



EURÓPSKA CENTRÁLNÁ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 6/2025



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	7
2 Hospodárska aktivita	13
3 Ceny a náklady	20
4 Vývoj na finančných trhoch	27
5 Podmienky financovania a úvery	32
6 Fiškálny vývoj	38
Boxy	41
1 Do akej miery je eurozóna citlivá na obmedzenie vývozu prvkov vzácnych zemín z Číny?	41
2 Očakávania spotrebiteľov a ich správanie počas aktuálneho obchodného napätia	48
3 Výroba verus služby: ako predzásobenie a neistota formovali ich nedávny vývoj	52
4 Sú pracovníci ochotní akceptovať zníženie platu výmenou za flexibilitu, ktorú im prináša práca na diaľku?	57
5 Monitorovanie pozornosti, ktorú správy venujú inflácii	62
6 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 23. apríla do 29. júla 2025	68

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 11. septembra 2025 rozhodla ponechať tri kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Inflácia sa momentálne nachádza v blízkosti strednodobého cieľa 2 % a hodnotenie výhľadu inflácie Rady guvernérov zostáva v podstate nezmenené.

Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2025 vykresľujú obraz vývoja inflácie podobný júnovým projekciám. Celková inflácia by podľa nich mala dosiahnuť v priemere 2,1 % v roku 2025, 1,7 % v roku 2026 a 1,9 % v roku 2027. Priemerná inflácia bez energií a potravín by mala predstavovať 2,4 % v roku 2025, 1,9 % v roku 2026 a 1,8 % v roku 2027. Hospodárstvo má v roku 2025 rásť tempom 1,2 %, čo predstavuje revíziu smerom nahor z 0,9 % očakávaného v júnových projekciách. Projekcia rastu na rok 2026 je teraz o niečo nižšia na úrovni 1,0 %, zatiaľ čo projekcia na rok 2027 zostáva nezmenená na úrovni 1,3 %.

Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť ustálenie inflácie 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. 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

Hospodárska produkcia v prvom polroku 2025 vďaka odolnosti domáceho dopytu kumulatívne vzrástla o 0,7 %. V prvom štvrťroku bol rast rýchlejší než v druhom štvrťroku, čo je čiastočne odrazom počiatočného predzásobenia v medzinárodnom obchode v očakávaní zvyšovania ciel a následne obratu tohto efektu.

Ukazovatele z prieskumov indikujú pokračovanie rastu vo výrobnom sektore i sektore služieb a signalizujú tak určitú pozitívnu dynamiku v ekonomike. Napriek zmierňovaniu dopytu po pracovnej sile je situácia na trhu práce naďalej zdrojom stability, pričom miera nezamestnanosti v júli 2025 dosiahla 6,2 %. To by časom malo stimulovať spotrebné výdavky, najmä pri nižšej miere tvorby súkromných úspor z príjmov, ako predpovedajú projekcie zo septembra 2025. Spotrebné výdavky a investície by mali ťažiť z predchádzajúcich rozhodnutí Rady guvernérov o znižovaní úrokových sadzieb, ktoré sa premietajú do podmienok financovania. Investície by mali podporovať aj výrazné vládne výdavky na infraštruktúru a obranu.

Obchodné clá a súvisiaca neistota prispeli v prvej polovici roka 2025 k výrazným výkyvom hospodárskej aktivity, s preventívnym nárastom aktivity, najmä v Írsku.

Očakáva sa, že ustupovanie týchto faktorov v druhej polovici roka povedie k ďalšej volatilitě, ktorá bude zahmlievať signály základnej dynamiky hospodárstva eurozóny. Odhliadnuc od volatility spôsobenej fluktuáciami írskych údajov bol hospodársky rast vo zvyšku eurozóny stabilnejší a očakáva sa, že taký zostane aj v druhej polovici roka. Hoci nová obchodná dohoda medzi USA a EÚ znamená vyššie clá na vývoz z eurozóny do Spojených štátov, pomohla zmierniť neistotu v oblasti obchodnej politiky. Celkový vplyv zmien globálneho politického prostredia bude zrejmý až v priebehu času. Neskôr počas sledovaného obdobia by sa mal hospodársky rast v eurozóne zrýchľovať s príspevom niekoľkých faktorov. Rast reálnych miezd a zamestnanosti spolu s novými vládny výdavkami na infraštruktúru a obranu, najmä v Nemecku, by mal posilniť domáci dopyt v eurozóne. Výhľad rastu by mali podporiť aj menej reštriktívne podmienky financovania – najmä v dôsledku nedávnych menovopolitických rozhodnutí – a oživenie zahraničného dopytu v roku 2027.

