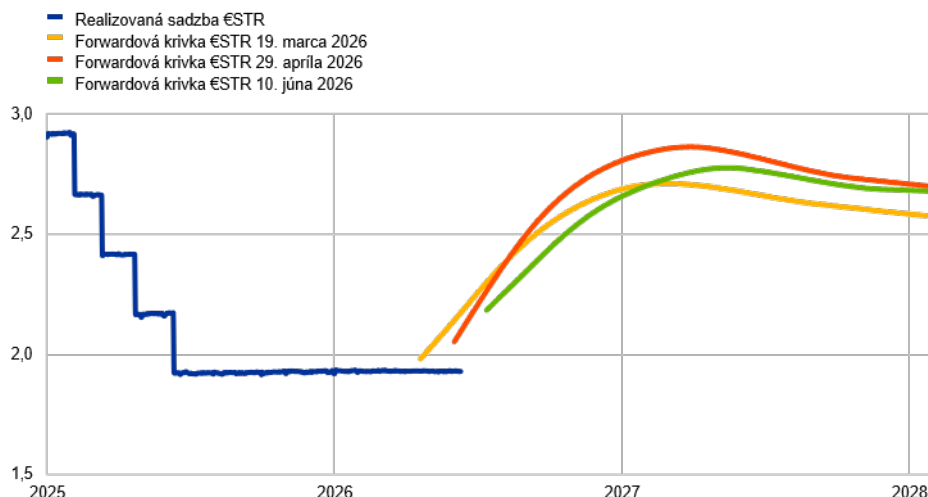
Finančné trhy eurozóny zaznamenali počas sledovaného obdobia od 19. marca 2026 do 10. júna 2026 zvýšenú volatilitu, keďže účastníci trhu neustále prehodnocovali vývoj vojny na Blízkom východe a jej hospodárske dôsledky. Bezrizikové sadzby a výnosy štátnych dlhopisov v prvej polovici sledovaného obdobia stúpili, keďže tento konflikt vytlačil ceny ropy na najvyššie úrovne od júna 2022. Neskôr však vo všeobecnosti opäť klesli, keď rastúce očakávania mierovej dohody stlačili ceny energií z ich predchádzajúcich maxim. Ku koncu sledovaného obdobia forwardová krivka krátkodobej eurovej sadzby €STR zohľadnila kumulatívne zvýšenie základnej úrokovej sadzby približne o 70 bázických bodov do konca roka 2026, čo predstavuje len minimálnu zmenu oproti úrovni zohľadnenej k 19. marcu. Dlhodobé bezrizikové úrokové sadzby sa do konca sledovaného obdobia zvýšili. Trhy so štátnymi dlhopismi v eurozóne sa vo všeobecnosti ukázali ako odolné, pričom výnosy vo veľkej miere kopírovali vývoj bezrizikových sadzieb. Akcie v eurozóne zaznamenali výrazný rast, podporený robustnými výnosmi najmä v technologickom a finančnom sektore. Ich výkonnosť však zaostala za výkonnosťou amerických akcií, ktoré výraznejšie profitovali zo značného rastu akcií súvisiacich s umelou inteligenciou. Spready podnikových dlhopisov sa zúžili v segmente investičného stupňa aj v segmente s vysokým výnosom. Na devízových trhoch bolo euro vo všeobecnosti stabilné tak voči americkému doláru (+0,4 %), ako aj v obchodne váženom vyjadrení (-0,1 %).

Vo volatilnom prostredí spôsobenom pretrvávajúcou vojnou na Blízkom východe sa krátkodobé bezrizikové sadzby v eurozóne do konca sledovaného obdobia v zásade nezmenili, kým dlhodobé bezrizikové sadzby, naopak, vzrástli (graf 14). Po tom, čo sa Rada guvernérov na svojich zasadnutiach 19. marca 2026 a 30. apríla 2026 rozhodla ponechať tri kľúčové úrokové sadzby ECB nezmenené, dosiahla referenčná krátkodobá eurová sadzba €STR na konci sledovaného obdobia úroveň 1,93 %. Nadbytočná likvidita sa znížila približne o 148 mld. € na 2 216 mld. € najmä v dôsledku pokračujúceho poklesu portfólií cenných papierov držaných na účely menovej politiky. V dôsledku obáv z možnej eskalácie vojny na Blízkom východe krátkodobé forwardové sadzby medzi marcovým a aprílovým zasadnutím Rady guvernérov vzrástli a 29. apríla dosiahli maximum. Následne sa vrátili na predchádzajúce úrovne, keď sa zvýšili očakávania urovnania napätia na Blízkom východe a globálne ceny energií klesli. Forwardová krivka sadzby €STR na konci sledovaného obdobia naznačovala kumulatívne zvýšenie úrokových sadzieb približne o 70 bázických bodov do konca roka, čo zodpovedá úrovni zohľadnenej k 19. marcu. Pokiaľ ide o obdobie po roku 2026, forwardové sadzby €STR na konci sledovaného obdobia v porovnaní s marcom mierne vzrástli. Desaťročná nominálna sadzba jednoduchých indexových swapov (OIS) sa počas sledovaného obdobia zvýšila takmer o 15 bázických bodov a dosiahla úroveň 2,9 %.

Graf 14

Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



Zdroj: Bloomberg Finance L.P. a výpočty ECB.

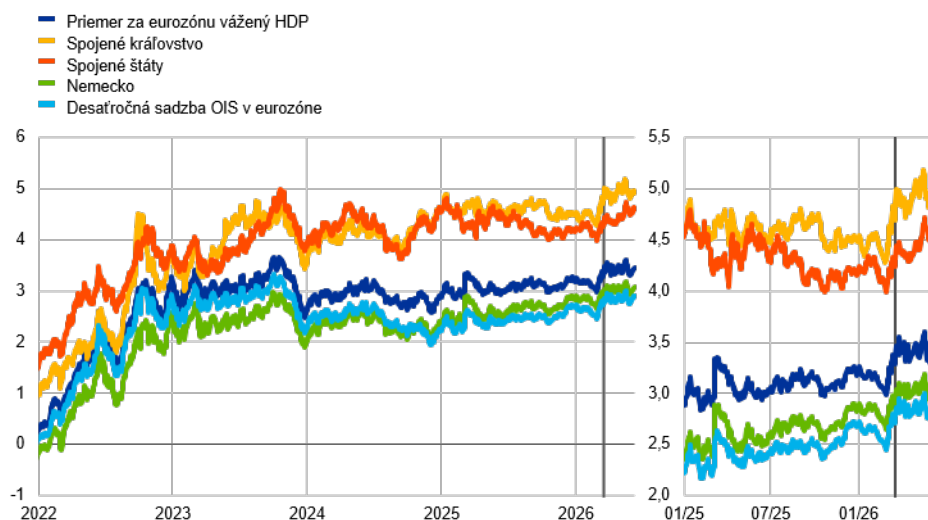
Poznámka: Forwardová krivka sa odhaduje použitím spotových sadzieb OIS (€STR).

Dlhodobé výnosy štátnych dlhopisov v eurozóne boli za sledované obdobie mierne vyššie, pričom ich spready voči bezrizikovým sadzbám sa takmer nezmenili a v krajinách s vysokou zadlženosťou sa prejavila určitá volatilita (grafy 15 a 16). Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP sa mierne zvýšili a na konci sledovaného obdobia dosiahli úroveň okolo 3,5 %. Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v celej eurozóne vo všeobecnosti kopírovali bezrizikovú sadzbu OIS a rozptyl spreadov štátnych dlhopisov v jednotlivých krajinách voči bezrizikovým sadzbám zostal na historicky nízkych úrovniach. Štáty, ktoré sú mimoriadne citlivé na energetický šok súvisiaci so situáciou na Blízkom východe alebo vykazujú vyššiu úroveň zadlženosti, zaznamenali v danom období o niečo väčšiu volatilitu. Výnosy desaťročných amerických štátnych dlhopisov sa zvýšili približne o 30 bázických bodov a dosiahli 4,6 %. Výnosy desaťročných britských štátnych dlhopisov počas sledovaného obdobia výrazne kolísali a dosahovali úroveň presahujúcu 5 %, pričom obdobie ukončili približne o 10 bázických bodov vyššie, na úrovni 4,9 %.

Graf 15

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

(v % p. a.)



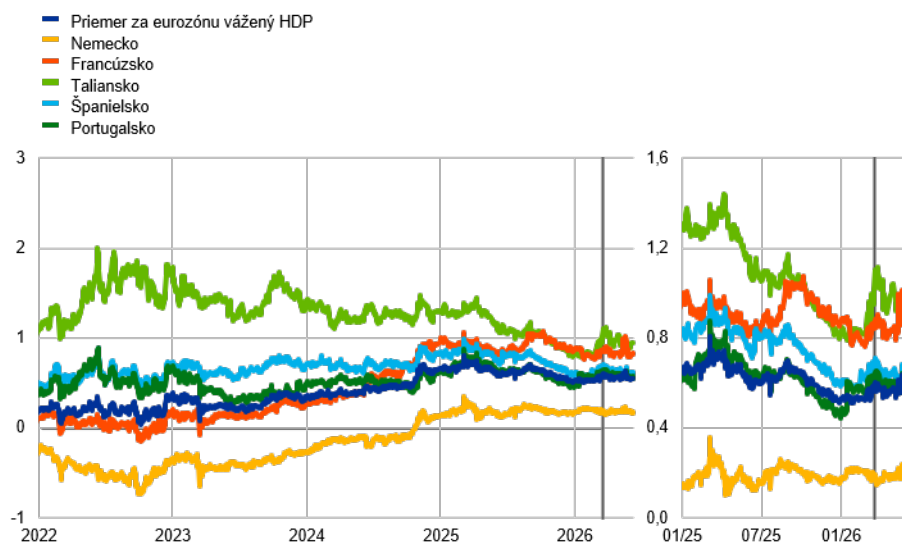
Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámky: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 19. marca 2026. Posledné údaje sú z 10. júna 2026.

Graf 16

Spready výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny voči desaťročnej sadzbe OIS založenej na €STR

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámky: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 19. marca 2026. Posledné údaje sú z 10. júna 2026.

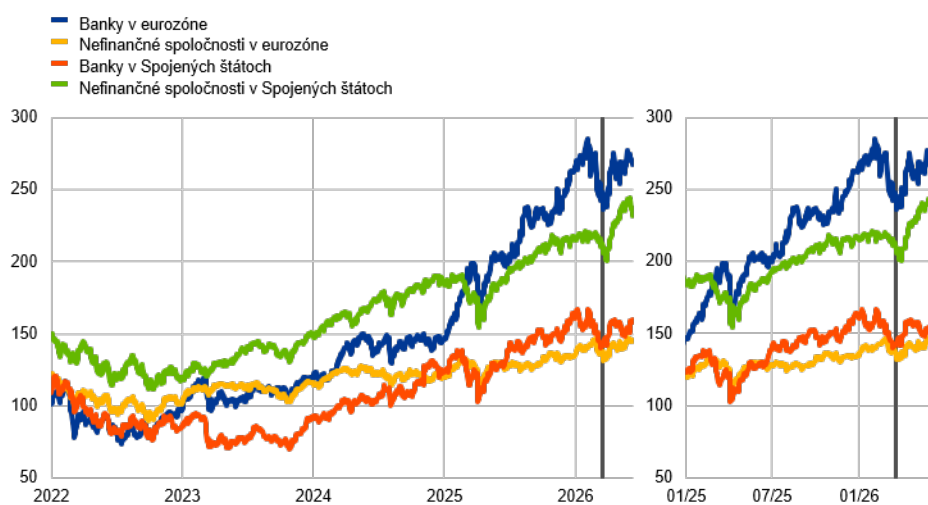
Akcie eurozóny sa počas sledovaného obdobia zotavili a vykompenzovali straty zaznamenané počas prvého mesiaca vojny na Blízkom východe, keďže zisky podnikov zostali stabilné a ochota podstupovať riziko sa po oznámení prímeria 8. apríla zvýšila (graf 17). Celkovo akciové trhy eurozóny počas sledovaného obdobia vzrástli o 7,7 %, pričom subindex nefinančných spoločností

sa zvýšil o 7,5 % a ceny akcií bánk stúpili o 11 %. V Spojených štátoch sa široký akciový index zvýšil o 10 %, pričom akcie nefinančných spoločností stúpili o 10,4 % a bankové akcie si pripísali 11,5 %. Kótované podniky na oboch stranách Atlantiku vykázali značné zisky, najmä v technologickom sektore, čo posilnilo optimizmus ohľadom rozširovania globálnej infraštruktúry umelej inteligencie. Optimistické očakávania dlhodobého rastu ziskov podnikov pôsobiacich v oblasti umelej inteligencie v Spojených štátoch zároveň prispeli k tomu, že americké akcie dosiahli lepšie výsledky ako akcie v eurozóne.

Graf 17

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 2. január 2020 = 100)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámky: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 19. marca 2026. Posledné údaje sú z 10. júna 2026.

Na trhoch s podnikovými dlhopismi sa v sledovanom období zúžili spready medzi dlhopismi investičného stupňa a vysokovýnosovými dlhopismi v eurozóne, a vrátili sa tak na úroveň spred vojny. Zúženie spreadov

korporátnych dlhopisov v eurozóne odzrkadľovalo zvýšenie ochoty podstupovať riziko po počiatočnom zhoršení situácie vyvolanom vypuknutím vojny. Najvýraznejšie bolo v segmente vysokovýnosových dlhopisov, kde sa spready zúžili približne o 40 bázických bodov. Spready dlhopisov investičného stupňa sa znížili približne o 10 bázických bodov, a to v prípade nefinančných spoločností aj finančných inštitúcií.

Na devízových trhoch bolo euro všeobecne stabilné aj voči americkému doláru, aj v obchodne váženom vyjadrení (graf 18). Nominálny efektívny

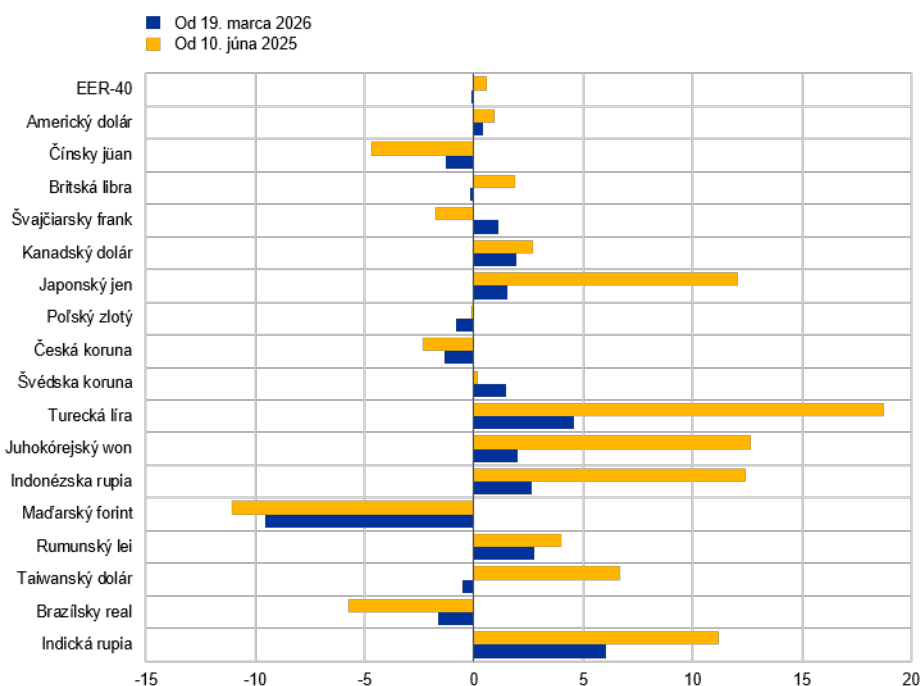
výmenný kurz eura meraný voči menám 40 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny zostal počas sledovaného obdobia v podstate stabilný (-0,1 %). Kurz eura voči americkému doláru sa takmer nezmenil a na konci sledovaného obdobia sa ustálil na kurze 1,15 USD za euro (+0,4 %). Euro, ktoré po vypuknutí vojny na Blízkom východe voči americkému doláru spočiatku oslabilo, sa po uzavretí dohody o prímerí začiatkom apríla začalo opäť zhodnocovať. Neskôr sa však opäť oslabilo vzhľadom na pretrvávajúcu neistotu v súvislosti s možnou mierovou dohodou, ktorá vyvíjala pokračujúci tlak na rast cien energií. Odvtedy sa tento menový pár

obchoduje v úzkom pásme 1,15 až 1,18 USD za euro. Euro sa posilnilo voči japonskému jenu (+1,5 %), ktorý sa počas celého obdobia neustále oslaboval a zotavil sa len dočasne po devízových intervenciách japonských orgánov. Naopak, euro sa oslabilo voči maďarskému forintu (-9,6 %), ktorý sa posilnil po parlamentných voľbách v Maďarsku, ako aj voči brazílskemu realu (-1,6 %) a čínskemu jüanu (-1,3 %).

Graf 18

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámky: EER-40 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 40 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny.

Kladná (záporná) zmena znamená posilnenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané podľa výmenných kurzov z 10. júna 2026.

Po vypuknutí vojny na Blízkom východe sa podmienky financovania pre podniky a domácnosti zhoršili. V apríli sa úrokové sadzby bankových úverov pre podniky udržali na úrovni 3,6 % a úrokové sadzby hypoték zostali stabilne na úrovni 3,4 %. V sledovanom období od 19. marca do 10. júna 2026 sa náklady nefinančných spoločností na dlhové financovanie na trhu takmer nezmenili, zatiaľ čo náklady na kapitálové financovanie vzrástli v dôsledku zvýšenia rizikovej prémie akcií aj bezrizikových sadzieb. Rast úverov podnikom sa v apríli zvýšil na 3,4 %, zatiaľ čo rast úverov domácnostiam zostal stabilný na úrovni 3 %. Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu (M3) sa znížila na 2,7 %.

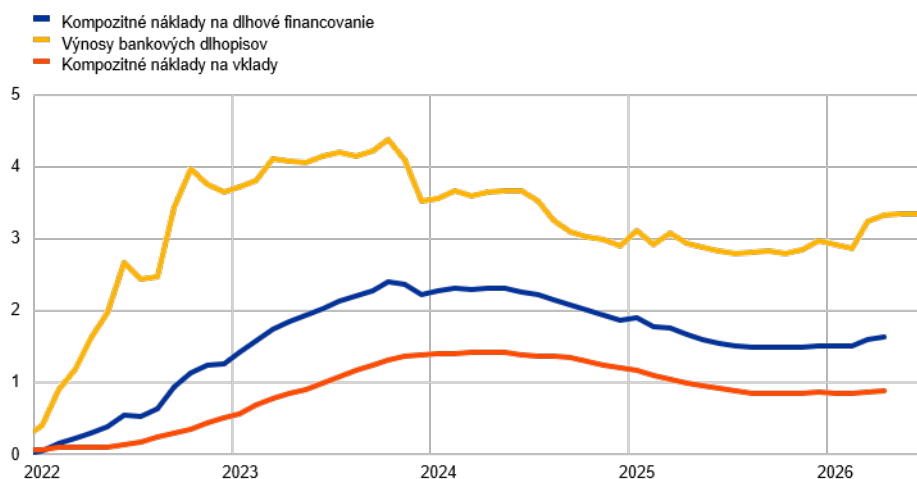
Náklady bánk na financovanie sa po vypuknutí vojny na Blízkom východe mierne zvýšili.

Relatívne mierny nárast zložených nákladov bánk v eurozóne na dlhové financovanie – z 1,5 % vo februári na 1,6 % v apríli (graf 19) – bol spôsobený najmä vývojom bezrizikových sadzieb. Po vypuknutí vojny na Blízkom východe 28. februára sa výnosy bankových dlhopisov zvýšili približne o 70 bázických bodov a do konca apríla sa ustálili. Zložená sadzba vkladov zostala v apríli stabilná na úrovni 0,9 %. Úrokové sadzby jednoduchových vkladov a na sporiaciach účtoch zostali nezmenené, rovnako ako medzibankové sadzby, zatiaľ čo sadzby termínovaných vkladov zaznamenali oproti marcu mierny nárast.

Graf 19

Zložené náklady bánk na financovanie v eurozóne

(v % p. a.)



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

Poznámka: Zložené náklady na dlhové financovanie sú priemerom nákladov bánk na nové obchody zahŕňajúce jednoduchové vklady, vklady s výpovednou lehotou, termínované vklady, dlhopisy a medzibankové pôžičky váženým ich príslušnými zostatkami. Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených jednoduchovými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi s výpovednou lehotou váženým ich príslušnými zostatkami. Posledné údaje o zložených nákladoch na dlhové financovanie a zložených nákladoch na vklady sú z apríla 2026 a o výnosoch bankových dlhopisov z 10. júna 2026.

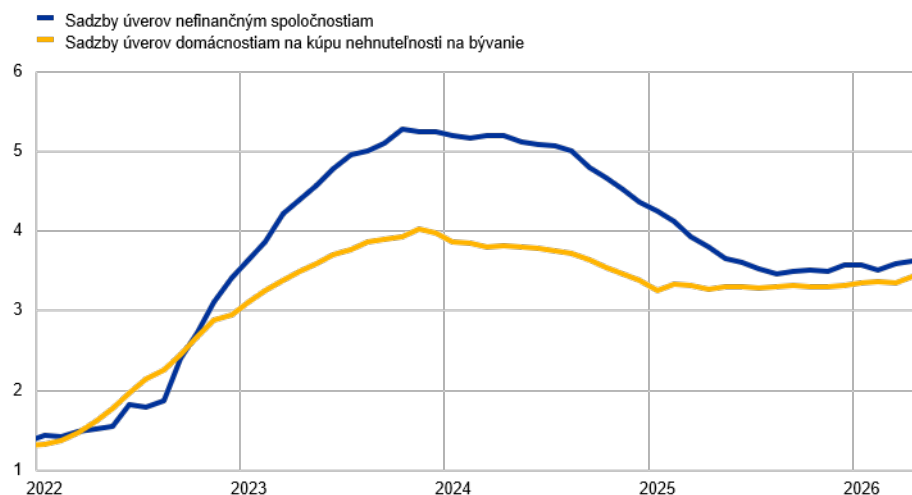
Úrokové sadzby bankových úverov pre podniky sa po vypuknutí vojny na Blízkom východe celkovo mierne zvýšili a okrajový nárast zaznamenali aj sadzby pre domácnosti (graf 20). Náklady na bankové úvery pre nefinančné spoločnosti sa od februára zvýšili o 11 bázických bodov a v apríli dosiahli úroveň 3,6 %, čo je približne o 170 bázických bodov pod maximom z októbra 2023. Úrokové

sadzby sa zvýšili v prípade úverov so strednodobou viazanosťou (od jedného do piatich rokov) a vo všeobecnosti zostali nezmenené v prípade úverov s kratšou viazanosťou (menej ako jeden rok) a s dlhšou viazanosťou (viac ako päť rokov). Spread medzi úrokovými sadzbami malých a veľkých úverov pre podniky zostal celkovo stabilný na nízkej úrovni. Náklady na úvery na kúpu nehnuteľnosti na bývanie pre domácnosti sa od februára mierne zvýšili o 7 bázických bodov a v apríli dosiahli úroveň 3,4 %, čo je približne o 60 bázických bodov menej ako ich maximum z novembra 2023. Tento vývoj odráža nárast úrokových sadzieb vo všetkých obdobiach fixácie, pričom úrokové sadzby pri strednodobých a dlhodobých úveroch stúpili viac ako pri krátkodobých úveroch.

Graf 20

Zložené úrokové sadzby bankových úverov pre podniky a domácnosti v eurozóne

(v % p. a.)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Zložené úrokové sadzby bankových úverov sa počítajú agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb na základe 24-mesačného klzavého priemeru objemu nových obchodov. Posledné údaje sú z apríla 2026.

V sledovanom období od 19. marca do 10. júna 2026 sa náklady na trhové financovanie formou dlhu emitovaného podnikmi zmenili len zanedbateľne, zatiaľ čo náklady na kapitálové financovanie sa zvýšili. Celkové náklady

nefinančných spoločností na financovanie – teda zložené náklady na bankové úvery, na trhové dlhové financovanie a na kapitálové financovanie – zostali v apríli 2026 už druhý mesiac po sebe na úrovni 6,2 % (graf 21).¹⁰ Po výraznom skoku v marci sa náklady na kapitálové financovanie ďalej zvýšili aj v apríli. Vplyv na celkové náklady na financovanie pochádzajúci z tohto nárastu nákladov na kapitálové financovanie a súbežného zvýšenia nákladov na dlhodobé bankové úvery v apríli bol kompenzovaný poklesom nákladov na trhové dlhové financovanie, ktorý bol spôsobený zúžením spreadov pri dlhopisoch emitovaných nefinančnými spoločnosťami. Počas celého sledovaného obdobia zostali náklady na trhové dlhové financovanie prakticky nezmenené vďaka nižším spreadom podnikových dlhopisov, ktoré kompenzovali vyššie bezrizikové sadzby (viac v časti 4 – Vývoj na finančných trhoch v tomto vydaní Ekonomického bulletinu). Nárast nákladov na kapitálové

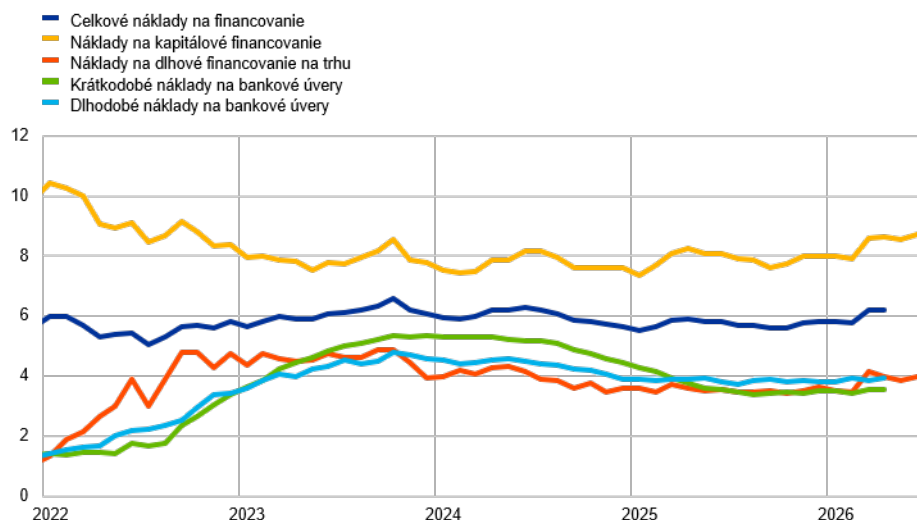
¹⁰ Vzhľadom na oneskorenú dostupnosť údajov o nákladoch na bankové úvery sú údaje o celkových nákladoch nefinančných spoločností na financovanie k dispozícii len do apríla 2026.

financovanie možno pripísať hlavne zvýšeniu rizikovej prémie akcií, pričom v menšej miere prispel aj rast dlhodobých bezrizikových sadzieb.

Graf 21

Nominálne náklady na externé financovanie podnikov eurozóny podľa zložiek

(v % p. a.)



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

Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností vychádzajú z mesačných údajov a počítajú sa ako priemer dlhodobých a krátkodobých nákladov na bankové úvery (priemerné mesačné údaje), trhové dlhové financovanie a kapitálové financovanie (údaje z konca mesiaca) vážený ich príslušnými zostatkami. Posledné údaje o nákladoch na trhové dlhové financovanie a kapitálové financovanie (denné údaje) sú z 10. júna 2026 a o celkových nákladoch na financovanie a nákladoch na dlhodobé a krátkodobé bankové úvery (mesačné údaje) sú z apríla 2026.

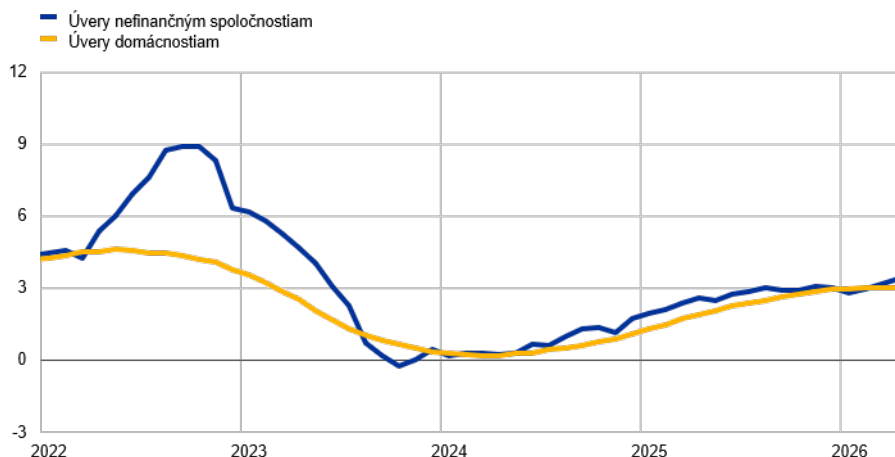
Rast úverov podnikom sa v apríli ďalej zvýšil, zatiaľ čo rast úverov domácnostiam zostal stabilný (graf 22).

Externé financovanie podnikov sa od vypuknutia vojny na Blízkom východe posilnilo, a to najmä vďaka bankovým úverom, predovšetkým vo forme krátkodobých a strednodobých úverov, ako aj oživeniu čistej emisie dlhových cenných papierov. Ročná miera rastu bankových úverov nefinančným spoločnostiam stúpila z marcových 3,2 % na 3,4 % v apríli, stále však zotrvala pod historickým priemerom 4,3 % od začiatku roka 1999. Medzitým sa ročná miera rastu dlhového financovania podnikov v apríli zvýšila na 3,7 % z 3,4 % v marci, v porovnaní s januárovými 2,8 %. Naopak, medziročné tempo rastu úverov domácnostiam sa v apríli udržalo na úrovni 3,0 %, čo je stále tiež pod historickým priemerom 4,1 % od začiatku roka 1999. Rast úverov domácnostiam bol podporený predovšetkým výrazným rastom spotrebiteľských úverov a v menšej miere aj hypotekárnych úverov. Ostatné druhy úverov pre domácnosti vrátane úverov pre malých podnikateľov zostali naproti tomu slabé. Podľa najnovšieho [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#) ECB za apríl 2026 vojna na Blízkom východe negatívne ovplyvnila očakávania domácností týkajúce sa prístupu k úverom, keď sa tieto očakávania v apríli nachádzali na najnižšej úrovni od vrcholu zaznamenaného počas posledného cyklu zvyšovania úrokových sadzieb v decembri 2023.

Graf 22

Úvery PFI v eurozóne

(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 2026.

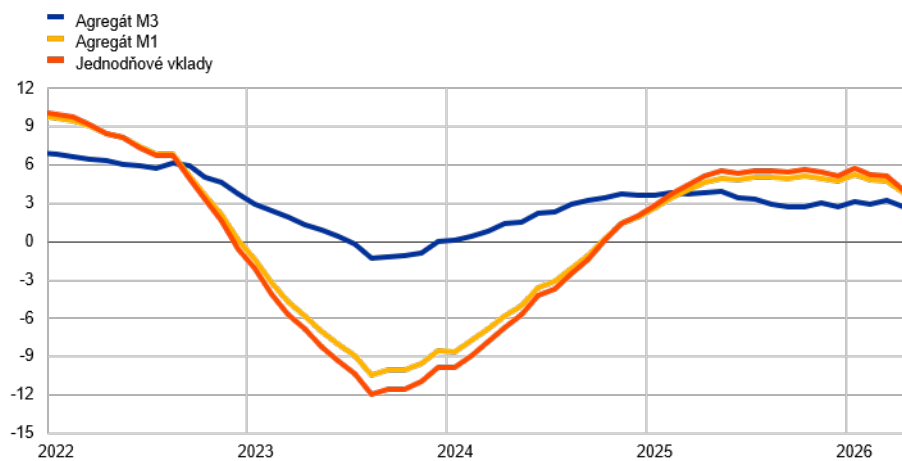
Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu (M3) sa v apríli znížila pre značný odlev vkladov nebankových finančných sprostredkovateľov (graf 23).

Ročná miera rastu agregátu M3 v apríli klesla na 2,7 %, z marcových 3,2 %, a vrátila sa tak na úroveň zaznamenanú počas väčšiny druhého polroka 2025, pričom zostala výrazne pod historickým priemerom 5,2 % od začiatku roka 1999. Ročná miera rastu úzkeho peňažného agregátu (M1) – ktorý zahŕňa najlikvidnejšie nástroje, t. j. obeživo a jednoduchové vklady – klesla z marcových 4,7 % na 3,8 % v apríli, v dôsledku značného odlevu vkladov nebankových finančných sprostredkovateľov, čím došlo k zvratu oproti prílevu zaznamenanému v predchádzajúcom mesiaci. Z hľadiska protipoložiek tvorbu peňažnej masy podporovali bankové úvery, zatiaľ čo čistý zahraničný odlev peňazí z eurozóny a zníženie bilancie Euro systému rast M3 brzdili.

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 2026.

Deficit rozpočtu verejnej správy eurozóny, ktorý v roku 2025 dosiahol úroveň 2,9 % HDP, by sa mal podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2026 v roku 2026 výrazne zvýšiť na 3,6 % HDP a v roku 2027 by mal ďalej rásť až na 3,7 %. Projekcie počítajú s uvoľnením fiškálnej pozície eurozóny v roku 2026 a následne s jej opätovným sprísnením v rokoch 2027 a 2028. Predpokladané uvoľnenie v roku 2026 možno pripísať najmä vládnym investíciám a fiškálnym transferom, pričom nárast investícií odráža predovšetkým vysoké výdavky na obranu a infraštruktúru, ako aj projekty v rámci programu Next Generation EU (NGEU). Sprísnenie v rokoch 2027 a 2028 spôsobujú predovšetkým faktory, ktoré nie je možné ovplyvniť. Očakáva sa, že pomer dlhu k HDP v eurozóne bude ďalej rásť a v roku 2028 dosiahne úroveň 90 % HDP, keďže pretrvávajúce primárne deficity a kladné úpravy vzťahu deficitu a dlhu prevážia nad priaznivými, no klesajúcimi účinkami diferenciálov úrokových mier a rastu. Európska komisia v rámci svojho jarného balíka Európskeho semestra 2026, ktorý bol zverejnený 3. júna, konštatuje, že pri opatreniach na posilnenie energetickej bezpečnosti a zníženie závislosti od fosílnych palív možno využiť existujúcu flexibilitu v tomto rámci.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z júna 2026 sa očakáva zhoršovanie rozpočtového salda verejnej správy eurozóny, pričom deficit dosiahne vrchol v roku 2027, keď výrazne prekročí hranicu 3 % (graf 24).¹¹ Pokiaľ ide o predchádzajúci vývoj, rozpočtový deficit eurozóny mierne klesol z 3,0 % HDP v roku 2024 na 2,9 % HDP v roku 2025. Následne by sa mal výrazne zvýšiť na 3,6 % HDP v roku 2026, vrcholiť na úrovni 3,7 % v roku 2027 a mierne klesnúť na 3,6 % HDP v roku 2028. Zhoršenie rozpočtového salda počas sledovaného obdobia je z väčšej časti spôsobené postupným nárastom úrokových platieb. Výraznejšie zvýšenie rozpočtového deficitu v roku 2026 odráža aj uvoľnenie fiškálnej pozície – meranej cyklicky upraveným primárnym saldom očisteným od grantov NGEU – a mierne zhoršenie cyklickej zložky, ktoré odzrkadľuje vývoj produkčnej medzery.¹² Cyklická zložka by sa podľa očakávaní mala v roku 2027 naďalej mierne zhoršovať, čo prispeje k zvýšeniu deficitu, no v roku 2028 sa tento trend zvráti, čo spolu s plánovaným fiškálnym sprísnením povedie k miernemu zlepšeniu fiškálnej pozície. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2026 bol pomer rozpočtového deficitu v roku 2025 o 0,1 percentuálneho bodu nižší a v roku 2026 by mal byť podľa prognóz o 0,2 percentuálneho bodu vyšší, zatiaľ čo v rokoch 2027 a 2028 by mal zostať v podstate nezmenený.

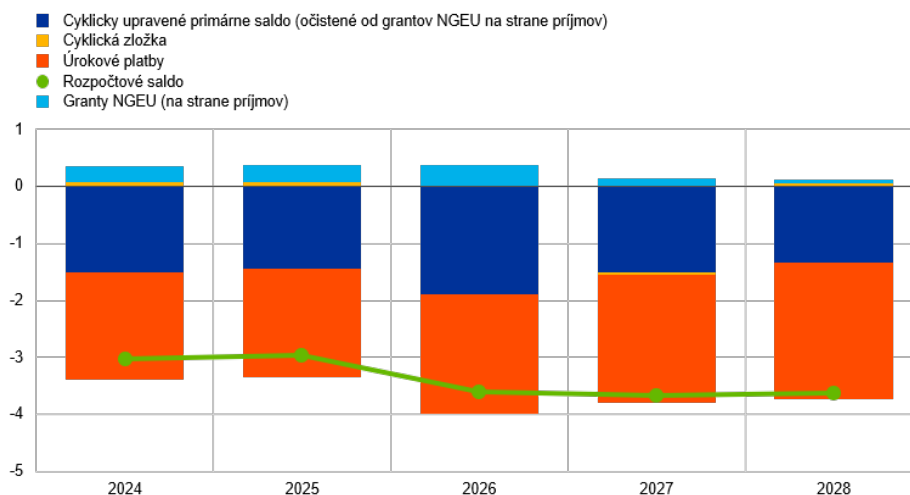
¹¹ [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2026](#), zverejnené 11. júna 2026 na internetovej stránke ECB.

¹² 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 upravuje tak, aby tieto príjmy nezahŕňalo. 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 2026.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy 21 krajín eurozóny.

Po miernom sprísnení v roku 2025 sa predpokladá, že agregovaná fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2026 uvoľní a v rokoch 2027 a 2028 sa opäť mierne sprísni. Uvoľnenie v roku 2026 podľa očakávaní dosiahne 0,5 percentuálneho bodu HDP, predovšetkým v súvislosti s vyššími verejnými investíciami a transfermi domácnostiam. Nárast investícií odráža vyššie výdavky na obranu a infraštruktúru v Nemecku a v niekoľkých ďalších menších krajinách, ako aj výdavky financované z programu NGEU, hoci sa očakáva, že tieto výdavky budú v nasledujúcich rokoch z veľkej časti zrušené. Sprísnenie fiškálnej pozície, s ktorým sa počíta v rokoch 2027 a 2028, sa vysvetľuje predovšetkým nediskrečnými faktormi, najmä efektom fiškálnej progresie a oddelením daňových základov od HDP.¹³ V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2026 sa očakáva, že fiškálna pozícia bude v roku 2026 o niečo uvoľnenejšia, v roku 2027 v podobnej miere reštriktívnejšia, kým v roku 2028 zostane nezmenená. Revízie odrážajú predovšetkým nové dočasné opatrenia na podporu energetiky, ktoré vlády prijali od začiatku vojny na Blízkom východe (v hodnote približne 0,1 % HDP), ako aj vývoj v oblasti verejnej spotreby.

Pomer dlhu eurozóny k HDP sa podľa očakávaní bude v sledovanom období zvyšovať a v roku 2028 dosiahne 90 % HDP (graf 25). Výrazné zníženie pomeru dlhu k HDP, ktoré bolo zaznamenané v rokoch 2021 až 2023 a spôsobili ho takmer výlučne priaznivé diferenciály úrokovej miery a rastu, sa v roku 2024 skončilo. Namiesto toho sa očakáva, že pomer dlhu k HDP sa zvýši z 87,4 % HDP v roku 2025 na 90,0 % HDP v roku 2028. Tento nárast odráža pretrvávajúce primárne deficity a malé, ale trvalo kladné úpravy deficitu a dlhu, ktoré sú len čiastočne kompenzované stále priaznivými, no klesajúcimi diferenciálmi úrokovej miery a rastu. Pomer dlhu verejnej správy bol v porovnaní s makroekonomickými projekciami

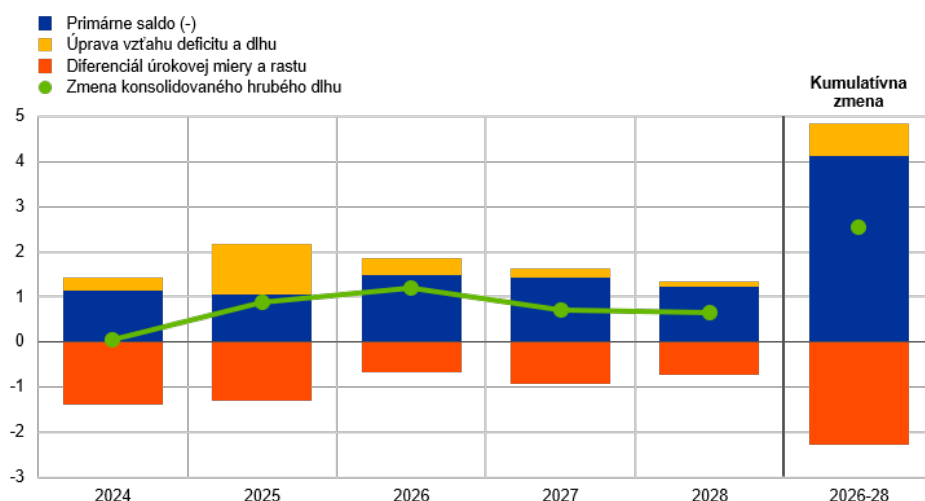
¹³ Efekt fiškálnej progresie znamená nárast daňových príjmov, ku ktorému dochádza, keď nominálne daňové základy rastú, ale parametre progresívneho daňového systému sa primerane neupravujú.

odborníkov ECB z marca 2026 revidovaný nahor v celom horizonte projekcií, najmä v dôsledku menej priaznivých diferenciálov úrokovej miery a rastu a vyšších úprav deficitu a dlhu.

Graf 25

Faktory zmien pomeru dlhu verejnej správy eurozóny k HDP

(v percentuálnych bodoch HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, jún 2026.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy 21 krajín eurozóny.

Komisia 3. júna zverejnila jarný balík Európskeho semestra 2026.¹⁴ Rada EÚ doteraz schválila aktiváciu národnej únikovej doložky pre 14 krajín eurozóny, pričom žiadosť Španielska bola schválená na zasadnutí Rady 12. júna.¹⁵ Rada tiež zrušila postup pri nadmernom deficite (excessive deficit procedure – EDP) pre Maltu. Po zohľadnení flexibility poskytnutej v rámci prípadnej národnej únikovej doložky Komisia konštatuje, že krajiny eurozóny, na ktoré sa vzťahuje postup pri nadmernom deficite, prijali účinné opatrenia.¹⁶ Zároveň zvažuje, či začne konanie voči Bulharsku. Komisia ďalej konštatuje, že v prípade opatrení zameraných na posilnenie štrukturálnej odolnosti európskeho energetického systému a na urýchlenie postupného odklonu od fosílnych palív možno využiť flexibilitu existujúcu v tomto rámci. Konkrétne navrhuje rozšíriť rozsah pôsobnosti národnej únikovej doložky tak, aby zahŕňala dočasné opatrenia zamerané na zníženie závislosti od dovážaných fosílnych palív a zároveň zachovala existujúcu flexibilitu v prípade výdavkov na obranu. Navrhuje, aby v rámci existujúceho stropu vo výške 1,5 % HDP na dodatočné výdavky na obranu na základe národnej únikovej doložky bol v rokoch 2026 – 2028 uplatňovaný špeciálny ročný strop vo výške 0,3 % HDP na podporné opatrenia v oblasti energetiky, pričom kumulatívny strop za rovnaké obdobie predstavuje 0,6 % HDP.

¹⁴ [Európsky semester 2026: jarný balík.](#)

¹⁵ Národná úniková doložka bola aktivovaná v prípade Belgicka, Bulharska, Nemecka, Estónska, Grécka, Španielska, Chorvátska, Lotyšska, Litvy, Rakúska, Portugalska, Slovinska, Slovenska a Fínska. Ďalšie informácie o [národnej únikovej doložke pre výdavky na obranu](#) sú dostupné na webovom sídle Rady.

¹⁶ Postup pri nadmernom deficite sa v súčasnosti vzťahuje na nasledujúce krajiny eurozóny: Belgicko, Francúzsko, Taliansko, Rakúsko, Slovensko a Fínsko. Komisia očakáva, že Taliansko upraví svoj nadmerný deficit v roku 2026, v súlade s termínom stanoveným Radou.

Boxy

1 Umelá inteligencia a trh práce v Spojených štátoch: vplyvy na rast zamestnanosti

Isabella Moder a Til Pommer

Keďže podniky na celom svete zavádzajú nástroje umelej inteligencie, o vplyve umelej inteligencie na trhy práce sa široko diskutuje.¹ Hoci potenciál umelej inteligencie narušiť trhy práce by mohol byť značný, zdá sa, že jej vplyv na celkovú zamestnanosť je zatiaľ tlmený. Pribúdajú však dôkazy, že umelá inteligencia negatívne ovplyvňuje zamestnanosť v prípade konkrétnych podskupín povolání, najmä začínajúcich pracovníkov vo vysoko exponovaných povolaniach.² V tomto boxe analyzujeme vplyv umelej inteligencie na rast zamestnanosti v posledných rokoch so zameraním na Spojené štáty, kde sa tieto účinky pravdepodobne prejavili skôr ako v iných veľkých ekonomikách, keďže Spojené štáty sú domovom radu vyspelých podnikov, ktoré tieto technológie zaviedli medzi prvými, a majú relatívne flexibilný trh práce.

Ako sa zdôrazňuje v aktuálnej literatúre na túto tému, vplyv umelej inteligencie na rast pracovných miest môže byť pozitívny aj negatívny. Známy rámec, ktorý vypracovali Acemoglu a Restrepo (2018), rozlišuje medzi pozitívnym účinkom nových technológií na rast zamestnanosti vďaka zvyšovaniu produktivity a negatívnym účinkom v dôsledku nahrádzania pracovných miest, pričom čistý vplyv na zamestnanosť v danej krajine závisí od relatívneho významu týchto účinkov. Empirické posúdenie vplyvu umelej inteligencie na zamestnanosť v tejto počiatočnej fáze je náročné (Lane, 2026). Hampole et al. (2025) uvádza, že hoci v Spojených štátoch má zavádzanie umelej inteligencie na úrovni celých podnikov pozitívne účinky na zamestnanosť, tieto účinky zakrývajú značnú heterogenitu medzi skupinami povolání. Prvotné dôkazy za Európsku úniu naznačujú, že podniky, ktoré zavádzajú technológie umelej inteligencie, zaznamenávajú vyšší rast produktivity, pričom táto technológia v krátkodobom horizonte nenahrádza pracovnú silu (Aldasoro et al., 2026). Je to v súlade s aktuálnymi zisteniami z prieskumov ECB, podľa ktorých podniky s vysokou mierou zavádzania umelej inteligencie alebo investícií súvisiacich s umelou inteligenciou častejšie prijímajú ďalších zamestnancov (Lebastard a Sondermann, 2026).

V Spojených štátoch sa počet pracovných miest v povolaniach s vysokým rizikom nahradenia umelou inteligenciou v posledných rokoch znížil.

Na základe indexu, ktorý vypracovali Pizzinelli et al. (2023) na meranie rizika

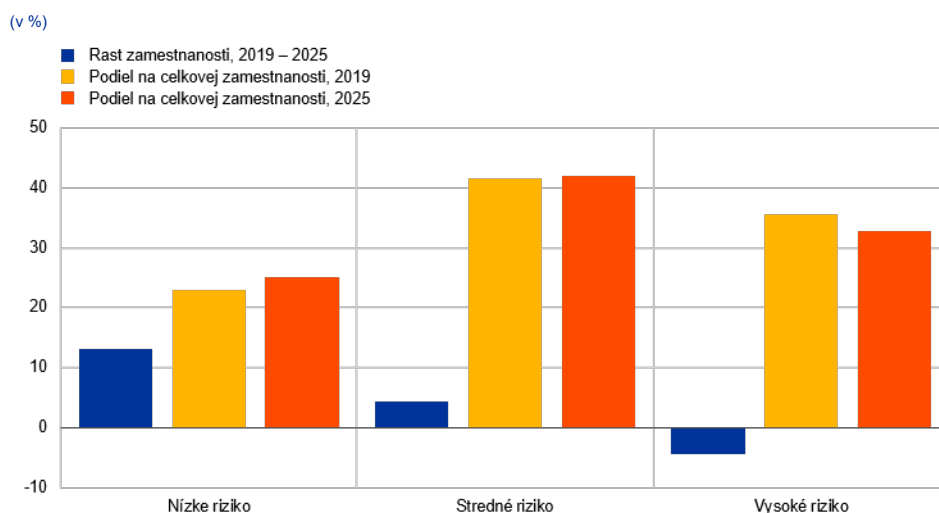
¹ Tento box sa zameriava na vplyvy zavádzania umelej inteligencie na trh práce na strane dopytu a explicitne nezachytáva potenciálne prínosy pre zamestnanosť vyplývajúce zo strany ponuky, ako napríklad vytváranie pracovných miest súvisiace s investíciami do vývoja a zavádzania umelej inteligencie.