Ročný priemerný rast reálneho HDP má podľa projekcií dosiahnuť 1,2 % v roku 2025, 1,0 % v roku 2026 a 1,3 % v roku 2027. V porovnaní s projekciami z júna 2025 bol výhľad rastu HDP na rok 2025 upravený o 0,3 percentuálneho bodu nahor vzhľadom na priaznivejšie než očakávané aktuálne údaje a prenosový efekt revízií historických údajov. Keďže nie všetky nečakané údaje súvisia s výraznejším preventívnym nárastom hospodárskej aktivity, než sa pôvodne predpokladalo, v druhej polovici roka sa očakáva len ich čiastočná kompenzácia. Zhodnotenie eura a slabší zahraničný dopyt (čiastočne v súvislosti s mierne vyššími clami, než sa predpokladalo v júnových projekciách) viedli k revízii o 0,1 percentuálneho bodu smerom nadol na rok 2026. Projekcia na rok 2027 zostáva nezmenená.

Podľa Rady guvernérov je v súčasnom geopolitickom prostredí naliehavé posilniť eurozónu a jej ekonomiku. Rozpočtová a štrukturálna politika by mala zvyšovať produktivitu, konkurencieschopnosť a odolnosť ekonomiky. Po uplynutí jedného roku od vydania správy Maria Draghiho o budúcnosti európskej konkurencieschopnosti je nevyhnutné nadviazať na jej odporúčania ďalšími konkrétnymi opatreniami a urýchliť ich realizáciu, v súlade s plánom Európskej komisie. Vlády by si mali stanoviť za prioritu prorastové štrukturálne reformy a strategické investície a zároveň zabezpečiť udržateľnosť verejných financií. Je nevyhnutné dobudovať úniu úspor a investícií a bankovú úniu, a to na základe ambiciózneho harmonogramu, a urýchlene vytvoriť legislatívny rámec na potenciálne zavedenie digitálneho eura.

Inflácia

Ročná inflácia zostáva v blízkosti cieľa Rady guvernérov, pričom z júlových 2,0 % sa v auguste 2025 zvýšila na 2,1 %. Inflácia cien energií predstavovala -1,9 % (v júli - 2,4 %), zatiaľ čo inflácia cien potravín klesla z 3,3 % na 3,2 %. Inflácia bez energií a potravín zostala konštantná na úrovni 2,3 %. Inflácia cien služieb klesla z júlových 3,2 % na 3,1 %, zatiaľ čo inflácia cien tovarov zostala nezmenená na úrovni 0,8 %.

Ukazovatele základnej inflácie naďalej zodpovedajú strednodobému cieľu Rady guvernérov na úrovni 2 %. Medziročný rast kompenzácií na zamestnanca v druhom

štvrtroku dosiahol 3,9 % a zaznamenal tak pokles zo 4,0 % v predchádzajúcom štvrtroku a 4,8 % v druhom štvrtroku 2024. Výhľadové ukazovatele vrátane mzdového monitora ECB a prieskumov mzdových očakávaní naznačujú ďalšie zmierňovanie mzdového rastu. Spolu s nárastom produktivity to pomôže udržať domáce cenové tlaky pod kontrolou, i pri zotavovaní ziskov z nízkej úrovne.