² Analýza údajov o mzdách v Spojených štátoch je napr. v Bijsterbosch et al. (2025). Poznávame, že Lambert a Schindler (2026) spochybňujú zistenie, že generatívna umelá inteligencia nahrádza začínajúcich pracovníkov. Zistili, že expozícia voči generatívnej umelej inteligencii silno koreluje s iným postpandemickým šokom: s prácou z domu.

nahradenia umelou inteligenciou, sa každé povolanie zaraďuje do jednej z troch kategórií zodpovedajúcich nízkemu, strednému a vysokému riziku nahradenia umelou inteligenciou.³ Výpočet priemerného rastu zamestnanosti v každej z týchto kategórií v Spojených štátoch naznačuje, že zamestnanosť v povolaniach s vysokým rizikom nahradenia umelou inteligenciou (napr. ekonómovia, grafickí dizajnéri) klesla medzi rokmi 2019 a 2025 v priemere o viac ako 4 % (graf A).⁴ Naopak, zamestnanosť v povolaniach s nízkym rizikom nahradenia umelou inteligenciou (napr. elektrikári, učitelia na stredných školách) sa za rovnaké obdobie zvýšila o 13 %. V dôsledku toho sa zmenila štruktúra zamestnanosti v Spojených štátoch. Podiel pracovných miest s nízkym rizikom na celkovej zamestnanosti v Spojených štátoch sa zvýšil z 23 % na 25 %, zatiaľ čo podiel pracovných miest s vysokým rizikom klesol z 35 % na 33 %.

Graf A

Rast zamestnanosti a podiel na celkovej zamestnanosti v povolaniach zoskupených podľa rizika nahradenia umelou inteligenciou – Spojené štáty



Zdroj: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) a výpočty ECB.

Empirická analýza potvrdzuje, že umelá inteligencia už viedla k prerozdeleniu pracovných miest na trhu práce v Spojených štátoch. Vplyv rizika nahradenia umelou inteligenciou na rast zamestnanosti sa odhaduje s použitím rovnakej klasifikácie povolání podľa úrovne tohto rizika ako predtým. Pri analýze sa využíva metóda rozdielov v rozdieloch a samostatne sa odhaduje vplyv rizika nahradenia

³ Pizzinelli et al. (2023) upravili bežne používaný index, ktorý vytvorili Felten et al. (2021) tím, že zohľadňujú dopĺňanie sa (komplementaritu) povolání s umelou inteligenciou, pričom predpokladajú, že nižšia komplementarita s umelou inteligenciou spolu s vysokou expozíciou voči umelej inteligencii vedie k vyššiemu riziku nahradenia umelou inteligenciou, a teda aj straty pracovného miesta. Podľa tohto rozšíreného indexu majú napríklad programátor a učiteľ informatiky rovnakú expozíciu voči umelej inteligencii. Keďže je však umelá inteligencia viac komplementárna s úlohami učiteľa, učiteľ má nižšie riziko nahradenia pracovného miesta než programátor. Pizzinelli et al. nazývajú svoj index „expozícia povolání voči umelej inteligencii upravená o komplementaritu“. Pre ľahšiu čitateľnosť sa v tomto boxe na jeho označenie používa spojenie „riziko nahradenia umelou inteligenciou“. Zároveň treba poznamenať, že umelá inteligencia nezahŕňa len veľké jazykové modely, ale aj iné – skôr dostupné – aplikácie, ako sú rozpoznávanie obrazu a automatizovaný preklad.

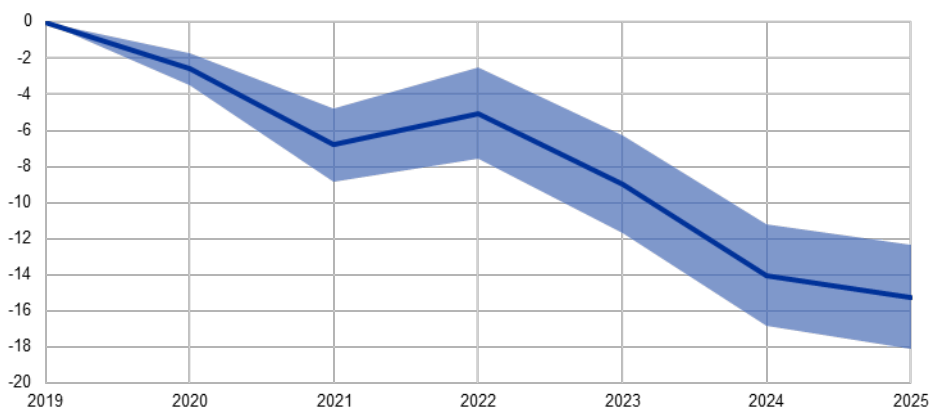
⁴ Keďže dôraz sa kladie na najnovší vývoj, ako referenčný rok pre analýzu sa používa posledný predpandemický rok (2019). Umelá inteligencia však pravdepodobne ovplyvňovala trh práce v Spojených štátoch už pred rokom 2019.

povolania umelou inteligenciou na rast zamestnanosti v danom povolaní za každý rok (2020 – 2025) v porovnaní s referenčným rokom (2019). Analýza zahŕňa aj konštantu a odvetvovo špecifické fixné efekty zodpovedajúce trojicovým pododvetviam Severoamerického systému klasifikácie odvetví (North American Industry Classification System – NAICS), pričom zohľadňuje šoky (napr. pandémie COVID-19), odvetvovo špecifický vývoj a nepozorované heterogenity.⁵ Výsledky naznačujú prehlbujúci sa rozdiel medzi rastom pracovných miest v povolaniach s vysokým rizikom nahradenia umelou inteligenciou a povolaniach s nízkym rizikom nahradenia (graf B).⁶ Za inak nezmenených podmienok bol nárast počtu pracovných miest s vysokým rizikom nahradenia v rokoch 2019 až 2025 približne o 15 percentuálnych bodov nižší ako v prípade pracovných miest s nízkym rizikom nahradenia. Je to v súlade so štúdiami, z ktorých vyplýva, že umelá inteligencia ovplyvňuje rast pracovných miest v konkrétnych podskupinách povolaní. Celkovo možno konštatovať, že hoci dôsledky umelej inteligencie na celkovú zamestnanosť zatiaľ nie sú jednoznačné, z analýzy vyplýva, že od roku 2019 má na rast zamestnanosti v Spojených štátoch relatívny vplyv.⁷ Tento vplyv sa zrýchlil od zavedenia služby ChatGPT koncom roka 2022.

Graf B

Vplyv umelej inteligencie na rast zamestnanosti v Spojených štátoch – rozdiel medzi vysokým a nízkym rizikom nahradenia

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) a výpočty ECB.

Poznámka: Krivka znázorňuje odhadovaný relatívny vplyv expozície voči umelej inteligencii na rast zamestnanosti v jednotlivých rokoch v porovnaní s rokom 2019. Model využíva metódu rozdielov v rozdieloch a samostatne odhaduje vplyv rizika nahradenia povolania umelou inteligenciou na rast zamestnanosti v danom povolaní pre každý rok (2020 – 2025) v porovnaní s referenčným rokom (2019). Najvyššie a najnižšie 1 % hodnôt rastu zamestnanosti boli orezané metódou winsorizácie na účely eliminácie odľahlých hodnôt. Model zahŕňa aj konštantu a odvetvovo špecifické fixné účinky zodpovedajúce trojicovým pododvetviam NAICS. Výsledky boli preškálované tak, aby vyjadrovali rozdiel medzi vysokým a nízkym rizikom nahradenia umelou inteligenciou. Tieňovaná oblasť zodpovedá 95 % intervalu spoľahlivosti.

Relatívny vplyv umelej inteligencie na rast počtu pracovných miest sa zatiaľ nepremietol do významných rozdielov v raste miezd. Rovnako ako v prípade

⁵ Napríklad pokles počtu pracovných miest vo výrobe nemusí súvisieť s umelou inteligenciou a môže byť spôsobený iným štrukturálnym vývojom, napríklad odsunom výroby do zahraničia. Keďže niektoré pracovné miesta vo výrobe majú vysoké riziko nahradenia umelou inteligenciou (napr. správa zásob alebo kompletizácia objednávok), tento pokles by sa mohol mylne pripisovať umelej inteligencii.

⁶ Treba poznamenať, že tento rámec explicitne nezohľadňuje mieru zavádzania umelej inteligencie.

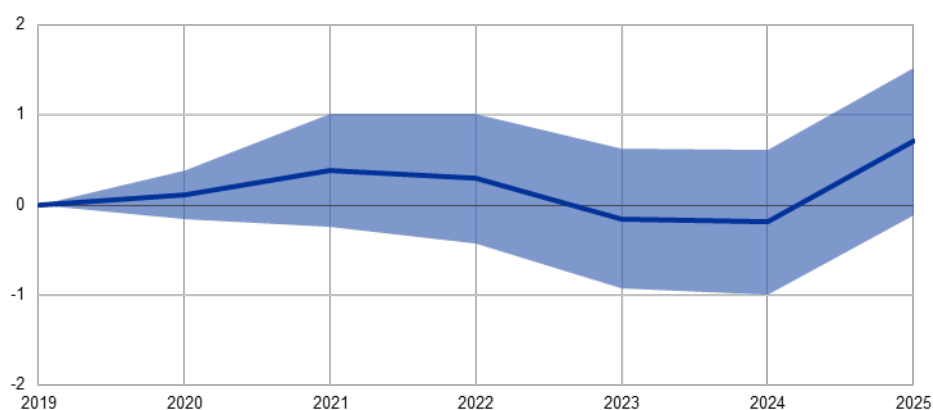
⁷ Massenkoff a McCrory (2026) vykonali podobnú analýzu miery nezamestnanosti v Spojených štátoch a nezistili významný nárast nezamestnanosti pracovníkov v najviac exponovaných povolaniach. Mohlo by to poukazovať aj na prerozdelenie pracovných miest na trhu práce v Spojených štátoch.

účinkov umelej inteligencie na zamestnanosť sa v literatúre intenzívne diskutuje aj o jej vplyve na mzdy a nerovnosť, empirické dôkazy sú však nedostatočné. Analýza rastu mediánovej hodinovej mzdy podľa povolania pomocou rovnakej metodiky ukazuje, že riziko nahradenia umelou inteligenciou nemalo od roku 2019 významný vplyv na rast miezd (graf C).⁸ S pokračujúcim prispôbovaním trhu práce a rozvojom nástrojov generatívnej umelej inteligencie môže byť vplyv na príjmy časom výraznejší.⁹

Graf C

Vplyv umelej inteligencie na rast miezd v Spojených štátoch – rozdiel medzi vysokým a nízkym rizikom nahradenia

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) a výpočty ECB.

Poznámka: Krivka znázorňuje odhadovaný relatívny vplyv expozície voči umelej inteligencii na rast mediánových hodinových miezd v jednotlivých rokoch v porovnaní s rokom 2019. Model využíva metódu rozdielov v rozdieloch a samostatne odhaduje vplyv rizika nahradenia povolania umelou inteligenciou na rast miezd v danom povolaní pre každý rok (2020 – 2025) v porovnaní s referenčným rokom (2019). Model zahŕňa aj konštantu a odvetvovo špecifické fixné účinky zodpovedajúce trojčiferným pododvetviám NAICS. Výsledky boli preškálované tak, aby vyjadrovali rozdiel medzi vysokým a nízkym rizikom nahradenia umelou inteligenciou. Tieňovaná oblasť zodpovedá 95 % intervalu spoľahlivosti.

Referencie

- Acemoglu, D. a Restrepo, P. (2018), [The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment](#), *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 108(6), s. 1488 – 1542.
- Aldasoro, I., Gambacorta, L., Pal, R., Revoltella, D., Weiss, C. a Wolski, M. (2026), [AI Adoption, Productivity and Employment: Evidence from European Firms](#), *BIS Working Papers*, No 1325, Bank for International Settlements.

⁸ Vplyv umelej inteligencie na mzdy závisí aj od dynamiky ponuky a dopytu na trhu práce, ktorú v tu použitom rámci nemožno rozlíšiť.

⁹ V jednej z mála dostupných empirických štúdií v tejto oblasti Hui et al. (2024) hodnotil vplyv modelov generatívnej umelej inteligencie na samostatne zárobkovo činné osoby zaregistrované na veľkej online náborovej platforme od roku 2022 a zistili pokles zamestnanosti aj príjmov v najviac zasiahnutých povolaniach.

- Brynjolfsson, E., Chandar, B. a Chen, R. (2025), [Canaries in the Coal Mine? Six Facts about the Recent Employment Effects of Artificial Intelligence](#), Stanford Digital Economy Lab.
- Felten, E., Raj, M. a Seamans, R. (2021), [Occupational, industry, and geographical exposure to artificial intelligence: A novel dataset and its potential uses](#), *Strategic Management Journal*, 42(12), s. 2195 – 2217.
- Hampole, M., Papanikolaou, D., Schmidt, L. D. W. a Seegmiller, B. (2025), [Artificial Intelligence and the Labor Market](#), *NBER Working Papers*, No 33509, National Bureau of Economic Research.
- Hui, X., Reshef, O. a Zhou, L. (2023), [The Short-Term Effects of Generative Artificial Intelligence on Employment: Evidence from an Online Labor Market](#), *CESifo Working Paper Series*, No 10601, CESifo.
- Lane, P. R. (2026), [AI and the euro area economy](#), hlavný prejav na medzinárodnej konferencii ECB-SAFE-RCEA o rozhraní Climate-Macro-Finance Interface (3CMFI), ECB, Frankfurt nad Mohanom, 23. marca.
- Lambert, P. a Schindler, Y. (2026), [The Broken Ladder: AI, Remote Work, and Early-Career Hiring](#), máj, SSRN.
- Lebastard, L. a Sondermann, D. (2026), [Artificial Intelligence: Friend or Foe for Hiring in Europe Today?](#), *The ECB Blog*, ECB, 4. marca.
- Massenkoff, M. a McCrory, P. (2026), [Labor Market Impacts of AI: A New Measure and Early Evidence](#), Anthropic Economic Research.
- Pizzinelli, C., Panton, A. J., Mendes Tavares, M., Cazzaniga, M. a Longji, L. (2023), [Labor Market Exposure to AI: Cross-country Differences and Distributional Implications](#), *IMF Working Papers*, No 2023/216, International Monetary Fund.

Reakcia finančných trhov v Spojených štátoch na geopolitické šoky narúšajúce dodávky ropy

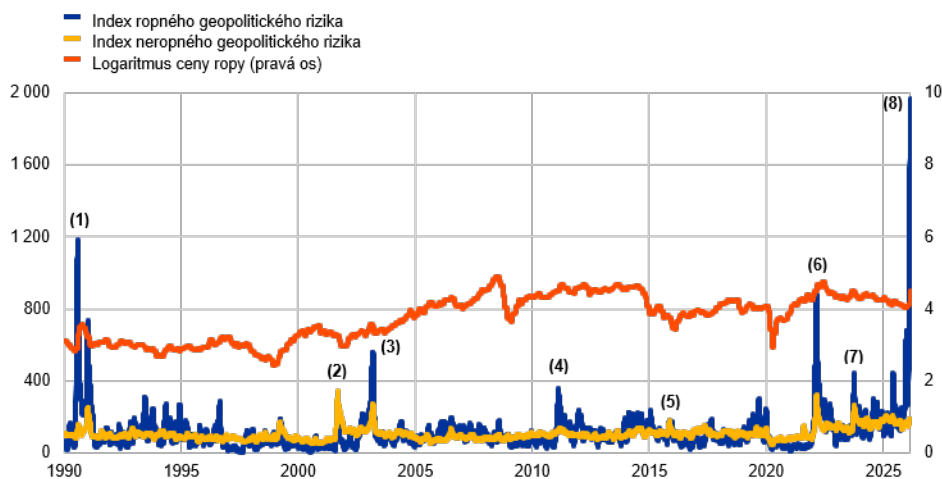
Massimo Ferrari Minesso, Bruno Lopes Mendes, Arthur Stalla-Bourdillon a Viktória Vidaházy

Nedávne geopolitické šoky narušili globálne energetické trhy. Dva najväčšie geopolitické šoky v posledných rokoch – invázia Ruska na Ukrajinu a aktuálna vojna na Blízkom východe – spôsobili v priebehu dvoch týždňov po začatí každého konfliktu prudký nárast cien energií, pričom ceny ropy stúpili približne o 30 %, resp. 50 % (graf A). Hoci geopolitické šoky spravidla tlmia hospodársky rast (Caldara a Iacoviello, 2022), ich inflačné účinky sú menej jednoznačné (Ferrari Minesso et al., 2023; Brignone et al., 2024).¹ Šoky spojené s narušením globálnych dodávok energií, ako napríklad uzavretie Hormuzského prielivu, však vedú k rastu cien ropy. To podnecuje infláciu, ktorá pravdepodobne znásobuje kontrakčný účinok na rast a ovplyvňuje reakcie finančných trhov. V tomto boxe skúmame uvedené reakcie pomocou nového ukazovateľa geopolitických šokov súvisiacich s ropou podľa Iacoviello a Tong (2026), pričom sa zameriavame na Spojené štáty.

Graf A

Geopolitické riziko a ceny ropy

(ľavá os: index; pravá os: logaritmus amerických dolárov za barel)



Zdroj: Iacoviello a Tong (2026), Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Číslované maximy predstavujú tieto geopolitické udalosti: (1) vojna v Perzskom zálive, (2) teroristické útoky z 11. septembra, (3) invázia do Iraku, (4) arabská jar a občianska vojna v Líbii, (5) teroristické útoky v Paríži, (6) invázia Ruska na Ukrajinu, (7) vojna medzi Izraelom a Hamasom, (8) aktuálna vojna na Blízkom východe. Posledné údaje sú z marca 2026.

Nový index vyvinutý s pomocou umelej inteligencie identifikuje geopolitické udalosti súvisiace s globálnymi energetickými trhmi.

Iacoviello a Tong (2026) využívajú umelú inteligenciu na analýzu viac ako piatich miliónov článkov v amerických novinách, pričom zdokonaľujú prístup založený na kľúčových slovách,

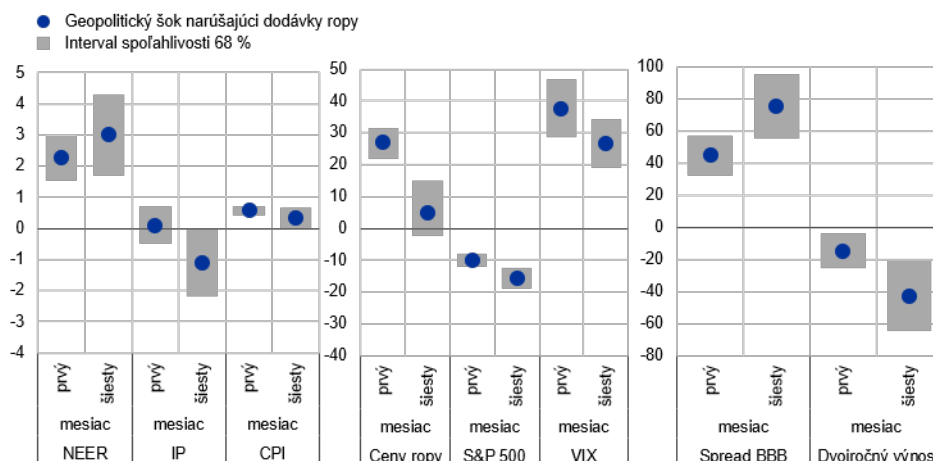
¹ Ferrari Minesso et al. (2023) poukazuje na zmiešané účinky geopolitického rizika na ceny ropy a infláciu. Brignone et al. (2024) uvádza, že šoky vyvolané neistotou zvyšujú ceny ropy a infláciu, zatiaľ čo reálne nepriaznivé udalosti majú deflačný vplyv.

ktorý použili Caldara a Iacoviello (2022) na meranie geopolitických rizík. Ich metóda identifikuje geopolitické udalosti ovplyvňujúce dodávky energií (napr. vojna v Perzskom zálive alebo aktuálna vojna na Blízkom východe) a odlišuje ich od udalostí bez priameho narušenia energetických trhov (napr. teroristické útoky v Paríži v roku 2015). Súčasná vojna na Blízkom východe viedla k prudkému zvýšeniu indexu geopolitického rizika súvisiaceho s ropou, ktorý z historického hľadiska výrazne vyniká. Nový index identifikáciou konkrétnych udalostí narušajúcich dodávky energií zlepšuje existujúce prístupy prepájajúce geopolitické udalosti a trh s ropou.^{2, 3} Rovnako ako Iacoviello a Tong (2026) sa zameriavame na dni, keď tento index dosahuje hodnoty o dve štandardné odchýlky vyššie než jeho priemer. Mesačné súčty zmien cien ropy v týchto dňoch sa používajú ako inštrumentálne premenné pre geopolitické šoky súvisiace s ropou v bayesovskom vektorovom autoregresnom modeli (BVAR) amerických finančných trhov, rozšírené o kľúčové makroekonomické ukazovatele.

Graf B

Reakcia premenných v Spojených štátoch na geopolitické šoky narušajúce dodávky ropy

(ľavý a stredný panel: v %; pravý panel: v základných bodoch)



Zdroj: Iacoviello a Tong (2026), Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje reakcie uvedených premenných na geopolitický šok narušajúci dodávky ropy, škálované na pokles indexu S&P 500 o 10 % bezprostredne po šoku. Model BVAR zahŕňa: index geopolitického rizika súvisiaceho s ropou (Iacoviello a Tong, 2026), cenu ropy Brent, výnos dvojiročných štátnych dlhopisov Spojených štátov, index S&P 500, nominálny efektívny výmenný kurz amerického dolára (NEER), index očakávanej volatility VIX, spread amerických podnikových dlhopisov s ratingom BBB (Spread BBB), priemernú produkciu v Spojených štátoch (IP) a americký index spotrebiteľských cien (CPI). Všetky premenné okrem výnosu a spreadu vstupujú do modelu v mesačných logaritmickej úrovniach. Na identifikáciu šokov sa index odhaduje sčítaním, za každý mesiac, zmien ceny ropy v dňoch, keď je index dve štandardné odchýlky nad svojou priemernou hodnotou (Iacoviello a Tong, 2026). Model sa odhaduje na období od februára 1990 do februára 2026.

Geopolitické šoky, ktoré vedú k narušeniu dodávok ropy, znižujú ekonomickú aktivitu, zvyšujú ceny a sú spojené s vyššími rizikovými prirázkami.

Po geopolitickom šoku súvisiacom s ropou, ktorý bol kalibrován na 10 % pokles cien akcií v Spojených štátoch v prvom mesiaci, sa ceny ropy zvýšia zhruba o 30 %

² Verduzco-Bustos a Zanetti (2026) pomocou pôvodného indexu geopolitického rizika, ktorý vytvorili Caldara a Iacoviello (2022), napríklad ukazujú, že geopolitické napätie ovplyvňujúce ropné trhy má kontrakčný a inflačný účinok, pričom zdôrazňujú úlohu zásob. Zistenia Pinchettiho (2025) sú v súlade s všeobecným rovnovážnym modelom podľa Kilian et al. (2024).

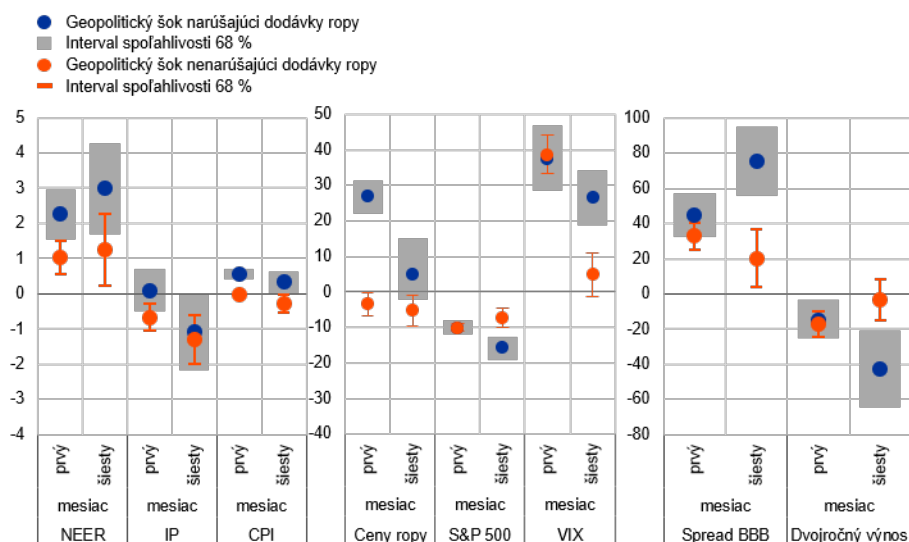
³ Nový prístup vyčleňuje udalosti, ktoré znižujú ponuku ropy, zatiaľ čo súčasná literatúra všetky geopolitické šoky spája. Keďže šoky nesúvisiace s ropou spravidla znižujú ceny ropy, tento prístup umožňuje presnejšie identifikovať vplyv geopolitického napätia súvisiaceho s ropou.

a približne dva štvrťroky zostávajú nad úrovňou pred šoku (graf B). Nárast cien ropy sa premieňa do spotrebiteľských cien v Spojených štátoch, hoci tento účinok je mierny, zatiaľ čo priemyselná produkcia klesá s oneskorením (po šiestich mesiacoch najviac o 1 %). Naopak, vplyv na finančné trhy je výraznejší. Ceny akcií zostávajú po dvoch štvrťrokoch približne o 20 % nižšie než pred šokom. Dolár sa nepretržite posilňuje, čo odráža vyššie ceny ropy aj správanie investorov vyhľadávajúcich bezpečné aktíva.⁴ Dochádza k nárastu ukazovateľov rizika, ako sú index očakávanej volatility VIX a spready podnikových dlhopisov. Bezrizikové úrokové miery klesajú, čo odráža buď dopyt po bezpečných aktívach, alebo očakávania uvoľnenia menovej politiky, keďže pokles produkcie je trvalejší ako nárast inflácie.