Nové projekcie odborníkov ECB prognózujú podobný vývoj inflácie ako v júnovom vydaní. Celková inflácia meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP) by sa mala počas zvyšku roka 2025 pohybovať stabilne okolo úrovne 2 %, v roku 2026 by mala klesnúť na priemerne 1,7 % a následne v roku 2027 vzrásť na 1,9 %. Pokles v roku 2026 odráža ďalšie postupné zmierňovanie neenergetických zložiek, pričom inflácia cien energií má zostať volatilná, ale v priebehu sledovaného obdobia má vzrásť, čiastočne v dôsledku zavedenia systému EÚ na obchodovanie s emisiami (ETS2) v roku 2027. Inflácia cien potravín by mala zostať spočiatku zvýšená, keďže sa do nej premietnu oneskorené účinky predchádzajúceho zvyšovania cien medzinárodných potravinových komodít, ale v rokoch 2026 a 2027 by sa mala mierne znížiť na úrovne mierne nad 2 %.

Očakáva sa, že inflácia HICP bez energií a potravín klesne z 2,4 % v roku 2025 na 1,9 % v roku 2026 a 1,8 % v roku 2027, keďže mzdové tlaky ustupujú a inflácia cien sa služieb zmierňuje, zatiaľ čo zhodnocovanie eura sa premieta do cenového reťazca a brzdí infláciu cien tovarov. Nižší rast miezd po vyrovnaní predchádzajúcich strát reálnych príjmov v spojení s oživením rastu produktivity by mal viesť k výrazne pomalšiemu rastu jednotkových nákladov práce.

V porovnaní s projekciami z júna 2025 bol výhľad vývoja celkovej inflácie HICP na roky 2025 a 2026 upravený o 0,1 percentuálneho bodu nahor. Je to spôsobené vyššími zaznamenanými a predpokladanými cenami energetických komodít, ako aj oneskorenými účinkami vyšších medzinárodných cien potravinových komodít, ktoré prevažujú účinky zhodnocovania eura. V roku 2027 by mali prevládnúť oneskorené účinky zhodnocovania eura, čo vedie k revízii o 0,1 percentuálneho bodu nadol.

Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa stále pohybuje v okolí 2 %, čo podporuje ustálenie inflácie v blízkosti cieľa Rady guvernérov.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce projekcie hospodárskeho rastu sú vyrovnanejšie. Hoci nedávno uzavreté obchodné dohody znížili mieru neistoty, opätovné zhoršenie obchodných vzťahov by mohlo spôsobiť ďalší útlm vývozu a obmedzenie investícií a spotreby. Zhoršenie nálady na finančnom trhu by mohlo vyvolať sprísnenie podmienok financovania, silnejšiu rizikovú averziu a pomalší rast. Geopolitické napätie, ako je neoprávnená vojna Ruska proti Ukrajine a tragický konflikt na Blízkom východe, naďalej predstavujú zásadný zdroj neistoty. K rastu by naopak prispelo zvýšenie očakávaných výdavkov na obranu a infraštruktúru spolu s reformami zameranými na zvyšovanie produktivity. Zlepšenie podnikateľskej dôvery by tiež stimulovalo súkromné investície. K zlepšeniu nálady a stimulovaniu hospodárskej aktivity by

mohlo prispieť aj uvoľnenie geopolitického napätia alebo rýchlejšie než očakávané urovnanie zostávajúcich obchodných sporov.

Výhľad vývoja inflácie je vzhľadom na naďalej nestále globálne obchodnopolitické prostredie stále neistejší než zvyčajne. Silnejšie euro by mohlo zapríčiniť väčší pokles inflácie, než sa očakáva. Inflácia by tiež mohla byť nižšia, ak by vyššie clá viedli k nižšiemu dopytu po vývoze z eurozóny a k rozsiahlejšiemu presmerovaniu vývozu z krajín s nadmernou kapacitou do eurozóny. Obchodné napätie by mohlo mať za následok väčšiu volatilitu a rizikovú averziu na finančných trhoch, čo by nepriaznivo ovplyvnilo domáci dopyt a tým zároveň znížilo infláciu. Inflácia by naopak mohla byť vyššia, ak by fragmentácia svetových ponukových reťazcov vyvolala rast dovozných cien a zintenzívnila kapacitné obmedzenia v domácej ekonomike. K zvýšeniu inflácie v strednodobom horizonte by mohol prispieť aj nárast výdavkov na obranu a infraštruktúru. Extrémne prejavy počasia a celkové napredovanie klimateckej krízy by mohli spôsobiť väčší než očakávaný nárast cien potravín.