Graf C

Porovnanie geopolitických šokov narúšajúcich a nenarúšajúcich dodávky ropy

(ľavý a stredný panel: v %; pravý panel: v bázičných bodoch)



Zdroj: Iacoviello a Tong (2026), Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje reakcie uvedených premenných na geopolitický šok narúšajúci dodávky ropy (modré body) v porovnaní s reakciami na šoky, ktoré dodávky ropy neovplyvňujú, (červené body), pričom obe premenné sú škálované na 10 % pokles indexu S&P 500, odhadnutý pomocou rovnakého modelu BVAR. Geopolitické šoky nezávislé od dodávok ropy sú identifikované pomocou indexu geopolitického rizika nesúvisiaceho s ropou podľa Iacoviella a Tonga (2026), pričom ako inštrumentálna premenná sa používajú zmeny cien zlata (Georgiadis et al., 2024; Piffer a Podstawski, 2018).

Dynamika cien ropy je kľúčovým zosilňujúcim kanálom účinkov geopolitických šokov.

Reakcie finančných trhov na geopolitické udalosti sú podstatne miernejšie, ak šoky neovplyvňujú globálne dodávky ropy, než v prípadoch, keď ich ovplyvňujú (graf C). Ceny ropy namiesto rastu mierne klesajú, keďže vyššie geopolitické riziko tlmi priemyselnú produkciu a agregátny dopyt, čím znižuje dopyt po rope. To podporuje hospodárske oživenie, pretože nižšie ceny ropy sa premietajú do vyšších reálnych príjmov domácností, nižších výrobných nákladov a nižšej inflácie, čo zmierňuje negatívny vplyv na ekonomickú aktivitu. V dôsledku toho je pokles cien akcií v priebehu času menej výrazný. Hoci výnosy v Spojených štátoch klesajú, tento pokles sa po šiestich mesiacoch úplne zvráti. Dolár sa zhodnocuje menej, keď nemá

⁴ Pretože s ropou sa zvyčajne obchoduje v dolároch, vyššie ceny ropy mechanicky zvyšujú dopyt po dolároch a vedú k zhodnocovaniu americkej meny. V obdobiach vyššieho rizika môžu globálni investori nakupovať americké štátne cenné papiere, ktoré sa vo všeobecnosti považujú za bezpečné aktívum, čím sa zároveň zvyšuje dopyt po amerických dolároch.

podporu z vyšších cien ropy, ktoré ho vo všeobecnosti posilňujú, pretože Spojené štáty sú od roku 2019 čistým vývozcom primárnych energetických zdrojov a významná časť obchodu s ropou sa fakturuje v dolároch (Ricci, 2024). Hoci ukazovatele rizika dočasne rastú, po dvoch štvrťrokoch opäť klesajú. Pokiaľ ide o reálnu ekonomiku, priemyselná produkcia sa po šiestich mesiacoch obnovuje rýchlejšie a spotrebiteľské ceny v strednodobom horizonte namiesto rastu klesajú. Tieto výsledky ukazujú, ako ceny ropy zosilňujú geopolitické šoky, a to najmä tým, že vytvárajú tlak na rast inflácie.

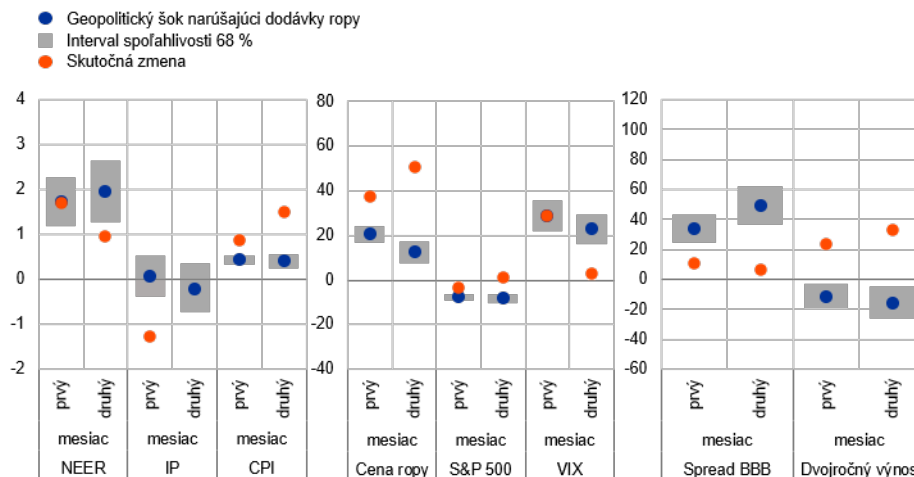
Reakcie trhov na vojnu na Blízkom východe boli v porovnaní s historickými vzorcami obmedzené. V grafe D sa porovnávajú reakcie trhov na tento konflikt s elasticitami vyplývajúcimi z modelu.⁵ Súvisiaci šok bol pritom skutočne výrazný. Hormuzským prielivom za normálnych okolností prechádza približne 20 miliónov barelov ropy denne, a hoci pôsobili niektoré zmierňujúce faktory (napr. presmerovanie tokov cez potrubné siete), čistý výpadok dodávok predstavuje 10 – 15 miliónov barelov denne (10 – 15 % globálnej ponuky). Ceny ropy sa dočasne zvýšili takmer na 120 amerických dolárov za barel, čím prekročili úroveň, ktorú by historické vzorce predpovedali pri geopolitickom šoku tohto rozsahu. Naopak, reakcia ostatných finančných premenných bola tlmená. Ceny akcií síce klesli, ale približne po jednom mesiaci začali opäť rásť, zatiaľ čo dolár sa v marci zhodnotil, no v apríli sa vrátil takmer na rovnakú úroveň ako na začiatku roka. Rizikové spready sa na začiatku konfliktu mierne rozšírili, približne na polovicu úrovni, ktoré predpokladali historické vzorce, a potom sa vrátili na predvojnové úrovne. Bezrizikové sadzby sa namiesto poklesu zvýšili, čo po šoku takéhoto rozsahu môže odrážať obavy z inflácie. Celkovo nevýraznú reakciu môžu čiastočne vysvetľovať silné makroekonomické fundamenty Spojených štátov, vývoz ropy zo Spojených štátov a vysoké investície do akcií súvisiacich s umelou inteligenciou. Vzhľadom na rozsah ropného šoku je však toto obmedzené precenenie prekvapujúce. Trhy môžu toto narušenie vnímať ako dočasné, ktoré si teda nevyžaduje trvalo vyššie rizikové prémie. Ak by konflikt pretrvával alebo menová politika reagovala výraznejšie, než sa očakáva, mohlo by to vystaviť finančné aktíva náhlemu preceneniu a potenciálne rýchlemu odpredaju.

⁵ Impulzné odozvy modelu BVAR škálujeme na geopolitický šok narušajúci dodávky ropy, ktorý zodpovedá reakcii indexu VIX na začiatku vojny na Blízkom východe medzi februárom a marcom 2026.

Graf D

Súčasnú ocenenie geopolitického rizika

(ľavý a stredný panel: v %; pravý panel: v základných bodoch)



Zdroj: Iacoviello a Tong (2026), Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje reakcie uvedených premenných na modelom implikovaný geopolitický šok narúšajúci dodávky ropy (modré body), škálovaný tak, aby zodpovedal reakcii indexu VIX na začiatku vojny na Blízkom východe vo februári 2026. Skutočné zmeny (červené body) predstavujú zmeny finančných premenných medzi februárom a marcom 2026 (prvý mesiac) a medzi februárom a aprílom 2026 (druhý mesiac). V prípade priemyselnej produkcie a indexu spotrebiteľských cien sú posledné údaje z marca 2026.

Referencie

- Brignone, D., Gambetti, L. a Ricci, M. (2025), [Geopolitical risk shocks: when size matters](#), *Working Paper Series*, No 2972, ECB, máj (revidované).
- Caldara, D. a Iacoviello, M. (2022), [Measuring geopolitical risk](#), *American Economic Review*, Vol. 112, No 4, apríl, s. 1194 – 1225.
- Ferrari Minesso, M., Lappe, M. S. a Rößler, D. (2023), [Geopolitické riziko a ceny ropy](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB.
- Georgiadis, G., Müller, G. J. a Schumann, B. (2024), [Global risk and the dollar](#), *Journal of Monetary Economics*, Vol. 144, 103549.
- Iacoviello, M. a Tong, J. (2026), [The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence](#), *Working Paper*, Federal Reserve Board of Governors.
- Kilian, L., Plante, M. D. a Richter, A. W. (2024), [Geopolitical Oil Price Risk and Economic Fluctuations](#), *Working Paper*, No 2403, Federal Reserve Bank of Dallas, máj.
- Piffer, M. a Podstawski, M. (2018), [Identifying Uncertainty Shocks Using the Price of Gold](#), *The Economic Journal*, Vol. 128, No 616, s. 3266 – 3284.
- Pinchetti, M. (2025), [Geopolitical Risk and Inflation: The Role of Energy Markets](#), *Working Paper*, No 1005, Banque de France.

Ricci, M. (2024), [The link between oil prices and the US dollar: evidence and economic implications](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB.

Verduzco-Bustos, G. a Zanetti, F. (2026), [The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#), *CESifo Working Papers*, 12606, apríl.

Roberto Bernasconi, Emma Domingo Enrich, Vasileios Kostakis, Steffen Osterloh a Lucia Quaglietti

V posledných rokoch sa v dôsledku hospodárskych šokov a globálneho návratu k intervencionistickej priemyselnej politike prudko zvýšili výdavky na štátnu pomoc v EÚ. Tento vývoj vyvolal širšiu diskusiu, v rámci ktorej zástancovia zdôrazňujú potrebu verejných intervencií na riešenie trhových zlyhaní a strategických zraniteľností (Evenett et al., 2024), a, naopak, kritici varujú pred súvisiacimi rizikami neefektívnosti, dobývania renty (rent-seeking) a fragmentácie jednotného trhu (Hodge et al., 2024). Z pohľadu ECB si štátna pomoc vyžaduje pozornosť pre jej vplyv na fiškálnu politiku, alokáciu zdrojov a hospodársku súťaž. V kontexte zvyšujúceho sa geopolitického napätia a nových dočasných rámcov štátnej pomoci v EÚ, ktoré umožňujú flexibilnejšie poskytovanie pomoci (naposledy na podporu odvetví zasiahnutých krízou na Blízkom východe), sa v tomto boxe zaoberáme vývojom úlohy štátnej pomoci a jej alokáciou.

Štátna pomoc zahŕňa verejné intervencie, ktoré poskytujú podnikom finančnú podporu alebo selektívnu výhodu. Opatrenia tohto druhu sú podľa článku 107 Zmluvy o fungovaní Európskej únie vo všeobecnosti zakázané, pretože môžu narúšať hospodársku súťaž na jednotnom trhu. Zmluva však ponecháva priestor pre viacero výnimiek. Aby bola štátna pomoc zlučiteľná s jednotným trhom, musí pomáhať rozvoju hospodárskej aktivity a nesmie nepriaznivo ovplyvňovať obchodné podmienky medzi členskými štátmi v rozsahu, ktorý by bol v rozpore so spoločným záujmom.¹

Napriek právnym obmedzeniam sa rozsah a miera štátnej pomoci v priebehu času výrazne rozšírili. V rokoch 2000 až 2013 sa výdavky na štátnu pomoc pohybovali stabilne okolo 0,5 až 0,8 % HDP. Na základe reforiem rozširujúcich kategórie pomoci vyňatej z povinnosti schválenia Európskou komisiou získali členské štáty od roku 2014 možnosť poskytovať podporu flexibilnejšie, čo do roku 2019 prinieslo takmer zdvojnásobenie výdavkov.² Objem pomoci ďalej rástol aj v rokoch 2020 a 2021, keď dosiahol vrchol na úrovni 330 mld. € (2 – 2,5 % HDP), a to najmä z dôvodu dočasných rámcov zavedených počas pandémie COVID-19 a rozšírených po rozsiahlej invázii Ruska na Ukrajinu. I keď v roku 2024 objem štátnej pomoci klesol na 1 % HDP, naďalej sa drží nad historickým priemerom (graf A, panel a). V súčasnosti konflikt na Blízkom východe viedol Komisiu k prijatiu

¹ Články 107 až 109 zmluvy vymedzujú štátnu pomoc, stanovujú zákazy a uvádzajú zoznam možných výnimiek.

² Podmienky, za ktorých možno poskytnúť štátnu pomoc bez predchádzajúceho schválenia Komisiou, sú stanovené vo [všeobecnom nariadení o skupinových výnimkách](#) (General Block Exemption Regulation – GBER). Jeho rozsah bol rozšírený neskoršími revíziami.

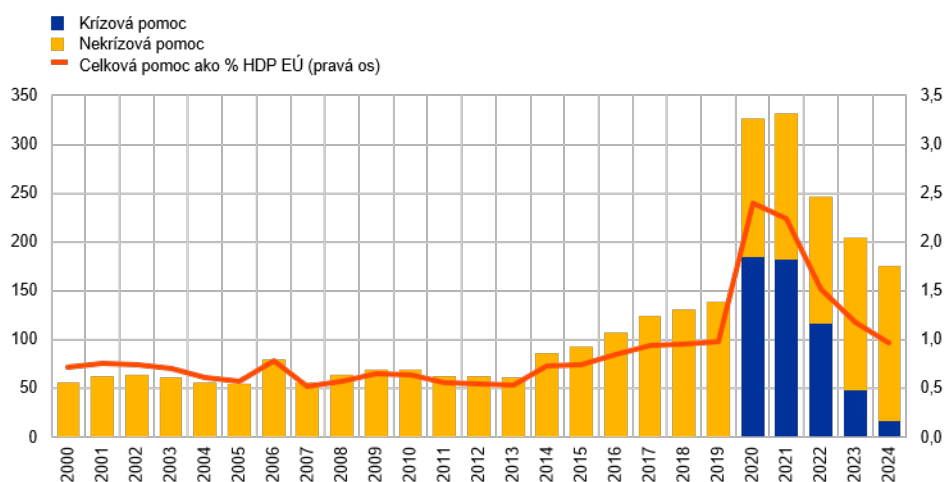
nového dočasného rámca, ktorým sa zmierňujú podmienky, za akých môžu členské štáty EÚ poskytovať pomoc najviac zasiahnutým odvetviám.³

Graf A

Výdavky na štátnu pomoc podľa politických cieľov

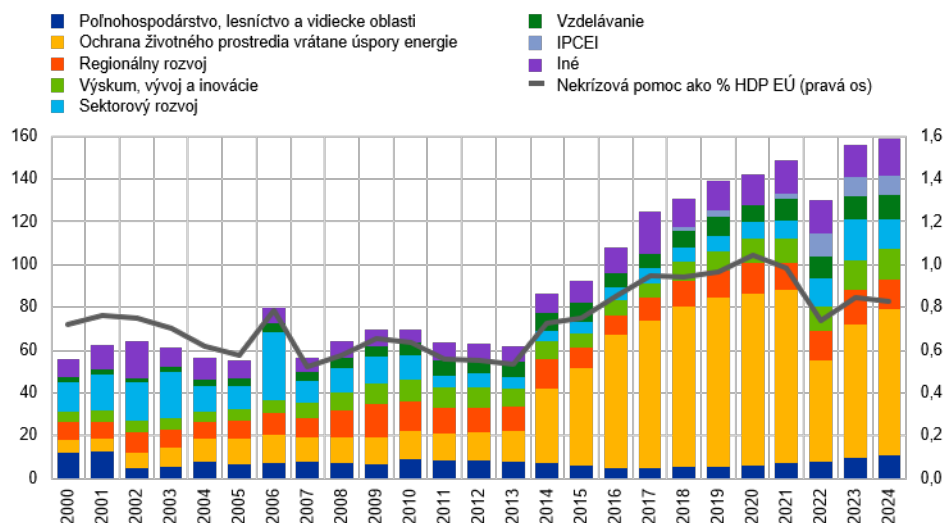
a) Krízová a nekrízová štátna pomoc v EÚ

(ľavá os: v mld. EUR; pravá os: v % HDP EÚ)



b) Nekrízová pomoc

(ľavá os: v mld. EUR; pravá os: v % HDP EÚ)



Zdroj: Scoreboard štátnej pomoci, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Panely zobrazujú nominálne výdavky na pomoc schválené Európskou komisiou alebo poskytnuté na základe pravidiel o výnimkách, pričom odzrkadľujú ekonomickú výhodu poskytnutú príjemcom. V paneli a) je štátna pomoc rozdelená na krízovú a nekrízovú pomoc. Panel b) ďalej podrobnejšie člení nekrízovú pomoc.

Zameranie štátnej pomoci sa zmenilo, a to aj smerom k širším priemyselným prioritám. V minulosti sa podpora zameriavala na inovácie, regionálnu súdržnosť a riešenie problémov s financovaním menších podnikov. V poslednom období sa

³ Dočasný rámec štátnej pomoci v súvislosti s krízou na Blízkom východe (METSAP) bude v platnosti do konca decembra 2026. Umožňuje poskytovať podporu poľnohospodárstvu, rybárstvu a akvakultúre, pozemnej doprave a príbrežnej námornej doprave v rámci EÚ. Štátna pomoc môže byť poskytnutá na pokrytie až 70 % dodatočných nákladov spôsobených krízou.

čoraz viac spája s ochranou životného prostredia vrátane dekarbonizácie, ako aj so zvyšovaním konkurencieschopnosti priemyslu a strategickou odolnosťou (graf A, panel b). Iniciatívy EÚ, ako je [Európsky akt o čípoch](#), [Akt o emisne neutrálnom priemysle](#) a najnovšie [Dohoda o čistom priemysle](#) či navrhovaný [Akt o urýchlčení rozvoja priemyslu](#), zmenili orientáciu rámcov štátnej pomoci smerom k podpore dekarbonizácie, energetickej bezpečnosti a konkurencieschopnosti. Výrazne vzrástla pomoc zameraná na oblasť energetiky, čo odzrkadľuje jej strategický význam v kontexte vysokých cien energií a závažných šokov, ktoré zasiahli hospodárstvo EÚ.⁴

Rast výdavkov na dôležité projekty spoločného európskeho záujmu (IPCEI) od roku 2018 svedčí o posune smerom k strategickejšiemu využívaniu štátnej pomoci. Projekty IPCEI (Important Projects of Common European Interest) umožňujú členským štátom financovať rozsiahle cezhraničné projekty zamerané na riešenie zlyhaní trhu a znižovanie závislosti v strategických odvetviach, ako sú batérie, vodík, mikroelektronika a zdravotnícke technológie.⁵ Kombinujú verejné a súkromné prostriedky a vytvárajú komplexné hodnotové reťazce naprieč viacerými krajinami. Vzhľadom na to, že schválená pomoc a súvisiace súkromné investície dosiahli do roku 2024 približne 90 mld. € (0,45 % HDP), patria v súčasnosti medzi najvýznamnejšie koordinované nástroje priemyselnej politiky EÚ, pričom Komisia navrhla nové osobitné finančné nástroje na úrovni EÚ ako súčasť [Európskeho fondu pre konkurencieschopnosť](#) pre [viacročný finančný rámec na roky 2028 – 2034](#).

Štátna pomoc je medzi jednotlivými krajinami a odvetviami rozdelená nerovnomerne, čo odráža rozdiely vo fiškálnej kapacite, štrukturálnych charakteristikách a politických prioritách. Počas pandémie sa rozdiely medzi jednotlivými krajinami výrazne prehĺbili, keď viaceré krajiny EÚ vynaložili v rokoch 2020 a 2021 na pomoc prostriedky presahujúce 3 % HDP, zatiaľ čo v iných krajinách bola podpora obmedzenejšia (graf B). Do roku 2019 mali krajiny s vysokým zadĺžením tendenciu vynakladať na štátnu pomoc menej prostriedkov, no tieto rozdiely sa postupne zmenšili. Zmenilo sa aj rozdelenie pomoci podľa odvetví: údaje na úrovni podnikov naznačujú, že v minulosti väčšinu pomoci dostávali energetické podniky (graf C, panel a), ale počas pandémie sa podpora presunula do odvetvia služieb a po pandémii vzrástol význam priemyselnej výroby. Kým štandardná štátna pomoc je vo všeobecnosti distribuovaná naprieč rôznymi technologickými úrovňami, projekty IPCEI sa zameriavajú na výrobné odvetvia s vysokou a stredne vysokou technologickou náročnosťou (graf C, panel b), čo podčiarkuje ich úlohu pri podpore strategických hodnotových reťazcov.

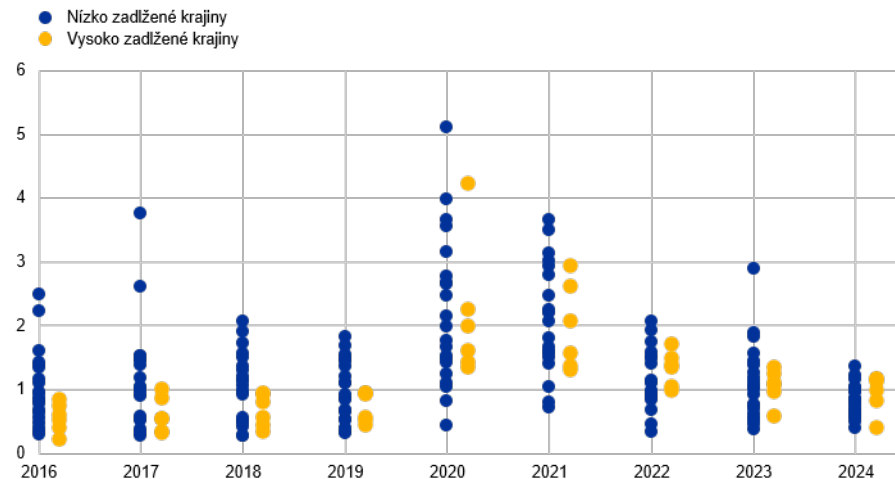
⁴ V roku 2025 Európska komisia prijala [rámec štátnej pomoci pre Dohodu o čistom priemysle](#), ktorým nahradila [dočasný krízový a transformačný rámec](#) z roku 2022 a predĺžila platnosť flexibilných pravidiel do roku 2030.

⁵ Do IPCEI musia byť zapojené viaceré členské štáty, projekty musia prinášať významné pozitívne vedľajšie účinky a prispievať k plneniu celoúnijných cieľov.

Graf B

Rozloženie výdavkov na štátnu pomoc v krajinách EÚ

(v % HDP)



Zdroj: Scoreboard štátnej pomoci, Eurostat a výpočty ECB.

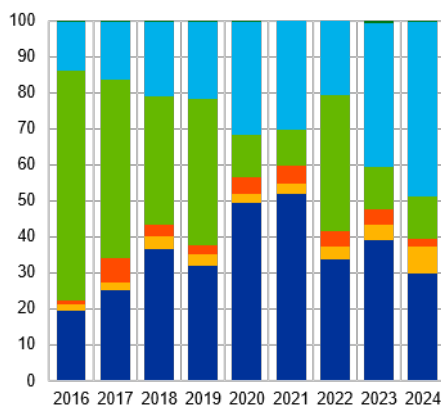
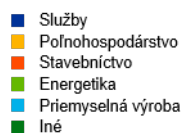
Poznámka: Krajiny s vysokým zadližením sú krajiny, ktorých úroveň dlhu v roku 2024 presiahla 90 % HDP.