Finančné a menové podmienky

Od menovopolitického zasadania Rady guvernérov v júli 2025 sa krátkodobé trhové úrokové miery zvýšili, zatiaľ čo dlhodobé úrokové miery zostali v podstate nezmenené. Predchádzajúce znižovanie úrokových sadzieb na základe rozhodnutí Rady guvernérov však v júli naďalej znižovalo cenu podnikových úverov. Priemerná úroková sadzba nových podnikových úverov klesla z 3,6 % v júni na 3,5 % v júli. Náklady na trhové dlhové financovanie zostali nezmenené na úrovni 3,5 %. Podnikové úvery vzrástli o 2,8 %, o niečo rýchlejšie ako v júni, zatiaľ čo rast emisií podnikových dlhopisov sa zvýšil z 3,4 % na 4,1 %. Priemerná úroková miera nových hypotekárnych úverov zostala v júli na nezmenenej úrovni 3,3 %, zatiaľ čo rast objemu hypotekárnych úverov sa zvýšil z 2,2 % na 2,4 %.

Rozhodnutia o menovej politike

Úrokové sadzby jednodňových sterilizačných operácií, hlavných refinančných operácií a jednodňových refinančných operácií zostali nezmenené na úrovni 2,00 %, 2,15 % a 2,40 %.

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

Záver

Rada guvernérov sa na svojom zasadnutí 11. septembra 2025 rozhodla ponechať tri kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť ustálenie inflácie 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. 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.

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.

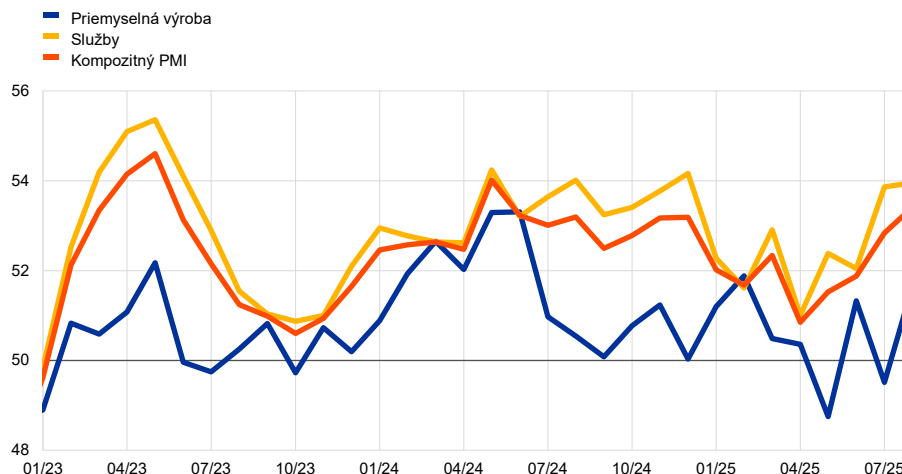
Po silnejšom než predpokladanom raste v prvej polovici roka 2025, ktorý sa však pravdepodobne neudrží, by globálna hospodárska aktivita mala podľa očakávaní v najbližšom období zostať stabilná, hoci tlmená. Predpokladá sa spomaľovanie rastu globálneho dovozu, keďže doznievajú prorastové účinky predzásobenia z úvodu roka vyvolaného očakávaným zvýšením ciel. Vyššie americké clá a pretrvávajúca zvýšená neistota pretvárajú globálne obchodné toky a predstavujú riziko pre logistiku; zdá sa však, že globálne tlaky na dodávateľské reťazce sú zatiaľ tlmené. Dezinflácia sa v niektorých vyspelých ekonomikách podľa všetkého zastavila a obnovila sa dynamika inflácie základných tovarov, najmä v Spojených štátoch. V tomto kontexte makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2025 predpokladajú slabší výhľad globálneho hospodárskeho rastu. Napriek tomu sa vzhľadom na prekvapujúco pozitívne údaje očakáva menej výrazné spomalenie globálnej aktivity, ako sa predpokladalo v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2025, zatiaľ čo vplyv novo oznámených ciel by mala zmierniť fiškálna expanzia v Spojených štátoch, ustupujúca neistota týkajúca sa obchodnej politiky a uvoľnenie globálnych finančných podmienok. Globálne by sa celková inflácia indexu spotrebiteľských cien (CPI) mala v horizonte projekcií zmierniť, a to bez ohľadu na predpokladané zvýšenie celkovej inflácie CPI v Spojených štátoch v roku 2026 v dôsledku ciel, fiškálnej expanzie a znehodnotenia amerického dolára.