Graf C

Výdavky na štátnu pomoc podľa odvetví a technologickej úrovne

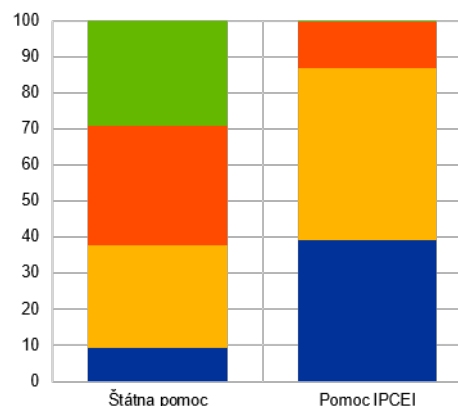
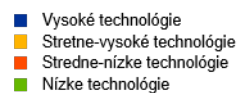
a) Výdavky na štátnu pomoc podľa odvetví

(v %)



b) Výdavky na štátnu pomoc podľa technologickej úrovne a druhu pomoci

(v %)



Zdroj: Databáza transparentnosti štátnej pomoci, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Hodnoty vychádzajú z údajov na úrovni podnikov a zobrazujú pomoc poskytnutú v 23 krajinách EÚ (bez Španielska, Poľska, Rumunska a Slovinska). Kategória služieb nezahŕňa informačné a komunikačné technológie. Údaje v paneli a) sa vzťahujú približne na 70 % celkovej pomoci uvedenej v grafe A. Panel b) znázorňuje zloženie všeobecnej štátnej pomoci a pomoci poskytnutej výrobným podnikom v rámci IPCEI podľa technologickej úrovne (pozri klasifikáciu high-tech odvetví priemyselnej výroby).

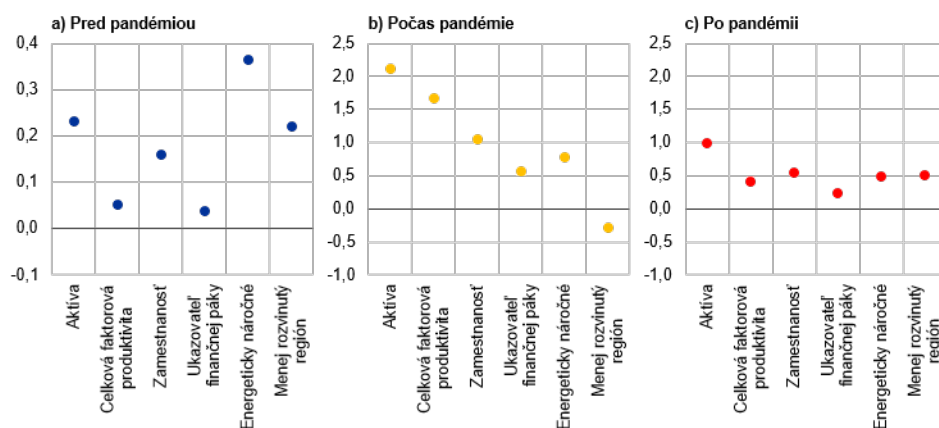
Po skončení pandémie sa štátna pomoc presunula z krízovej podpory likvidity na selektívnejšie pridelovanie prostriedkov so zameraním na zvyšovanie konkurencieschopnosti. Meniace sa ciele štátnej pomoci sa odrážajú aj v zložení podnikov, ktoré sú jej príjemcami. Na základe vzorky piatich miliónov podnikov v EÚ

za obdobie 2016 – 2024 odhadujeme pravdepodobnosť získania pomoci podľa charakteristík podnikov.⁶ Pred vypuknutím pandémie mali väčšiu šancu na získanie pomoci veľké podniky, podniky v energeticky náročných odvetviach a podniky v menej rozvinutých regiónoch, pričom odhadované zvýšenie pravdepodobnosti sa pohybovalo v rozmedzí od 0,2 do 0,4 percentuálneho bodu (graf D, panel a).⁷ Počas pandémie síce veľkosť a produktivita naďalej zohrávali dôležitú úlohu, kľúčovým faktorom sa však stali finančné obmedzenia, pričom podstatne väčšiu šancu získať pomoc mali podniky s vysokou mierou zadlženosti. Zároveň sa znížila pravdepodobnosť, že pomoc získajú podniky v menej rozvinutých regiónoch (graf D, panel b). Veľkosť a produktivita zostali dôležitými faktormi pri pridelovaní pomoci aj v období po pandémii. Naopak, v porovnaní s pandemickým obdobím sa oslabila úloha zadlženosti a väčšiu šancu získať pomoc opäť dostali podniky so sídlom v menej rozvinutých regiónoch (graf D, panel c).

Graf D

Pravdepodobnosť získania štátnej pomoci podľa charakteristík podniku

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Databáza transparentnosti štátnej pomoci, databáza Orbis a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odhadované marginálne efekty získané z lineárneho pravdepodobnostného modelu. Koefficienty vyjadrujú zmeny pravdepodobnosti získania pomoci v percentuálnych bodoch v porovnaní s tými, ktorí pomoc nezískali. Každý ukazovateľ predstavuje odhadovaný vplyv zmeny o jednu štandardnú odchýlku v danej charakteristike podniku. Intervaly spoľahlivosti sú úzke, preto nie sú zobrazené.

Štátna pomoc v EÚ sa rozšírila, je čoraz flexibilnejšia a viac zodpovedá

meniacim sa politickým prioritám EÚ. Vzhľadom na to, že priemyselná politika nadobúda celosvetový význam a EÚ práve rokuje o svojom novom viacročnom finančnom rámci na obdobie rokov 2028 – 2034, vyvstávajú zásadné otázky, ako môže štátna pomoc účinne podporovať spoločné ciele EÚ a nové politické priority

⁶ Údaje podnikov z databázy Orbis sú porovnané s databázou transparentnosti štátnej pomoci. Podiel podnikov, ktorým bola poskytnutá štátna pomoc, sa v priebehu času menil (0,2 % v rokoch 2016 – 2019, 2,5 % v rokoch 2020 – 2021 a 1,2 % po roku 2021). Bol použitý lineárny pravdepodobnostný model. Na zachytenie meniacich sa vzorcov pridelovania prostriedkov boli charakteristiky podnikov skombinované s fiktívnymi premennými pre jednotlivé časové obdobia. Model zahŕňa fixné efekty krajiny – rok a odvetvie – rok, pričom štandardné chyby sú zoskupené na úrovni podnikov.

⁷ Na stanovenie veľkosti podniku sa používajú aktíva (definované ako súčet obežných aktív, dlhodobého majetku a nehmotného majetku) a zamestnanosť (meraná počtom zamestnancov). Pomer finančnej páky sa počíta ako pomer dlhodobých záväzkov k celkovým aktívam. Menej rozvinuté regióny sú definované podľa klasifikácie Európskej komisie pre obdobia 2014 – 2020 a 2021 – 2027.

a zároveň chrániť hospodársku súťaž v rámci jednotného trhu a zachovať fiškálnu udržateľnosť. Na komplexné preskúmanie týchto otázok je potrebná ďalšia analýza.

Referencie

Evenett, S., Jakubik, A., Martin, F. a Ruta, M. (2024), [The Return of Industrial Policy in Data](#), *IMF Working Papers*, Vol. 2024, No 001, International Monetary Fund, január.

Hodge, A., Piazza, R., Hasanov, F., Li, X., Vaziri, M., Weller, A. a Wong, Y. C. (2024), [Industrial Policy in Europe: A Single Market Perspective](#), *IMF Working Papers*, Vol. 2024, No 249, International Monetary Fund, december.

Vyššie ceny ropy v dôsledku vojny na Blízkom východe: posúdenie prekážok rastu v eurozóne

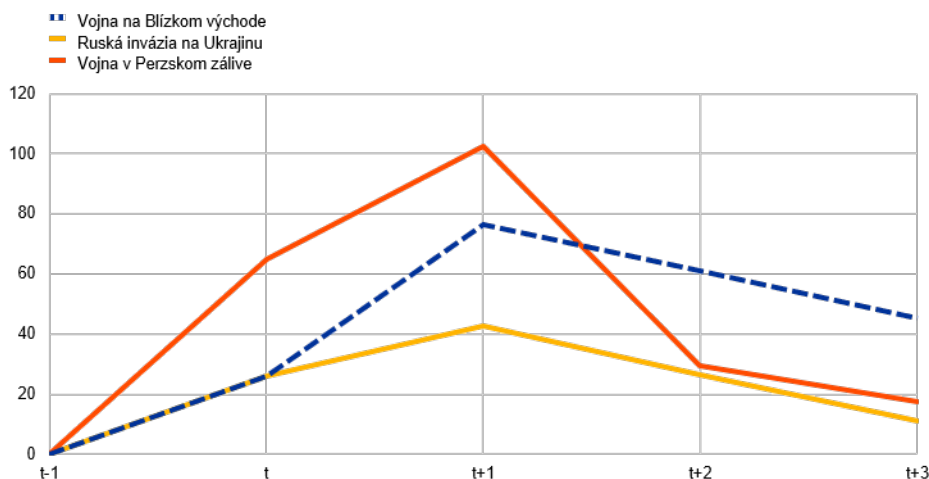
Johannes Gareis

Vojna na Blízkom východe vyvolala prudký rast cien ropy a pravdepodobne výrazne ovplyvní hospodársku aktivitu v eurozóne. Po vypuknutí vojny koncom februára 2026 ceny ropy Brent výrazne stúpili, čo odzrkadľovalo narušenie dodávok ropy cez Hormuzský prieliv a pokles jej produkcie na Blízkom východe. V porovnaní s predchádzajúcimi závažnými geopolitickými narušeniami dodávok ropy sa súčasný šok javí ako stredne závažný (graf A). Hoci maximálne úrovne cien ropy boli vo všeobecnosti podobné úrovniam zaznamenaným po ruskej invázii na Ukrajinu začiatkom roka 2022, nárast cien ropy vyvolaný súčasným šokom bol doteraz výraznejší než nárast pozorovaný po ruskej invázii. Šok súvisiaci s ruskou inváziou odzrkadľoval prerušenia dodávok a väčšiu neistotu ohľadom vývozu ruskej ropy v prostredí pretrvávajúceho zvýšeného dopytu po rope v dôsledku pandémie COVID-19 a oveľa prudšieho rastu cien zemného plynu.¹ Nárast ceny ropy v súvislosti so súčasným šokom je však menší ako nárast zaznamenaný počas vojny v Perzskom zálive na začiatku 90. rokov, keď iracká invázia do Kuvajtu vyradila z trhu významnú časť dodávok ropy.

Graf A

Vývoj cien ropy Brent v súvislosti s geopolitickými výpadkami dodávok ropy

(percentuálna zmena v porovnaní so štvrtkom pred šokom)



Zdroj: U.S. Energy Information Administration (EIA) a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje percentuálnu zmenu ceny ropy Brent na základe štvrtročných priemerov mesačných cien v amerických dolároch. Ukazovateľ „t“ sa v prípade vojny na Blízkom východe vzťahuje na prvý štvrtrok 2026, v prípade ruskej invázie na Ukrajinu na prvý štvrtrok 2022 a v prípade vojny v Perzskom zálive na tretí štvrtrok 1990. Modrá prerušovaná čiara znázorňuje vývoj ceny ropy podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2026, ktoré vychádzajú z cien ropných futures k dátumu uzávierky 21. mája 2026.

Pri posudzovaní makroekonomických účinkov týchto výkyvov cien ropy je kľúčové zohľadniť ich príčiny. Na rozdiel od zvýšenia cien spôsobeného dopytom,

¹ Porovnanie súčasného šoku so šokom vyvolaným ruskou inváziou na Ukrajinu a analýza jeho pravdepodobného vplyvu na infláciu sa uvádzajú v Arce et al. (2026).

ktoré zvyčajne odráža silnejší globálny rast a podporuje hospodársku aktivitu, zvýšenie cien spôsobené ponukou, naopak, brzdí hospodársku aktivitu v ekonomikách dovážajúcich ropu, ako je eurozóna. Prejavuje sa nárastom výrobných nákladov, nižšími reálnymi príjmami domácností, slabším globálnym dopytom a zvýšenou neistotou – pričom tento posledný faktor je zvyčajne výraznejší v prípade, že šoky majú geopolitický charakter.² V tomto boxe kvantifikujeme makroekonomický vplyv nedávneho rastu cien ropy na eurozónu pomocou empirického modelu, ktorý na hodnotenie minulých a súčasných narušení dodávok ropy využíva identifikované geopolitické ropné ponukové šoky.³

Makroekonomické účinky geopolitických šokov súvisiacich s ponukou ropy na eurozónu možno zhodnotiť pomocou bayesovského vektorového autoregresného (BVAR) modelu. Model zahŕňa rady identifikovaných

geopolitických ropných ponukových šokov spolu s globálnou reálnou cenou ropy, ukazovateľom globálnej hospodárskej aktivity, reálnym HDP eurozóny, súkromnou spotrebou, investíciami, spotrebiteľskými cenami a krátkodobými a dlhodobými úrokovými sadzbami. Šoky sú prevzaté z Verduzco-Bustos a Zanetti (2026) a sú odvodené pomocou vysokofrekvenčnej inštrumentálnej premennej, ktorá izoluje pohyby cien ropy súvisiace s geopolitickými narušeniami dodávok.⁴ Tieto šoky sa zvyčajne spájajú s prudkým nárastom cien ropy a trvalým poklesom produkcie ropy, vďaka čomu sú vhodné na analýzu vplyvu vojny na Blízkom východe.⁵ Model je odhadovaný za obdobie od prvého štvrťroka 1985 do posledného štvrťroka 2023.⁶ Keďže význam ropy (ropná náročnosť) v ekonomike eurozóny od začiatku 90. rokov postupne klesá (graf B), model bol opätovne odhadnutý na základe kratšej vzorky údajov počnúc tretím štvrťrokom 2003, teda po počiatkovej fáze vojny v Iraku, s cieľom overiť, či sa zmenil spôsob prenosu ropných ponukových šokov.⁷

² Verduzco-Bustos a Zanetti (2026) poukazujú na skutočnosť, že výkyvy cien ropy spojené s geopolitickými rizikami majú odlišnú dynamiku a makroekonomické dôsledky, ktoré sú čiastočne podmienené anticipačným správaním a prudkým a pretrvávajúcim rastom makroekonomickej aj finančnej neistoty, čo zosilňuje negatívne účinky na hospodársku aktivitu v porovnaní s bežnými ropnými ponukovými šokmi. Tento mechanizmus úzko súvisí s dôkazmi v Brignone et al. (2025) uvádzajúcimi, že veľké geopolitické šoky vyvolávajú disproporčný nárast neistoty a finančného napätia.

³ Analýza prenosu geopolitických šokov spojených s narušením dodávok energií na americké finančné trhy je v boxe 2 – Reakcia finančných trhov v Spojených štátoch na geopolitické šoky narušajúce dodávky ropy v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

⁴ Tento nástroj špecificky meria zmeny cien mesačných futures na ropu West Texas Intermediate (WTI) v dňoch, keď dochádza k výkyvom nahor indexu geopolitického rizika dodávok ropy, ktorý vyvinuli Iacoviello a Tong (2026). Identifikované udalosti sa tak obmedzujú na tie, ktoré priamo súvisia s narušením dodávok ropy.

⁵ Globálna reálna cena ropy je cena surovej ropy WTI deflovaná indexom spotrebiteľských cien v Spojených štátoch; globálna hospodárska aktivita sa meria indexom priemyselnej výroby podľa Baumeistera a Hamiltona (2019). Obe sú konzistentné s výberom premenných použitých na identifikáciu geopolitických ropných ponukových šokov vo Verduzco-Bustos a Zanetti (2026).

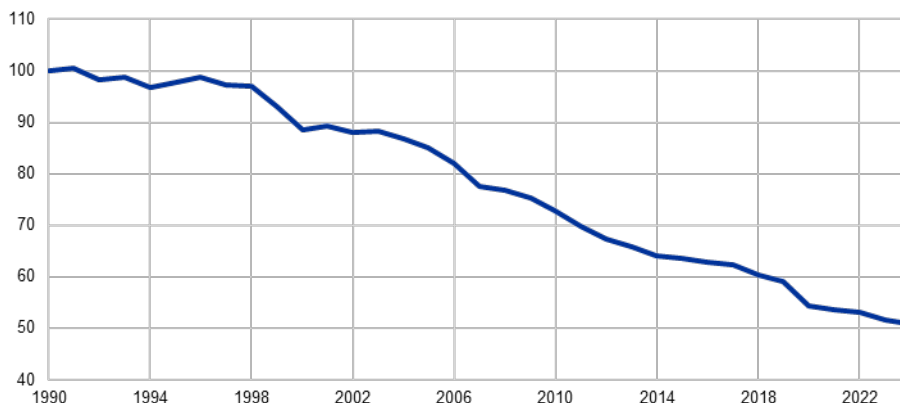
⁶ Geopolitické ropné ponukové šoky sa agregujú na štvrťročnú úroveň ako jednoduché priemery mesačných pozorovaní. Aby sa zachytili ich dynamické účinky, v modeli BVAR sú zaradené v rámci rekurzívnej identifikačnej schémy ako prvé.

⁷ Aby výsledky odhadov neboli ovplyvnené zvýšenou volatilitou počas pandémie COVID-19, model obsahuje fiktívne pandemické premenné.

Graf B

Vývoj ropnej náročnosti reálneho HDP eurozóny

(index: 1990 = 100)



Zdroj: Eurostat, databáza nového modelu New Area-Wide Model (AWM) a výpočty ECB.

Poznámka: Ropná náročnosť sa vyjadruje v kilogramoch ropného ekvivalentu na euro reálneho HDP, pričom ako základné obdobie s hodnotou indexu 100 je stanovený rok 1990. Posledné údaje sú z roka 2024.

Nepriaznivý geopolitický ropný ponukový šok má pretrvávajúci negatívny vplyv na rast reálneho HDP eurozóny, a to prostredníctvom nižšej súkromnej spotreby a slabšej investičnej aktivity.

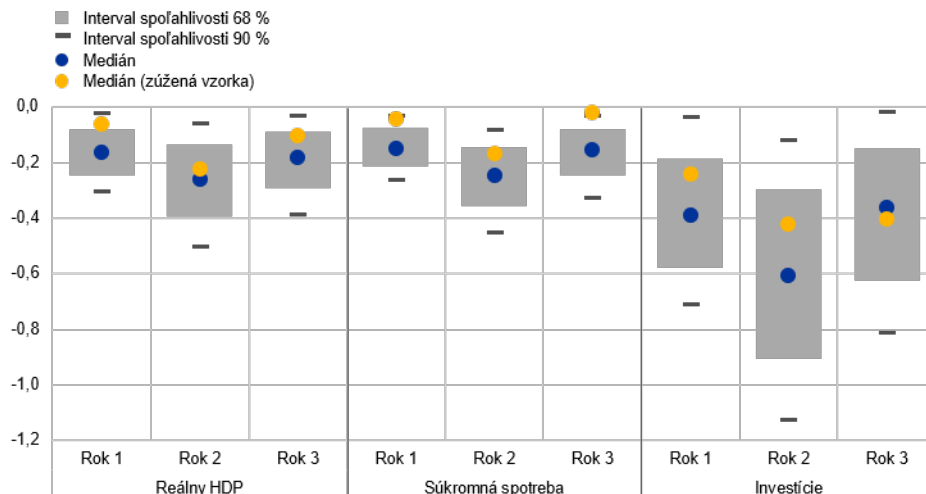
V dôsledku geopolitického ropného ponukového šoku, ktorý v okamihu svojho výskytu zvýši reálnu cenu ropy o 10 %, sa odhaduje, že reálny rast HDP v eurozóne bude v každom z prvých troch rokov po šoku nižší približne o 0,2 až 0,3 percentuálneho bodu (graf C).⁸ Spomaľuje sa rast súkromnej spotreby aj investícií, hoci vplyv na investície je výraznejší, keďže investície sú vo všeobecnosti citlivejšie na zvýšenie neistoty, ktoré nasleduje po geopolitických narušeníach dodávok ropy. Odhady na základe čiastkovej vzorky za obdobie od roku 2003 naznačujú, že tieto účinky sa v priebehu času mohli do určitej miery oslabiť, a to najmä v dôsledku slabšej reakcie súkromnej spotreby. Naopak, reakcia investícií zostáva naprieč čiastkovými vzorkami celkovo stabilná, pričom odhady z kratšej vzorky spadajú do intervalov spoľahlivosti reakcie odhadnutej na celej vzorke. Tento vývoj môže súvisieť buď s menej výrazným oslabením vplyvu ropnej náročnosti na investície, alebo s prevažujúcim posilnením iných transmisných kanálov, predovšetkým zvýšenej neistoty, ktorú vyvolávajú geopolitické ropné ponukové šoky.

⁸ Výsledky zostávajú kvalitatívne robustné aj pri použití širšieho radu ropných ponukových šokov podľa Moriho a Peersmana (2026). Tento širší rad údajov spresňuje odhady šokov, ktoré vypracoval Känzig (2021) a ktoré vychádzajú z oznámení Organizácie krajín vyvážajúcich ropu (OPEC). Pri použití širšieho radu sú kvantitatívne účinky o niečo menšie, čo zodpovedá tomu, že širšia identifikácia zachytáva ropné ponukové šoky presahujúce šoky geopolitického pôvodu.

Graf C

Vplyv nepriaznivého geopolitického ropného ponukového šoku na ročný rast

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Verduzco-Bustos a Zanetti (2026), Baumeister a Hamilton (2019), EIA, Bureau of Labor Statistics (BLS), Eurostat, databáza nového modelu AWM, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odhadovaný vplyv dočasného geopolitického ropného ponukového šoku, ktorý spôsobí 10 % nárast reálnej ceny ropy, na ročný rast reálneho HDP eurozóny, súkromnú spotrebu a investície v prvých troch rokoch po šoku. Odhady sú uvedené pre celý súbor údajov (od prvého štvrťroka 1985 do posledného štvrťroka 2023) a pre kratší súbor údajov počnúc tretím štvrťrokom 2003.

Vplyv minulých geopolitických narušení dodávok ropy, najmä vojna

v Perzskom zálive a ruská invázia na Ukrajinu, bol v prvom roku rozsiahly.

Odhaduje sa, že vojna na Blízkom východe bude mať na hospodársky rast

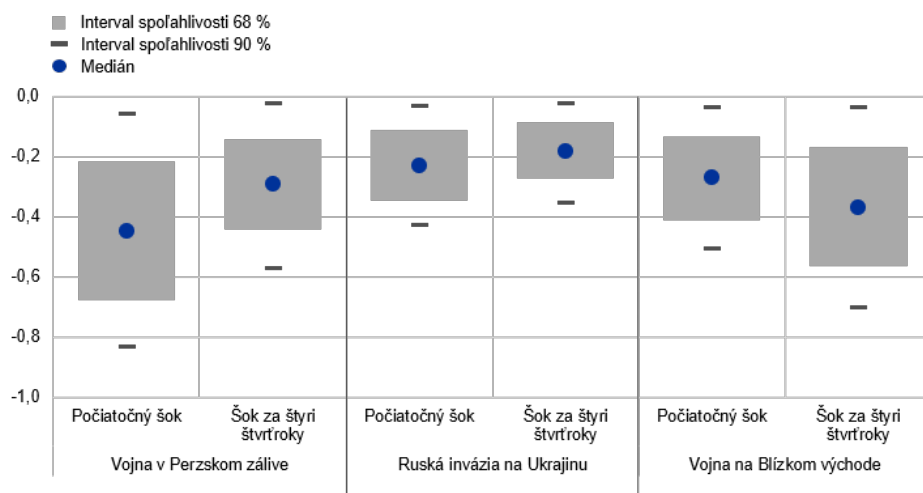
eurozóny v tomto roku celkovo porovnateľný dosah.

Prepojenie odhadovaných impulzných odoziev s odhadovanými šokmi umožňuje vyčíslieť makroekonomické účinky minulých narušení dodávok ropy a zároveň posúdiť dosah aktuálneho šoku. Podľa odhadov boli hlavným motorom väčšiny reálnych pohybov cien ropy v prvom roku vojny v Perzskom zálive a ruskej vojny na Ukrajine práve geopolitické ropné ponukové šoky. Na základe odhadov pre celú vzorku – ktoré vzhľadom na klesajúcu ropnú náročnosť pravdepodobne predstavujú hornú hranicu pre nedávne udalosti (vrátane súčasného šoku) – dosiahol výsledný čistý negatívny vplyv na rast HDP v prvom roku približne 0,3 percentuálneho bodu počas vojny v Perzskom zálive a 0,2 percentuálneho bodu počas ruskej vojny na Ukrajine (graf D, šok za štyri štvrťroky). Negatívny vplyv samotného počiatkového šoku bol väčší. Ceny ropy sa však pomerne rýchlo zotavili a ich následný pokles čiastočne vykompenzoval počiatkový negatívny vplyv na HDP (graf D, počiatkový šok). Na základe súčasnej krivky ropných futures a za predpokladu, že za väčšinou implikovaných zmien cien ropy v roku 2026 stoja geopolitické ropné ponukové šoky, sa odhaduje, že vojna na Blízkom východe zníži reálny rast HDP eurozóny v prvom roku približne o 0,4 percentuálneho bodu. Na rozdiel od ostatných epizód sa bude tento vplyv v priebehu roka pravdepodobne postupne zosilňovať, čo odráža ďalší výrazný nárast cien ropy očakávaný v druhom štvrťroku 2026 a trvalejší vývoj naznačený krivkou futures.

Graf D

Odhadovaný vplyv geopolitických ropných ponukových šokov na rast reálneho HDP v prvom roku

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Verduzco-Bustos a Zanetti (2026), Baumeister a Hamilton (2019), EIA, BLS, Eurostat, databáza nového modelu AWM, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odhadovaný vplyv na rast reálneho HDP eurozóny počas prvého roka po udalosti v dvoch scenároch: počiatočný šok, ktorý zachytáva iba geopolitický ropný ponukový šok na začiatku udalosti, a sekvencia šokov trvajúca štyri štvrťroky, ktorá zobrazuje šoky, ktoré sa prejavujú počas celého prvého roka po začiatku udalosti. V prípade vojny v Perzskom zálive a ruskej invázie na Ukrajinu sú šoky odvodené z identifikovaných historických radov šokov. V prípade vojny na Blízkom východe vychádzajú z aktuálneho vývoja cien ropy a krivky ropných futures.

Rozsah dopadu súčasného šoku je stále veľmi neistý a bude závisieť od výšky a trvania rastu cien ropy. Vplyv na hospodársku aktivitu zvyčajne pretrváva aj po zvrate vývoja cien ropy, takže aj rýchly pokles cien ropy by stále implikoval nezanedbateľné straty v produkcii v eurozóne. Ak by sa tento šok ukázal ako dlhodobejší, kumulovaný negatívny vplyv na rast by mohol byť väčší, než naznačujú tu uvedené odhady. Zároveň by širšie narušenia dodávateľských reťazcov a presah na trh so zemným plynom mohli tento vplyv ďalej zosilniť nad rámec zachytený historickými odhadmi. Ceny zemného plynu sa však zatiaľ držia na pomerne stabilnej úrovni, čo pravdepodobne súvisí s obmedzenou závislosťou Európy od zemného plynu z Blízkeho východu.

Referencie

Arce, Ó., Battistini, N., Bouabdallah, O., Lis, E. a Mohr, M. (2026), [A tale of two energy crises – initial conditions matter](#), *The ECB Blog*, ECB, 3. jún.

Baumeister, C. a Hamilton, J. D. (2019), [Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks](#), *American Economic Review*, Vol. 109, No 5, máj, s. 1873 – 1910.

Brignone, D., Gambetti, L. a Ricci, M. (2025), [Geopolitical risk shocks: when size matters](#), *Working Paper Series*, No 2972, ECB, máj (revidovaný).

Iacoviello, M. a Tong, J. (2026), [The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence](#), *Working Paper*, Federal Reserve Board of Governors.

Känzig, D. R. (2021), [The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements](#), *American Economic Review*, Vol. 111, No 4, apríl, s. 1092 – 1125.

Ferrari Minesso, M., Lopes Mendes, B., Stalla-Bourdillon, A. a Vidaházy, V. (2026), [Reakcia finančných trhov v Spojených štátoch na geopolitické šoky narúšajúce dodávky ropy](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB.

Mori, L. a Peersman, G. (2026), [Estimating the Macroeconomic Effects of Oil Supply News](#), nepublikovaný rukopis.

Verduzco-Bustos, G. a Zanetti, F. (2026), [The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#), *CESifo Working Papers*, No 12606, apríl.

Sledovanie vývoja na trhu práce v eurozóne na základe oznámení o reštrukturalizácii

Claudia Foroni and Nikolaos Papadatos

V tomto boxe skúmame, do akej miery môžu mediálne oznámenia o reštrukturalizácii podnikov týkajúce sa rušenia a vytvárania pracovných miest poskytovať aktuálnejšie signály o dynamike trhu práce v eurozóne než bežné štatistické ukazovatele. Vychádzame z databázy Európskeho monitora reštrukturalizácie podnikov (European Restructuring Monitor – ERM), ktorá obsahuje údaje na úrovni podnikov a ktorú od roku 2002 zostavuje Európska nadácia pre zlepšovanie životných a pracovných podmienok (Eurofound) na základe denného sledovania národných hospodárskych médií a internetových stránok podnikov vo všetkých členských štátoch EÚ a v Nórsku. Reštrukturalizácia sa zaznamená v prípade, ak sa týka najmenej 100 pracovných miest alebo najmenej 10 % zamestnancov podniku, ktorý zamestnáva viac ako 250 pracovníkov.¹ Musí sa uskutočniť do deviatich mesiacov od oznámenia a klasifikuje sa podľa typu (napr. vnútropodniková reštrukturalizácia, expanzia, presun do zahraničia, fúzia alebo konkurz), čo poskytuje informácie o povahe príslušného šoku, ktoré nie sú k dispozícii v bežných súhrnných štatistikách. ERM tak môže poskytovať včasné vysokofrekvenčné informácie o vývoji situácie na trhu práce ešte pred zverejnením oficiálnych údajov.

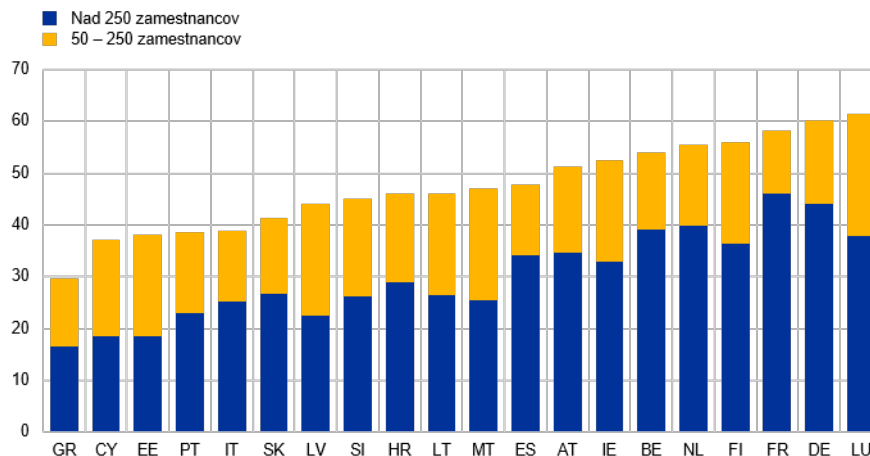
Mediálne spravodajstvo o reštrukturalizáciách sa typicky zameriava na väčšie podniky – čo je odrazom jednak hranice pre zaznamenanie, ale aj mediálneho záujmu. Toto skreslenie znamená, že ERM nie je reprezentatívny z hľadiska celkovej zamestnanosti, čo platí najmä v krajinách, kde sa hospodárska aktivita sústreďuje v menších podnikoch. V eurozóne tvoria podniky s najmenej 250 zamestnancami menej ako 1 % všetkých podnikov, ale zamestnávajú približne 36 % všetkých zamestnancov. Rozšírením hranice pre zaznamenanie o podniky s najmenej 50 zamestnancami sa tento podiel zvýši približne na 50 % (graf A). ERM teda zachytáva oznámenia o reštrukturalizácii v podnikoch, ktoré zamestnávajú tretinu až polovicu celkovej pracovnej sily v eurozóne, no počet pracovníkov, ktorých sa zaznamenajú oznámenia o reštrukturalizácii priamo týkajú, je podstatne nižší. Rozsah pokrytia sa zároveň líši v závislosti od krajiny, keďže odzrkadľuje rozdiely v priemyselnej štruktúre a rozložení zamestnanosti naprieč rôznymi veľkosťami podnikov. Na Nemecko a Francúzsko pripadá spolu približne 40 % všetkých ohlásených reštrukturalizácií v eurozóne zaznamenaných v ERM. Relatívne nižší počet zaznamenaných prípadov v Španielsku a Taliansku do veľkej miery odzrkadľuje nižší podiel zamestnancov vo väčších podnikoch. ERM teda zachytáva len reštrukturalizáciu väčších zamestnávateľov a väčšinou sa nevenuje o dynamike zamestnanosti v malých podnikoch či aspektom ako participácia pracovnej sily a odpracované hodiny. Tento ukazovateľ preto treba vnímať skôr ako doplnkový než ako komplexný ukazovateľ situácie na trhu práce.

¹ Opis súboru údajov a metodiky sú v Litardi a Brattlund (2025).

Graf A

Podiel zamestnanosti vo veľkých podnikoch v krajinách eurozóny

(percentuálny podiel na celkovej zamestnanosti)



Zdroj: Štrukturálna podniková štatistika Eurostatu.

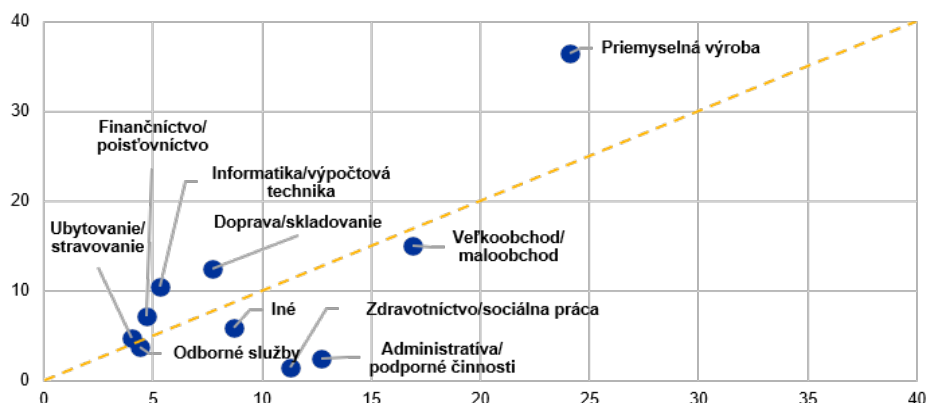
Poznámka: Graf znázorňuje podiel zamestnanosti v podnikoch s viac ako 250 zamestnancami a v podnikoch s 50 až 250 zamestnancami podľa jednotlivých krajín eurozóny. Uvedené hodnoty predstavujú priemery za obdobie rokov 2021 až 2024. Štáty sú zoradené podľa celkového podielu.

Odvetvová distribúcia reštrukturalizácií zaznamenaných v ERM poskytuje informácie o tom, kde sa v rámci segmentu hospodárstva zahrnutého do súboru údajov najviac koncentruje rozsiahla reštrukturalizácia. Ponúka tak deskriptívny rozmer, ktorý dopĺňa štandardné agregované štatistiky trhu práce (graf B). Ak vychádzame z údajov štrukturálnej podnikovej štatistiky Eurostatu o odvetvovom zložení zamestnanosti vo väčších podnikoch, ako odvetvie s najväčšou reštrukturalizáciou sa javí priemyselná výroba. Toto odvetvie zahŕňa 37 % všetkých pracovných miest dotknutých reštrukturalizáciou, zatiaľ čo v podnikoch s 50 a viac zamestnancami je to 24 %.² Naproti tomu podiel pracovných miest dotknutých reštrukturalizáciou v zdravotníckych, sociálnych a administratívnych službách zaznamenaných v databáze ERM výrazne zaostáva za ich podielom na zamestnanosti vo väčších podnikoch. Keďže model ERM vychádza z udalostí, o ktorých informujú médiá, môže uprednostňovať veľké, viditeľné prípady reštrukturalizácie a radikálnejšie formy úprav podnikových štruktúr. Vzhľadom na to, že skreslenia vyplývajúce z mediálneho pokrytia sa môžu v jednotlivých odvetviach líšiť, uvedené rozdiely je potrebné interpretovať obozretne.

² Hranica 50 zamestnancov sa používa ako najbližšia dostupná aproximácia Eurostatu, keďže pre hranicu 100 zamestnancov sa nezverejňuje žiadne členenie. ERM zahŕňa všetky podniky s viac ako 250 zamestnancami a časť podnikov s 50 až 250 zamestnancami.

Graf B

Rozdelenie ohlásených reštrukturalizácií a zamestnanosti vo veľkých podnikoch podľa odvetví



Zdroj: Eurofound, štrukturálna podniková štatistika Eurostatu a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá os znázorňuje odvetvové rozdelenie pracovných miest dotknutých reštrukturalizáciami zaznamenanými v ERM, a to pre všetky typy reštrukturalizácie. Na vodorovnej osi je znázomené odvetvové rozdelenie zamestnanosti v podnikoch s 50 a viac zamestnancami. Uvádza sa desať najväčších odvetví, pričom všetky ostatné odvetvia sú zahrnuté v kategórii „Ostatné“. Prerušovaná čiara predstavuje 45-stupňovú líniu, pri ktorej sa podiel daného odvetvia na reštrukturalizácii rovná jeho podielu na zamestnanosti vo veľkých podnikoch; odvetvia nad touto líniou sú v reštrukturalizácii zastúpené nadmerne v porovnaní s ich podielom na zamestnanosti. Údaje sa vzťahujú na priemery za obdobie 2021 až 2024, ktoré predstavuje najnovšie obdobie, za ktoré sú odvetvové údaje o zamestnanosti zo štrukturálnej podnikovej štatistiky Eurostatu dostupné konzistentne a sú porovnateľné naprieč krajinami a odvetviami, a to po zmenách v štatistických klasifikáciách a rozsahu pokrytia údajov v predchádzajúcich rokoch.

Na základe rozdielu medzi vytvorenými a zrušenými pracovnými miestami možno vypočítať ukazovateľ ohlásených čistých zmien v zamestnanosti

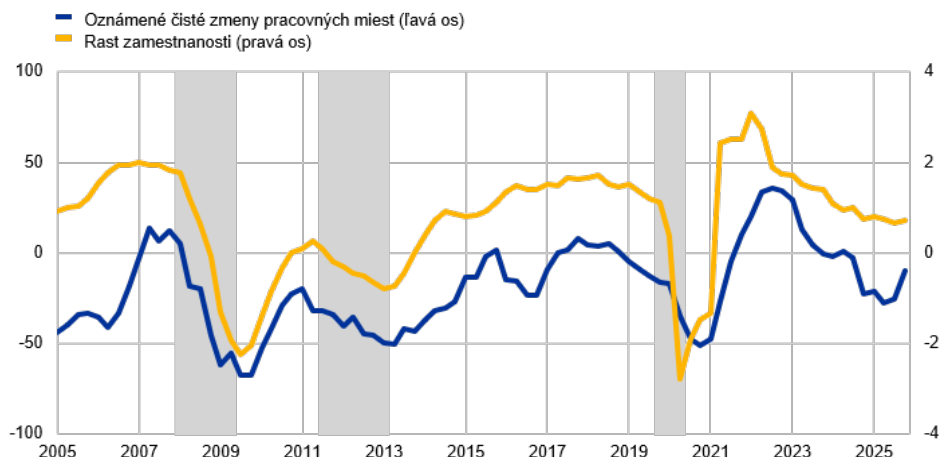
(net job changes – NJC), ktorý vo všeobecnosti kopíruje rast zamestnanosti

v eurozóne. Ukazovateľ NJC je definovaný ako sezónne očistený počet ohlásených vytvorených pracovných miest mínus počet ohlásených zrušených pracovných miest zaznamenaných v ERM. Vzorka, ktorá vychádza z údajov od roku 2005, obsahuje v priemere okolo 190 pozorovaní za štvrťrok, čo zodpovedá približne 52 000 ohláseným zrušeným pracovným miestam a 33 000 ohláseným novým pracovným miestam. Počet zrušených pracovných miest v priemere prevyšuje počet novovytvorených pracovných miest, hoci celková zamestnanosť počas sledovaného obdobia stúpla. Odráža to štruktúru databázy, keďže rozsiahle prepúšťanie má zvyčajne formu individuálnych, mediálne sledovaných udalostí, ktoré ľahko prekračujú hranice pre zaznamenanie v rámci ERM, zatiaľ čo nábor je zvyčajne viac postupný, menej pravdepodobne sa kvalifikuje ako udalosť na zaznamenanie a priťahuje menšiu pozornosť médií. Keď sa však tento ukazovateľ NJC vyjadrí ako štvrťročný kĺzavý priemer, vo všeobecnosti kopíruje vývoj rastu zamestnanosti v eurozóne a, čo je ešte dôležitejšie, zhoduje sa s jej hlavnými bodmi zlomu v sledovanom období (graf C).

Graf C

Rast zamestnanosti v eurozóne a oznámené čisté zmeny v počte pracovných miest

(ľavá os: v tisícoch pracovných miest; pravá os: v %)



Zdroj: Eurofound, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Sezónne očistené čisté zmeny v zamestnanosti zaznamenané v ERM sú zobrazené ako štvrtročné klzavý priemer za predchádzajúce obdobie. Rast zamestnanosti v eurozóne je zobrazený v medzioročnom porovnaní. Vytieňované oblasti označujú recesie v eurozóne, ktoré identifikovala Sieť hospodárskeho cyklu eurozóny Centra pre výskum hospodárskej politiky. Údaje sa vzťahujú na obdobie od prvého štvrťroka 2005 do prvého štvrťroka 2026.

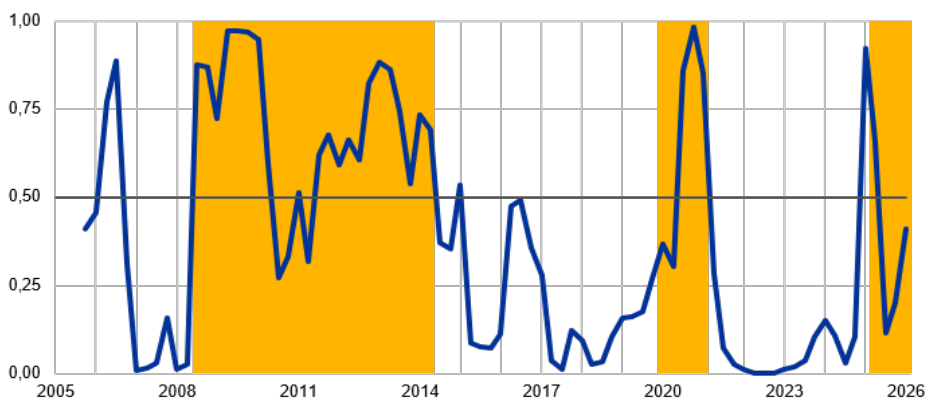
Analýza založená na modeli ukazuje, že oznámenia o reštrukturalizácii obsahujú dôležité predstihové informácie o vývoji rastu zamestnanosti v eurozóne.

Na odhad pravdepodobnosti poklesu medzioročneho rastu zamestnanosti v eurozóne pod historický priemer sa používa probitový model založený na zverejnených údajoch o čistých zmenách v zamestnanosti. Vďaka zahrnutiu oneskorených hodnôt ukazovateľa NJC poskytuje tento model včasný a doplnkový zdroj informácií o situácii na trhu práce popri oficiálnych štatistikách zamestnanosti, čím pomáha sledovať návrat rastu zamestnanosti na nadpriemernú úroveň (graf D).

Graf D

Predpokladaná pravdepodobnosť podpriemerného rastu zamestnanosti v eurozóne

(pravdepodobnosť)



Zdroj: Eurofound, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje predpokladanú pravdepodobnosť podpriemerného rastu zamestnanosti v eurozóne na základe probitového modelu, ktorý využíva súčasné ohlásené čisté zmeny v počte pracovných miest spolu s tromi oneskorenými hodnotami tohto ukazovateľa. Podpriemerný rast sa definuje ako medzioročný rast zamestnanosti nižší ako historický priemer predstavujúci 0,7 %. Žlté plochy označujú štvrťroky, v ktorých bol zaznamenaný podpriemerný rast zamestnanosti. Vodorovná čiara označuje hranicu pravdepodobnosti 0,5. Údaje sa vzťahujú na obdobie od prvého štvrťroka 2005 do prvého štvrťroka 2026.

Z nedávnych oznámení o reštrukturalizácii vyplýva, že rast zamestnanosti môže v prvej polovici roku 2026 zostať pod svojím historickým priemerom.

Od polovice roka 2025 sa rast zamestnanosti v eurozóne spomalil približne na úroveň okolo alebo pod úroveň historického priemeru, pričom v priebehu roka sa zvýšila aj pravdepodobnosť podpriemerného rastu zamestnanosti odhadovaná na základe modelov. Hoci sú tieto pravdepodobnosti do istej miery volatilné, naznačujú, že v prvom štvrtroku 2026 bude naďalej pretrvávať pravdepodobnosť podpriemerného rastu, čo zodpovedá dosiahnutej ročnej miere rastu zamestnanosti na úrovni 0,6 %. Údaje za apríl a máj naznačujú, že v druhom štvrtroku bude pravdepodobne pokračovať slabý rast zamestnanosti, hoci s o niečo pozitívnejším pomerom oznámení o reštrukturalizácii. Na úrovni jednotlivých krajín sú hlavnými ťahúňmi tohto zlepšenia Francúzsko a Španielsko, keď v oboch ekonomikách došlo k pozitívnej čistej zmene počtu pracovných miest. V Nemecku počet zrušených pracovných miest naďalej prevyšuje počet vytvorených pracovných miest. Na úrovni jednotlivých odvetví naďalej pozitívne prispieva sektor informačných a výpočtových technológií spolu s verejnou správou a obranou. Naopak, priemyselná výroba sa dostáva do čoraz väčšej čistej negatívnej pozície, keď v porovnaní s celkovo neutrálnou bilanciou zaznamenanou v prvom štvrtroku počet zrušených pracovných miest stále viac prevyšuje počet vytvorených pracovných miest.

Referencie

European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions (Eurofound) (2025), [European Restructuring Monitor \(ERM\)](#).

Litardi, C. a Brattlund, E. (2025), [European Restructuring Monitor: The database and its methodology](#), *Working Paper*, No WPEF25058, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions (Eurofound), 18. september.

Európska komisia, Generálne riaditeľstvo pre zamestnanosť, sociálne veci a inklúziu (2025), [Labour Market and Wage Developments in Europe 2025](#), Úrad pre publikácie Európskej únie, Luxembursko.

Čo stojí za nízkou infláciou cien tovarov? Vplyv expozície voči dovozu z Číny

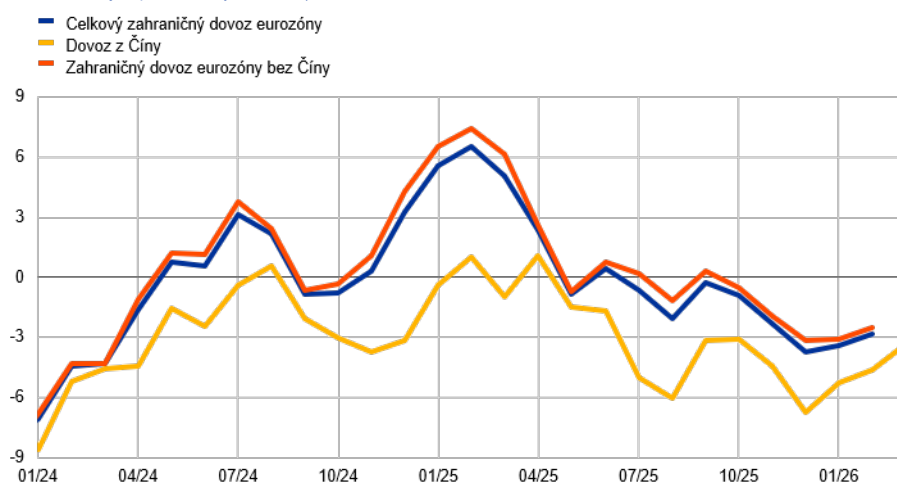
Pablo Anaya Longaric, Claudia Esposito, Vanessa Gunnella, Noémie Lecourt, Catalina Martínez Hernández a Giacomo Pongetti

Ceny dovozu z Číny od druhého polroka 2025 medziročne klesajú, čo vyvoláva tlak na pokles inflácie cien tovarov v eurozóne. Ceny dovozu z Číny v marci 2026 medziročne klesli o 3,3 %, pričom vo februári zaznamenali pokles o 4,6 %. Tento pokles bol oveľa výraznejší ako pokles cien celkového zahraničného dovozu eurozóny a cien dovozu z iných krajín ako Čína, pričom ceny dovozov z iných krajín ako Čína vo februári 2026 medziročne klesli o 2,4 % (graf A). Podiel Číny na zahraničnom dovoze eurozóny sa zároveň od roku 2024 zvýšil zo 14 % na 17 % najmä pre rastúcu konkurencieschopnosť čínskych výrobkov. Vysoká expozícia voči dovozu z Číny a klesajúce ceny niektorých spotrebných tovarov prispeli k tomu, že inflácia priemyselných tovarov bez energií (inflation for non-energy industrial goods – NEIG) v eurozóne zostala tlmená. V tomto boxe analyzujeme, ako nárast dovozu z Číny do eurozóny a jeho relatívne nízke a klesajúce ceny ovplyvňujú infláciu cien tovarov v eurozóne.¹

Graf A

Ceny dovozu do eurozóny

(medziročné údaje v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje v prípade celkového zahraničného dovozu eurozóny a dovozu eurozóny z iných krajín ako Čína sú z februára 2026 a v prípade dovozu z Číny sú z marca 2026.

Spotrebný tovar v eurozóne, ktorý je vo veľkej miere závislý od dovozu z Číny, vykazoval v poslednom období pomerne tlmený cenový vývoj. Tento tlmený trend sa odráža v subindexe NEIG, ktorý sa zameriava na položky s relatívne vysokou expozíciou voči dovozu z Číny, t. j. na položky s podielom dovozu z Číny presahujúcim medián. Inflácia tovarov s výraznou expozíciou voči Číne bola trvalo

¹ Di Sano et al. (2023), Boeckelmann et al. (2025) a Al-Haschimi et al. (2025).

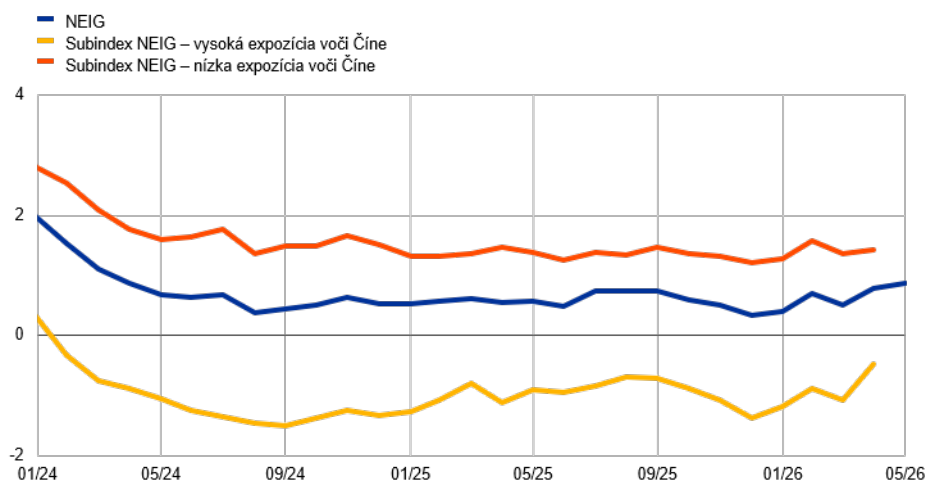
nižšia ako celková inflácia tovarov, na rozdiel od vyššej inflácie zaznamenatej v subindexe NEIG, ktorý zahŕňa tovary s nízkou expozíciou voči Číne (graf B, panel a). V roku 2025 dovozné ceny mimoriadne výrazne klesli v skupine tovarov, pri ktorých sa zvýšil podiel dovozu z Číny, ako sú bicykle, náradie, spotrebiče, nábytok, textil a tovar v oblasti informačných a komunikačných technológií. Tieto položky (žlté body v grafe B, panel b) vykazovali v porovnaní s ostatnými tovarmi v priemere nižšiu mieru inflácie, ktorá sa vo väčšine prípadov pohybovala pod historickým priemerom. V rámci jednotlivých kategórií tovarov však neexistuje jednoznačná súbežná korelácia medzi rastom cien dovozu z Číny a infláciou NEIG, čo je pravdepodobne spôsobené rôznymi prekážkami, ako sú oneskorené účinky výmenného kurzu, úpravy marží, regulované ceny a nepružnosť dopytu, ktoré rôznym spôsobom ovplyvňujú trhy tovarov a služieb. S cieľom zohľadniť túto rôznorodosť bol v analýze uplatnený detailný prístup zameraný na jednotlivé položky, pričom miera inflácie tovarov sa modelovala pre každú položku NEIG osobitne.

Graf B

Vzťah medzi infláciou cien tovarov v eurozóne a dovozom z Číny

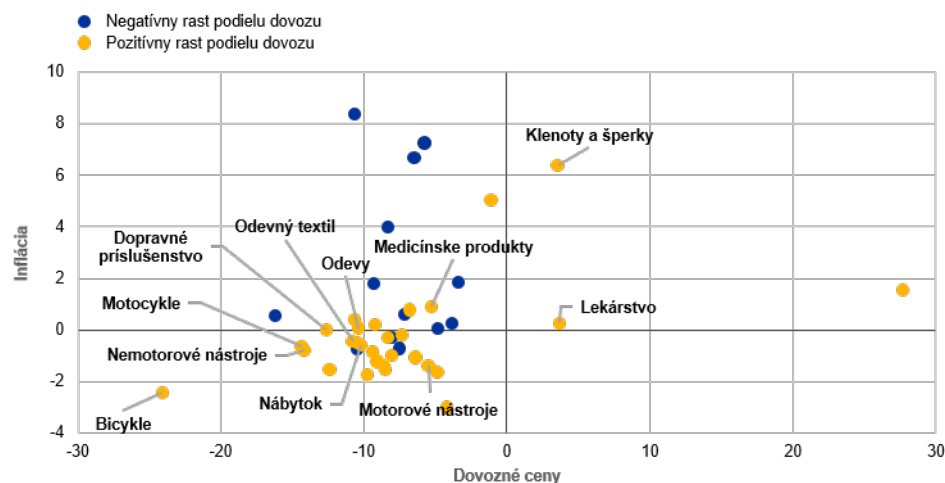
a) Inflácia NEIG a položky s vysokou expozíciou voči Číne

(ročná miera rastu)



b) Inflácia NEIG, podiel dovozu a inflácia dovozných cien

(v %)



Zdroj: Panel a): Eurostat, Trade Data Monitor a výpočty ECB. Panel b): Trade Data Monitor, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Panel a): Subindexy NEIG predstavujú vážený súčet inflácie tovarov v tých položkách, ktoré vykazujú vysokú alebo nízku mieru expozície voči dovozu z Číny (nad/pod mediánom). Posledné údaje sú z apríla 2026. Panel b): Obe osi vykazujú medziročnú odchýlku od dlhodobého predpandemického trendu. Graf obsahuje všetky položky súvisiace s infláciou NEIG, s výnimkou dodávok vody, ktorá nie je predmetom dovozu. Zmeny v podiele dovozu z Číny sa vypočítavajú na základe údajov za posledných 12 mesiacov v porovnaní s rokom 2023. Posledné údaje v prípade inflácie NEIG sú z mája 2026 (rýchly odhad), v prípade subindexov NEIG z apríla 2026 a v prípade podielov dovozu a dovozných cien z februára 2026.

Z empirických dôkazov vyplýva, že prenos cien dovozu z Číny je v rámci jednotlivých položiek zahrnutých do inflácie NEIG veľmi heterogénny. Na

39 položiek NEIG, za ktoré sú k dispozícii údaje o cenách dovozu z Číny, bol použitý bayesovský vektorový autoregresný model (BVAR), ktorý identifikuje sektorovo špecifické šoky dovozných cien pre príslušné položky NEIG.² Ak miera inflácie v rámci indexu NEIG výrazne reaguje na takéto šoky, sektory sa klasifikujú ako „citlivé na dovoz z Číny“. Schéma A z celkového počtu 39 položiek tovarov znázorňuje vplyvy na 21 tovarov, ktoré výrazne reagujú na šoky dovozných cien z Číny a ktoré podľa váh HICP na rok 2026 tvoria približne polovicu celkového koša NEIG. Naše výsledky naznačujú, že 10 % pokles rastu cien dovozu z Číny na úrovni jednotlivých sektorov súvisí s maximálnym poklesom inflácie tovarov o 0,1 až 0,7 percentuálneho bodu v najcitlivejších odvetviach (podčiarknuté položky v schéme A), t. j. v sektore nábytku, malých elektrospotrebičov, bytového textilu, skleneného a stolového riadu a veľkých elektrospotrebičov. Mnohé z týchto položiek majú relatívne vysokú expozíciu voči dovozu z Číny. Existujú však aj iné položky s nižšou mierou expozície, ktoré sú takisto citlivé na šoky dovozných cien z Číny, čo naznačuje, že Čína by mohla ovplyvňovať cenotvorbu v eurozóne prostredníctvom nepriamych kanálov, napríklad nižších cien v dôsledku presmerovania obchodu z iných krajín alebo prostredníctvom silnejšej konkurencie čínskych výrobcov na svetových trhoch. Horná hranica týchto odhadov sa vo všeobecnosti zhoduje s hrubým odhadom vplyvu vývoja dovozných cien v Číne, a to vzhľadom na podiel

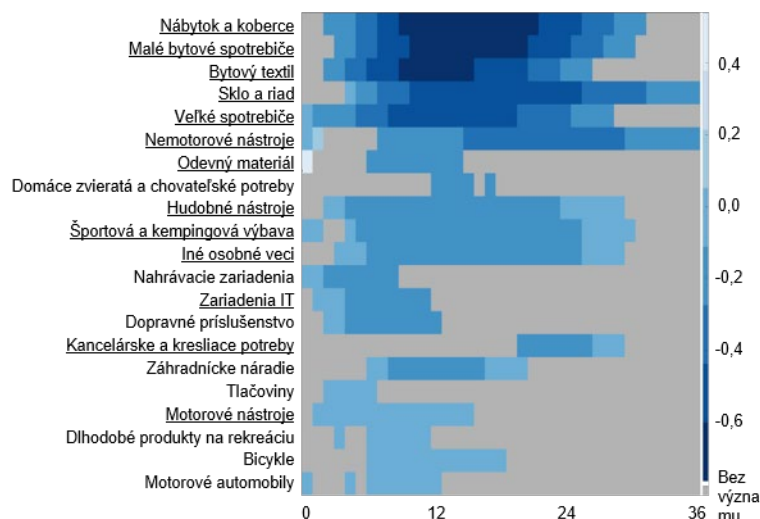
² Každý granulárny model BVAR s Minnesotskými priormi a hrubými chvostmi zahŕňa ceny ropy v eurách, globálne ekonomické podmienky (podľa Baumeister et al., 2022), výmenný kurz EUR/USD, granulárne indexy jednotkových hodnôt dovozu z Číny, priemyselnú výrobu a granulárne NEIG. Granulárny šok dovozných cien sa identifikuje pomocou rekursívnej identifikačnej schémy v súlade s uvedeným poradím. Použilo sa len 39 zo 44 položiek NEIG na úrovni COICOP 4, keďže jednotkové hodnoty dovozu z Číny nie sú k dispozícii v prípade dodávok vody, mobilných telefónnych zariadení, audiovizuálnych médií, novín a periodík ani v prípade náboženských predmetov. Tieto vylúčené položky spolu tvoria 4,6 % koša NEIG.

čínskeho dovozu v koši NEIG a za predpokladu úplného prenosu týchto cien.³ Rýchlosť prispôsobenia je pri jednotlivých položkách odlišná, pričom reakcie sa prejavujú postupne a najsilnejší negatívny vplyv sa prejaví po 9 až 18 mesiacoch.

Schéma A

Teplotná mapa impulzných odoziev položiek NEIG citlivých na granulórne šoky dovozných cien z Číny

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Výpočty ECB, Eurostat, štatistický dátový sklad, databáza Trade Data Monitor, Baumeister et al. (2022) pre ukazovateľ globálnych ekonomických podmienok.

Poznámka: Teplotná mapa zobrazuje mediánové impulzné odozvy položiek NEIG citlivých na šoky dovozných cien z Číny v rámci toho istého sektora NEIG, a to až do trojročného horizontu. Odozvy sú normalizované na 1 % pokles medziročnej inflácie cien dovozu príslušnej položky NEIG. Záporné čísla sú znázornené na modrej stupnici a nevýznamné úseky impulzných odoziev sú zobrazené sivou farbou na základe intervalov spoľahlivosti 68 %. Položky s vysokým podielom dovozu z Číny sú podčiarknuté.

Odhady vplyvu šokov dovozných cien z Číny, ktoré vyplývajú z tejto podrobnej analýzy, naznačujú čoraz negatívnejší, hoci obmedzený príspevok k inflácii NEIG v roku 2025 a na začiatku roka 2026.

Historická dekompozícia celkovej inflácie NEIG sa zostavuje agregáciou odhadovaného vplyvu takýchto šokov dovozných cien na infláciu jednotlivých tovarov a aplikovaním váh HICP.

Odhadovaný vplyv šokov dovozných cien z Číny bol trvalo negatívny a v druhom polroku 2025 a prvom štvrtroku 2026 podľa všetkého prispel k poklesu inflácie NEIG (graf C). Výsledok zodpovedá skutočnosti, že dovozné ceny z Číny zostávajú nižšie ako dovozné ceny z iných krajín a že položky NEIG s expozíciou voči Číne vykazujú počas väčšiny roka 2025 zápornú infláciu (grafy A a B). Z historickej dekompozície vyplýva, že v apríli 2026 šoky dovozných cien z Číny znížili infláciu NEIG približne o 0,27 percentuálneho bodu.⁴ Naopak, v januári 2024 bol príspevok týchto šokov

³ Keďže celkový zahraničný dovoz eurozóny predstavuje približne 18 % celkového koša NEIG (približne 32 % pri zohľadnení priamych aj nepriamych príspevkov) a dovoz z Číny tvorí približne 24 % NEIG mimo eurozóny, pokles cien dovozu z Číny o 10 % by znamenal zníženie inflácie NEIG o 0,4 až 0,7 percentuálneho bodu.

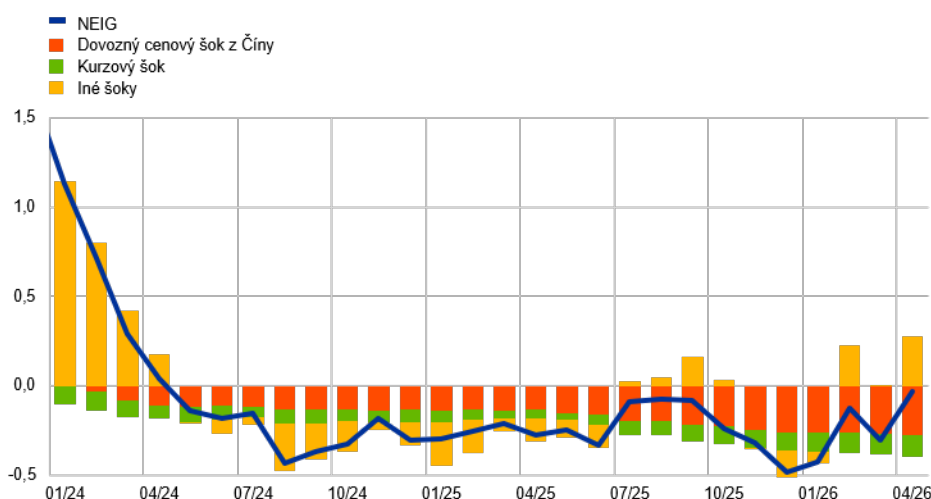
⁴ Podrobné údaje o HICP sú k dispozícii až do apríla 2026, ale podrobné údaje o cenách dovozu z Číny sú k dispozícii len do februára 2026. Chýbajúce údaje za február a marec 2026 boli extrapolované pomocou Kalmanovho filtra začleneného v každom z granulárnych modelov (pozri poznámku pod čiarou 2).

mierne pozitívny, približne 0,01 percentuálneho bodu.⁵ Jedným z obmedzení tejto analýzy je, že šoky dovozných cien z Číny môžu čiastočne odrážať výkyvy výmenného kurzu. Model zmierňuje riziko nesprávneho zachytenia tohto efektu tým, že výmenný kurz USD/EUR zaraďuje pred ceny dovozu z Číny; zmeny cien dovozu súvisiace s pohybmi amerického dolára tak najskôr zachytáva špecifický kurzový šok. Dôležité je to preto, lebo veľká časť dovozu eurozóny z Číny sa fakturuje v amerických dolároch. Odhadovaný kurzový šok by mal absorbovať kurzové účinky vyplývajúce z pohybov výmenného kurzu USD/EUR. Zostávajúci šok dovozných cien z Číny teda odráža cenové zmeny, ktoré nemožno vysvetliť pohybmi výmenného kurzu.⁶

Graf C

Historický rozklad celkovej inflácie NEIG

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch ako odchýlka od priemeru a východiskových podmienok)



Zdroj: Výpočty ECB založené na granulárnych modeloch BVAR pre zložky NEIG.
Poznámka: Posledné údaje sú z apríla 2026.

Ceny dovozu z Číny zostávajú dôležitým zdrojom vonkajšieho cenového tlaku na eurozónu, a to aj napriek tomu, že ich odhadovaný vplyv na infláciu cien spotrebného tovaru je obmedzený. Tieto dovozné ceny najmä od roku 2025 čoraz viac tlmia infláciu NEIG. Tento dezinflačný tlak by podľa viacerých faktorov mohol pretrvávajúť. V dôsledku zostávajúcich nadbytočných kapacít, slabého domáceho dopytu a oslabovania júanu by sa ceny dovozu z Číny mohli udržať na relatívne nízkej úrovni. Zároveň môže pretrvávajúť určité presmerovanie čínskeho vývozu mimo Spojených štátov, čo by mohlo mať za následok zvýšenie ponuky čínskeho tovaru na iných trhoch vrátane eurozóny. Objavujú sa však náznaky rastúceho tlaku spôsobeného vyššími cenami ropy a vyššími výrobnými cenami v Číne, čo by mohlo podporiť určitú refláciu.

⁵ Medzi ďalšie šoky patria výkyvy cien ropy, globálne ekonomické podmienky, šoky v priemyselnej výrobe a inflácia NEIG, ktoré boli všetky identifikované pomocou Choleskyho rozkladu. Pojem „konštanta“ vyjadruje príspevok k inflácii NEIG, ktorý vyplýva z jej vlastnej rovnovážnej hodnoty.

⁶ Podľa francúzskych údajov na úrovni podnikov je podiel dovozu z Číny fakturovaného v júanoch pomerne malý (11 % v roku 2024).

Referencie

Al-Haschimi, A., Dvořáková, N., Le Roux, J. a Spital, T. (2025), [China's growing trade surplus: why exports are surging as imports stall](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB.

Baumeister, C., Korobilis, D. a Lee, T. K. (2022), [Energy Markets and Global Economic Conditions](#), *The Review of Economics and Statistics*, 104(4), s. 828 – 848.

Boeckelmann, L., Emter, L., Gunnella, V., Klieber K. a Spital T. (2025), [China-US trade tensions could bring more Chinese exports and lower prices to Europe](#), *The ECB blog*, ECB, 30. júl.

Di Sano, M., Pongetti, G., Schuler, T. a Toh, S. G. (2023), [Spillovers to the euro area from recent negative inflation in China](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 11. februára do 5. mája 2026

Samuel Bieber and Christelle Puyo

V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystému počas prvého a druhého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2026. Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 11. februára do 5. mája 2026 (sledované obdobie).

Nadbytočná likvidita v bankovom sektore eurozóny sa ďalej znižovala.

Poskytovanie likvidity sa počas sledovaného obdobia znížilo, najmä v dôsledku nižšieho objemu aktív držaných Eurosystémom v programe nákupu aktív (asset purchase programme – APP) a núdzovom pandemickom programe nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) po tom, ako sa na začiatku júla 2023 ukončilo reinvestovanie v rámci programu APP a na konci decembra 2024 v rámci programu PEPP. Tento pokles bol čiastočne kompenzovaný znížením čistých autonómnych faktorov, ktoré viedli k zvýšeniu likvidity v bankovom sektore.

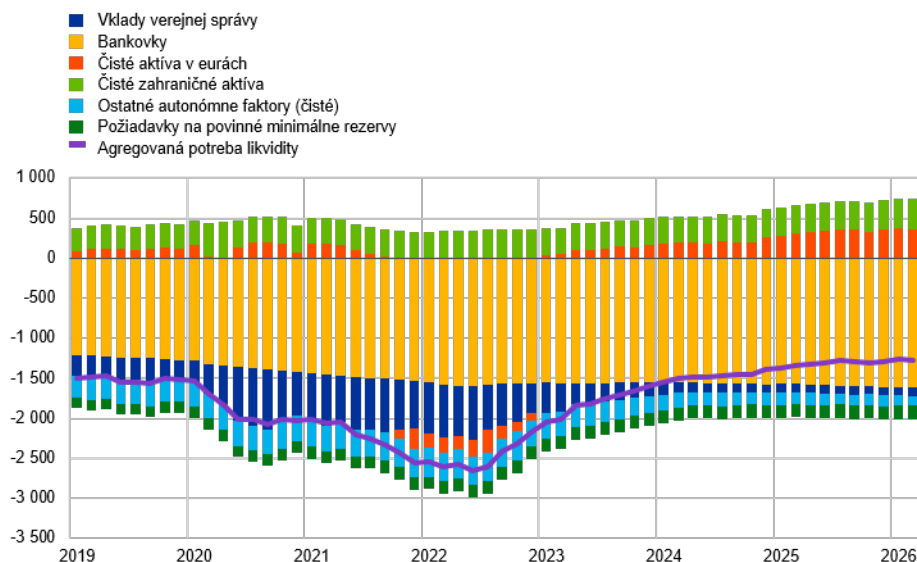
Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového sektora, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa v sledovanom období znížila o 33 mld. € na 1 273 mld. € (tabuľka A). Bolo to spôsobené poklesom čistých autonómnych faktorov, keď autonómne faktory zvyšujúce likviditu rástli a autonómne faktory absorbujúce likviditu zostali stabilné (graf A). Zvýšenie povinných minimálnych rezerv o 3 mld. € na 172 mld. € však mierne znížilo vplyv na potrebu likvidity.

Graf A

Agregovaná potreba likvidity podľa obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Stĺpce zobrazujú priemerné hodnoty za jednotlivé udržiavacie obdobia. V jednom roku je osem udržiavacích období, pričom ôsme obdobie presahuje do nasledujúceho kalendárneho roka. Posledné údaje sú z druhého udržiavacieho obdobia 2025.

Autonómne faktory dodávajúce likviditu sa v sledovanom období zvýšili o 35 mld. €, predovšetkým v dôsledku zvýšenia čistých aktív denominovaných v eurách o 28 mld. €. Tento nárast možno pripísať poklesu nemenovopolitických vkladov v eurách, ktoré absorbujú likviditu, a nárastu nemenovopolitických investícií v eurách, ktoré likviditu dodávajú. Okrem toho sa čisté zahraničné aktíva zvýšili o 8 mld. €.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu zostali počas sledovaného obdobia stabilné. Mierny nárast priemernej hodnoty bankoviek v obehu (5 mld. €) a vkladov verejnej správy v držbe Eurosystému (2 mld. €) boli kompenzované poklesom čistých ostatných autonómnych faktorov o 8 mld. €.

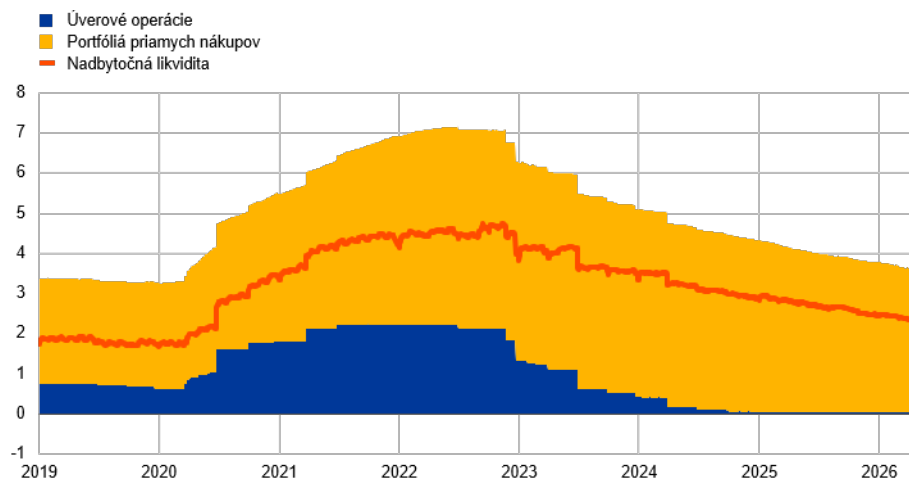
Likvidita dodaná prostredníctvom nástrojov menovej politiky

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky v sledovanom období klesol o 145 mld. € na 3 632 mld. € (graf B). Tento pokles bol takmer výlučne výsledkom zníženia objemu priamych menovopolitických portfólií v držbe Eurosystému o 144 mld. € vzhľadom na pokračujúce umorovanie aktív v rámci programov APP a PEPP bez ďalšieho reinvestovania. Objem likvidity dodanej prostredníctvom týchto portfólií sa tak v sledovanom období znížil na 3 608 mld. €.

Graf B

Likvidita dodaná prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočná likvidita

(v bil. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z druhého udržiavacieho obdobia 2026.

Priemerný objem likvidity dodanej prostredníctvom úverových operácií zostal v sledovanom období na nezmenenej úrovni 24 mld. €.

Priemerný objem nesplatených hlavných refinančných operácií (HRO) a trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií (longer-term refinancing operations – LTRO) zostal nezmenený na úrovni 13 mld. €, resp. 11 mld. €. Účasť v týchto pravidelných operáciách zostáva obmedzená, čo odráža dostatočné likviditné pozície bánk a dobrú dostupnosť alternatívnych zdrojov financovania na trhu. V roku 2026 však narastá počet bánk, ktoré testujú schopnosť účasti, čo naznačuje, že sa prevádzkovo pripravujú na prístup k týmto operáciám, keďže súvaha Eurosystemu sa naďalej znižuje.

Nadbytočná likvidita

Nadbytočná likvidita sa v sledovanom období znížila o 112 mld. € na

2 358 mld. € (graf B). Nadbytočná likvidita je súčet rezerv držaných bankami na ich bežných účtoch nad rámec požiadaviek na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu použitých jednodňových sterilizačných operácií a jednodňových refinančných operácií. 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 vrcholu 4 748 mld. € v novembri 2022 nadbytočná likvidita neustále klesá.

Vývoj úrokových sadzieb

Rada guvernérov nechala počas sledovaného obdobia všetky tri kľúčové úrokové sadzby ECB nezmenené – vrátane sadzby jednodňových sterilizačných operácií, prostredníctvom ktorej riadi nastavenie menovej

politiky. Sadzba jednodňových sterilizačných operácií zostala na úrovni 2,00 %, sadzba hlavných refinančných operácií na úrovni 2,15 % a sadzba jednodňových refinančných operácií na úrovni 2,40 % (tabuľka B).

Priemerná krátkodobá eurová sadzba (€STR) sa v priebehu sledovaného obdobia okrajovo zvýšila, čo malo za následok mierne zúženie záporného rozpätia voči sadzbe jednodňových sterilizačných operácií. Sadzba €STR bola v priemere o 6,8 bázičkého bodu nižšia ako sadzba jednodňových sterilizačných operácií, porovnaní so 7,0 bázičkými bodmi počas siedmeho a ôsmeho udržiavacieho obdobia v roku 2025.

Priemerná eurová repo sadzba meraná indexom RepoFunds Rate Euro zostala v sledovanom období bližšie k sadzbe jednodňových sterilizačných operácií ako k sadzbe €STR. Repo sadzba bola v priemere o 0,7 bázičkého bodu vyššia ako sadzba jednodňových sterilizačných operácií, čo je mierne viac ako v predchádzajúcom sledovanom období.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 11. február 2026 – 5. máj 2026						Predchádzajúce sledované obdobie: 5. november 2025 – 10. február 2026	
	Prvé a druhé udržiavacie obdobie		Prvé udržiavacie obdobie: 11. február – 24. marec 2026		Druhé udržiavacie obdobie: 25. marec – 5. máj 2026		Siedme a ôsme udržiavacie obdobie	
Faktory dodávajúce likviditu								
Autonómne faktory	740	(+35)	746	(+23)	735	(-11)	705	(-8)
– Čisté zahraničné aktíva	371	(+8)	369	(+4)	374	(+5)	364	(+8)
– Čisté aktíva v eurách	369	(+28)	377	(+19)	361	(-16)	341	(-16)
Menovopolitické operácie	3 632	(-145)	3 671	(-86)	3 592	(-79)	3 776	(-125)
– Hlavné refinančné operácie	13	(-0)	11	(-4)	14	(+4)	13	(+4)
– LTRO	11	(+0)	11	(-1)	12	(+1)	11	(-1)
– Portfóliá priamych nákupov	3 608	(-144)	3 650	(-81)	3 566	(-84)	3 752	(-128)
– Iná dodaná likvidita	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Faktory absorbujúce likviditu								
Autonómne faktory	1 842	(-0)	1 844	(-9)	1 840	(-4)	1 842	(+9)
– Bankovky v obehu	1 612	(+5)	1 607	(-8)	1 616	(+9)	1 607	(+15)
– Vklady verejnej správy	104	(+2)	105	(+3)	103	(-3)	102	(-9)
– Ostatné autonómne faktory (čisté)	126	(-8)	132	(-4)	121	(-11)	134	(+2)
Menovopolitické operácie								
– Iná absorbovaná likvidita	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Likvidita a automatické operácie								
– Bežné účty úverových inštitúcií	177	(+3)	176	(+1)	178	(+2)	174	(+0)
– Povinné minimálne rezervy ¹⁾	172	(+3)	171	(+2)	172	(+0)	169	(+1)
– Jednodňové refinančné operácie	0	(-0)	0	(-0)	0	(+0)	0	(+0)
– Jednodňové sterilizačné operácie	2 353	(-112)	2 397	(-56)	2 308	(-89)	2 465	(-143)
– Nadbytočná likvidita ²⁾	2 358	(-112)	2 402	(-56)	2 315	(-87)	2 470	(-143)
Ostatné informácie o likvidite								
– Agregovaná potreba likvidity ³⁾	1 273	(-33)	1 269	(-30)	1 277	(+8)	1 306	(+18)
– Čisté autonómne faktory ⁴⁾	1 102	(-35)	1 098	(-32)	1 105	(+7)	1 137	(+17)

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 označuje dlhodobéjšie refinančné operácie. Historické časové rady stavu likvidity Eurosystému sú k dispozícii na Dátovom portáli ECB v [tabuľke likvidity](#).

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

2) Vypočítava sa ako súčet bežných účtov presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu použitých prostriedkov z jednodňových sterilizačných operácií a jednodňových refinančných operácií.

3) Vypočítava sa ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy.

4) Vypočítava sa ako rozdiel medzi autonómnymi faktormi likvidity na strane pasív a autonómnymi faktormi likvidity na strane aktív.

Table B

Vývoj úrokových sadzieb

(priemerné hodnoty; v % a percentuálnych bodoch)

	Aktuálne sledované obdobie: 11. február – 5. máj 2026				Predchádzajúce sledované obdobie: 5. november 2025 – 10. február 2026			
	Prvé udržiavacie obdobie: 11. február – 24. marec 2026		Druhé udržiavacie obdobie: 25. marec – 5. máj 2026		Siedme udržiavacie obdobie: 5. november – 22. december 2025		Ôsme udržiavacie obdobie: 23. december 2025 – 10. február 2026	
Hlavné refinančné operácie	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Jednodňové refinančné operácie	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Jednodňové sterilizačné operácie	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(+0,00)	1,93	(-0,00)	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)
RepoFunds Rate Euro	2,01	(+0,01)	2,01	(-0,00)	2,00	(+0,01)	2,00	(-0,00)

Zdroj: ECB, CME Group a Bloomberg Finance L.P.

Poznámka: Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu. €STR označuje krátkodobú eurovú sadzbu.

Znižovanie salda bežného účtu platobnej bilancie eurozóny v roku 2025

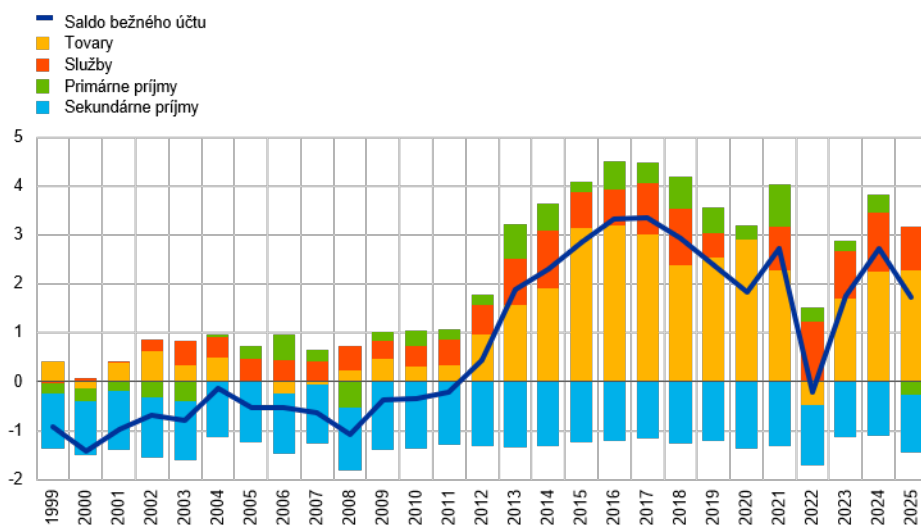
Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris a Martin Schmitz

V roku 2025 sa výrazne znížil prebytok bežného účtu eurozóny ako dôsledok amerických obchodných cieľ, činnosti amerických nadnárodných podnikov (MNE), štrukturálnych zmien v globálnom obchode s tovarom a rastúcich investícií do digitálnych technológií a umelej inteligencie. Z úrovne 2,7 % HDP zaznamenatej v roku 2024 klesol v roku 2025 na 1,7 % (graf A). Ak neberieme do úvahy obdobie 2022 – 2023, ktoré bolo poznačené energetickým šokom po rozsiahlej invázii Ruska na Ukrajinu, ide o najnižší prebytok od roku 2012, keď sa saldo bežného účtu eurozóny po kríze štátneho dlhu dostalo z deficitu do prebytku.¹ V tomto boxe sa venujeme analýze hlavných faktorov, ktoré prispeli k zníženiu prebytku bežného účtu eurozóny v roku 2025.

Graf A

Saldo bežného účtu eurozóny a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: ECB.

Pokles prebytku bežného účtu eurozóny v roku 2025 bol spôsobený viac vývojom v oblasti služieb a príjmových tokov, ako obchodom s tovarom.

Prebytok obchodu s tovarom sa mierne zvýšil, z 2,2 % HDP v roku 2024 na 2,3 % v roku 2025. Zníženie prebytku bežného účtu bolo teda do veľkej miery spôsobené zmenami v zložkách, ktoré sa netýkajú tovarov, konkrétne posunom v bilancii primárnych príjmov z prebytku vo výške 0,4 % HDP na deficit vo výške 0,3 % HDP a znížením prebytku v bilancii služieb z 1,2 na 0,9 % HDP.

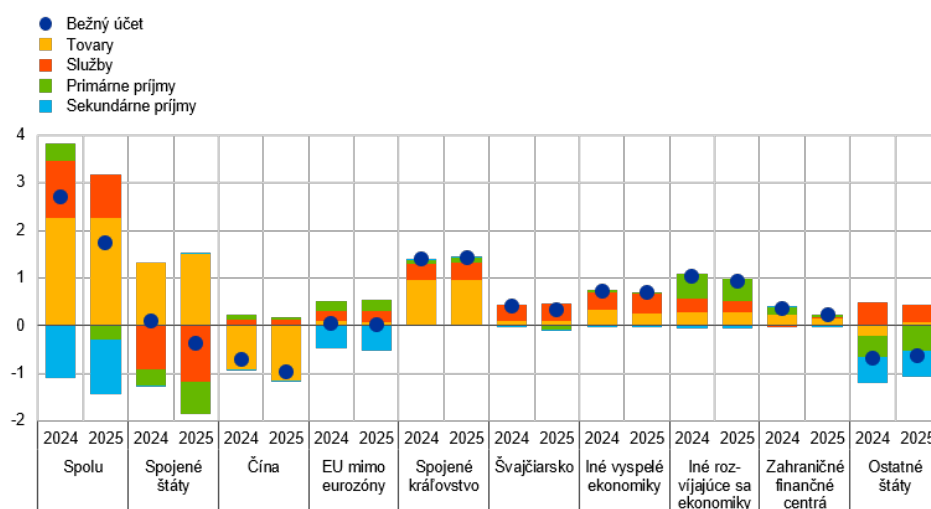
¹ Emter et al. (2023).

Znižovanie prebytku bežného účtu eurozóny v roku 2025 vyplývalo najmä z vývoja v porovnaní so Spojenými štátmi a Čínou (graf B). Bilaterálna bilancia bežného účtu so Spojenými štátmi sa výrazne zmenila, z prebytku vo výške 0,1 % HDP v roku 2024 na deficit vo výške 0,4 % HDP v roku 2025, čo napriek vyššiemu prebytku v oblasti tovarov odzrkadľuje väčší deficit eurozóny v oblasti služieb a primárnych príjmov. Deficit bežného účtu eurozóny voči Číne sa zvýšil z 0,7 % HDP v roku 2024 na 1,0 % HDP v roku 2025, čo zodpovedá nárastu deficitu v obchode s tovarom.

Graf B

Saldo bežného účtu eurozóny: geografické členenie

(v % HDP)



Zdroj: ECB.

Poznámka: „EÚ mimo eurozóny“ zahŕňa členské štáty EÚ, ktoré nepatria do eurozóny, ako aj tie inštitúcie a orgány EÚ, ktoré sa považujú za subjekty nepatriace do eurozóny, ako napríklad Európska komisia a Európska investičná banka. „Iné vyspelé ekonomiky“ zahŕňajú Austráliu, Kanadu, Japonsko, Nórsko a Južnú Kóreu. „Iné rozvíjajúce sa ekonomiky“ zahŕňajú Argentínu, Brazíliu, Indiu, Indonéziu, Mexiko, Rusko, Saudskú Arábiu, Južnú Afriku a Turecko. „Ostatné štáty“ zahŕňajú všetky inde nezahrnuté krajiny a nepriradené transakcie.

Zmena z prebytku na deficit bežného účtu eurozóny voči Spojeným štátom v roku 2025 súvisí s činnosťou amerických nadnárodných podnikov, ktorých pobočky v eurozóne prispeli k vyššiemu čistému vývozu tovarov, zároveň však spôsobili zvýšený deficit v oblasti služieb a príjmov. Nárast prebytku obchodu s tovarom so Spojenými štátmi bol spôsobený predovšetkým vývozom farmaceutických výrobkov (graf C), pričom značná časť tohto vývozu súvisí s pobočkami amerických nadnárodných podnikov v eurozóne, najmä v Írsku.² Je potrebné poznamenať, že časť rastu vývozu odrážala aj dohody o zmluvnej výrobe, na základe ktorých sa v súlade s medzinárodnými štatistickými štandardmi tovar vykazuje v štatistike platobnej bilancie ako vývoz eurozóny, aj keď nebol fyzicky vyrobený v eurozóne. Výrobné štruktúry pobočiek amerických nadnárodných podnikov v eurozóne tak vo farmaceutickom, ako aj v technologickom sektore sa často opierajú o duševné vlastníctvo, ktorého vlastníkom sú americké materské spoločnosti. Príslušné výdavky sa vykazujú ako dovoz služieb do eurozóny zo Spojených štátov, zatiaľ čo zisky dosiahnuté pobočkami v americkom vlastníctve

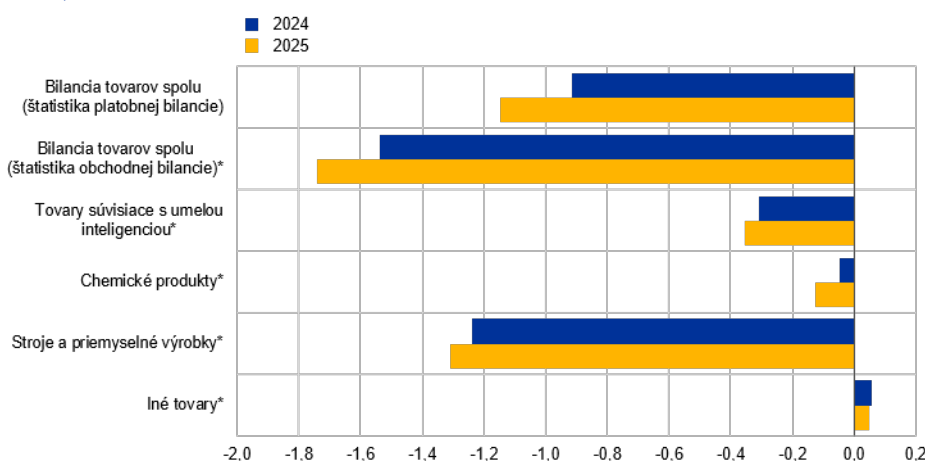
² Emter et al. (2025).

v globálnych dodávateľských reťazcoch, nadmernej výrobnjej kapacity na pozadí slabého domáceho dopytu a priemyselnej politiky, ktorá nie je založená na trhovom hospodárstve.⁴ Tieto faktory viedli k poklesu čínskych výrobných cien, čím sa zvýšila konkurencieschopnosť Číny na európskych trhoch a zároveň sa objem dovozu v roku 2025 zvýšil takmer o 10 %. Konkurencieschopnosť vývozu eurozóny do Číny negatívne ovplyvnil aj zvyšujúci sa konkurenčný tlak, vrátane tlaku vyplývajúceho z čínskych štrukturálnych politík podporujúcich sebestačnosť, najmä v odvetviach so strednou a vysokou technologickou náročnosťou, a spôsobil pokles vývozu eurozóny o 0,3 percentuálneho bodu HDP. Podobne poklesol aj vývoz na tretie trhy, kde eurozóna čoraz viac stráca podiely na vývozných trhoch v prospech čínskych spoločností, najmä v odvetviach so strednou technologickou náročnosťou.⁵

Graf D

Bilancia obchodu s tovarom eurozóny voči Číne

(v % HDP)



Zdroj: ECB, Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Pozri poznámku ku grafu C.

Obchod s tovarom súvisiacim s umelou inteligenciou mal relatívne obmedzený vplyv na saldo obchodu s tovarom eurozóny, pričom je pravdepodobné, že zvýšené využívanie riešení súvisiacich s umelou inteligenciou zákazníkmi v eurozóne prispelo k nárastu dovozu služieb do eurozóny. Eurozóna je čistým dovozcom tovaru potrebného na výrobu a prevádzku infraštruktúry dátových centier umelej inteligencie, pričom deficit v oblasti týchto produktov sa v roku 2025 zvýšil takmer na 0,3 % HDP z 0,2 % v roku 2024, čiastočne v dôsledku väčšieho dovozu z Číny (graf D).⁶ Tovar súvisiaci s umelou inteligenciou predstavoval v roku 2025 približne 13 % dovozu tovarov do eurozóny a približne 9 % vývozu, pričom význam týchto produktov sa v posledných rokoch postupne zvyšuje.⁷ Zavádzanie umelej inteligencie ovplyvňuje aj bežný účet prostredníctvom dovozu digitálnych služieb, najmä zo Spojených štátov, keďže nasadenie systémov umelej inteligencie si

⁴ Amicucci et al. (2026).

⁵ Al-Haschimi et al. (2025).

⁶ Produkty súvisiace s umelou inteligenciou sa identifikujú podľa Waughu (2026).

⁷ Waugh (2026) odhaduje, že tovary súvisiace s umelou inteligenciou predstavovali 23 % celkového dovozu tovarov v Spojených štátoch v roku 2025, kým Rice a Scally (2026) odhadujú, že tovary súvisiace s umelou inteligenciou predstavovali 13 % celkového dovozu tovarov v Írsku v roku 2025.

vyžaduje aj softvér, cloudovú kapacitu, spracovanie údajov, prístup k modelom a duševné vlastníctvo. Rastúci deficit voči Spojeným štátom v oblasti poplatkov za využívanie duševného vlastníctva a iných obchodných služieb zodpovedá zvýšeným platbám za digitálne služby umožňujúce využívanie umelej inteligencie.⁸ Čína a Taiwan sú naopak kľúčovými dodávateľmi hardvéru súvisiaceho s umelou inteligenciou.

Z hľadiska úspor a investícií zníženie vonkajšieho salda eurozóny

odrkadľovalo pokles čistého poskytovania úverov nefinančnými

spoločnosťami, čo zodpovedalo rastúcim domácim investičným potrebám

(graf E). Hrubé úspory podnikov klesli z 12,3 % HDP v roku 2024 na 11,7 % HDP

v roku 2025, zatiaľ čo hrubá tvorba kapitálu podnikov stúpila z 12,0 % na 12,3 %.

Tento vývoj viedol k zníženiu čistých úverov podnikového sektora.⁹ Čiastočne to poukazuje na väčšiu mobilizáciu úspor v eurozóne v prospech domácich investícií.

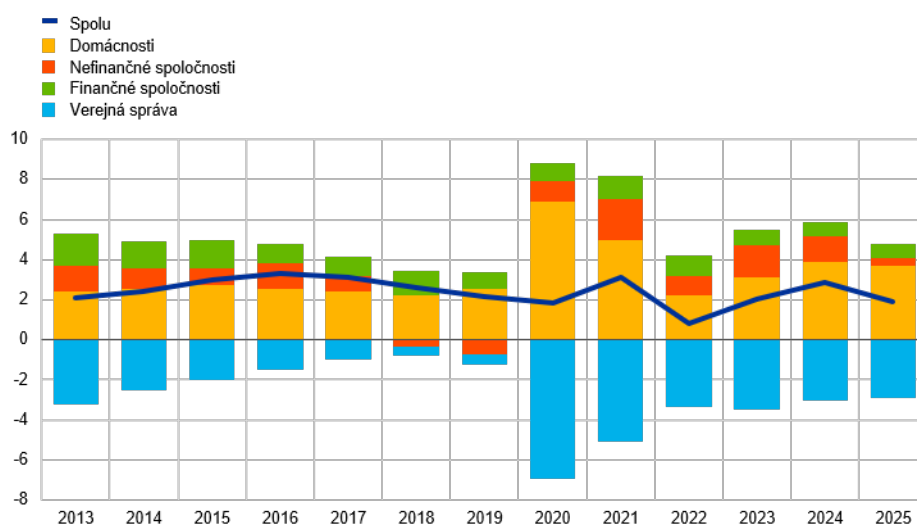
Vzhľadom na zrýchlenie investícií do digitálnych technológií v eurozóne v roku 2025 je pravdepodobné, že súčasťou tohto posunu budú aj investície súvisiace s umelou inteligenciou.¹⁰ Niektoré výdavky firiem v eurozóne súvisiace s umelou inteligenciou

sa vykazujú ako domáce investície, čo zvyšuje hrubú tvorbu kapitálu a znižuje čisté poskytovanie úverov. Ostatné platby, ako napríklad pravidelné poplatky za prístup k modelom, cloudové služby a softvérové licencie, sa zas môžu vykazovať ako medziprodukcia, čo znižuje zisky aj úspory podnikov.

Graf E

Čisté poskytovanie/čerpanie úverov v eurozóne

(v % HDP)



Zdroj: ECB a Eurostat.

Poznámka: „Domácnosti“ zahŕňajú aj neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam.

⁸ Lane (2026).

⁹ Napriek tomu, že v roku 2025 hrubá tvorba kapitálu presiahla hrubé úspory, nefinančné spoločnosti v eurozóne zostali v roku 2025 čistými dlžníkmi, pretože čisté kapitálové transfery dosiahli 0.9 % HDP a čistý predaj nevýrobných nefinančných aktív predstavoval 0.1 % HDP.

¹⁰ Andersson et al. (2026).

Očakáva sa, že prebytok bežného účtu eurozóny zostane v strednodobom horizonte pod úrovňou z roku 2024. Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2026 naznačujú, že v dôsledku vyšších dovozných cien energií spôsobených vojnou na Blízkom východe prebytok v roku 2026 ďalej klesne približne na 1,3 % HDP, ale do roku 2028 by sa mal opäť zvýšiť zhruba na 1,5 %. Očakáva sa, že vonkajšiu bilanciu budú ďalej negatívne ovplyvňovať pokračujúce investičné potreby, vrátane napríklad tých, ktoré súvisia s digitalizáciou, umelou inteligenciou, obranou a energetickou transformáciou. Neistota v oblasti obchodnej politiky vrátane neistoty súvisiacej s americkými obchodnými clami a pretrvávajúci konkurenčný tlak Číny pravdepodobne zostanú významným faktorom s negatívnym vplyvom na bežný účet eurozóny.

Referencie

- Al-Haschimi, A., Dvořáková, N., Le Roux, J. a Spital, T. (2025), [China's growing trade surplus: why exports are surging as imports stall](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB.
- Amicucci, A., Gnocco, N., Gunnella, V., Lindemann, C., Merendino, A. a Montes-Galdón, C. (2026), [The impact of China's industrial rise on the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB.
- Andersson, M., Colombo, S., Jarvis, V. a Morris, R. (2026), [Od fyzických aktív k digitálnym riešeniam: hodnotenie digitálnych investícií v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB.
- Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F. a Schmitz, M. (2023), [The euro area current account after the pandemic and energy shock](#), *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB.
- Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F., Schmitz, M. a Schuler, T. (2025), [Obchodné politiky Spojených štátov a aktivity amerických nadnárodných podnikov v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB.
- Lane, P. R. (2026), [AI and the euro area economy](#), hlavný prejav na medzinárodnej konferencii ECB-SAFE-RCEA, Climate-Macro-Finance Interface (3CMFI), 23. marec.
- Rice, J. a Scally, J. (2026), [AI-related imports, modified investment and the data centre build-out](#), *Quarterly Bulletin*, No 2, Central Bank of Ireland.
- Schaefer, S., Gerland, L. a Tirpák, M. (2026), [Na koho dopadnú náklady spojené so zvýšením amerických ciel?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB.
- Waugh, M. E. (2026), Trade in AI-Related Products, *NBER Working Paper*, No 35053, apríl.

© Európska centrálna banka 2026

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 10. júna 2026.

PDF ISSN 2363-3549, QB-01-26-062-SK-N