Očakáva sa, že globálny rast (bez eurozóny) zostane v najbližšom období tlmený, ale stabilný. Globálny HDP sa v druhom štvrťroku medzištvrťročne zvýšil o 0,9 % oproti 0,7 % v prvom štvrťroku. Hoci aktivita vo veľkých ekonomikách, ako sú Spojené štáty a Čína, prekvapujúco rástla, odrážala skôr veľké výkyvy v čistom vývoze a zásobách než skutočnú silu svetového hospodárstva. Očakáva sa, že tieto deformácie súvisiace s predzásobením – v dôsledku preventívneho správania podnikov a spotrebiteľov pred zavedením ciel – sa postupne vytratia, čo znamená, že ich dočasný impulz pre aktivitu sa v druhej polovici roka pravdepodobne neudrží. Aktuálne údaje tento predpoklad podporujú, pričom nowcastingový model odborníkov ECB poukazuje na slabší rast reálneho HDP v treťom štvrťroku. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre produkciu sa v auguste zlepšil vďaka tomu, že sektor priemyselnej výroby sa posunul z pásma poklesu na úroveň 51,6, zatiaľ čo produkcia služieb zostala celkovo stabilná na úrovni 54,0 (graf 1).

Graf 1

Globálny PMI pre produkciu (bez eurozóny)

(difúzne indexy)



Zdroj: S&P Global Market Intelligence a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2025.

Očakáva sa oslabenie výhľadu globálneho rastu, hoci menej výrazné, než sa predpokladalo v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému z júna 2025.

Projekcie predpokladajú, že v sledovanom období sa globálny rast spomalí a klesne pod predpandemický priemer (3,6 %), keďže clá a politická neistota nepriaznivo ovplyvňujú spotrebu a oslabujú investičné vyhliadky. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2025 sa očakáva rast globálneho reálneho HDP na úrovni 3,3 % v roku 2025 (pokles z 3,6 % v roku 2024), s ďalším poklesom na 3,1 % v roku 2026 a miernym oživením na 3,3 % v roku 2027.¹ Hoci v druhom štvrťroku 2025 bol vo veľkých ekonomikách (napr. v Spojených štátoch, Číne a Spojenom kráľovstve) zaznamenaný prekvapivý rast reálneho HDP, aktuálne ekonomické údaje naznačujú, že v druhej polovici roka sa aktivita spomalí, najmä v dôsledku oslabenia dopytu po pracovnej sile v Spojených štátoch a spomalenia maloobchodných tržieb a investícií v Číne. Pretrvávajú riziká zhoršeného globálneho výhľadu, keďže opätovná eskalácia obchodnej vojny by mohla utlmiť aktivitu. Obavy o fiškálnu udržateľnosť vo veľkých vyspelých ekonomikách môžu navyše vyvolať nadmernú volatilitu na finančných trhoch a negatívne vedľajšie účinky v celosvetovom meradle. Pozitívom je, že úspešné obchodné rokovania – najmä medzi Spojenými štátmi a Čínou – by mohli zabrániť výraznej eskalácii ciel a prispieť k zníženiu globálnej politickej neistoty.

Dynamika svetového obchodu by sa mala oslabiť v dôsledku vyšších ciel a pretrvávajúcej neistoty týkajúcej sa obchodnej politiky, napriek jeho zjavnej odolnosti v prvej polovici roka 2025.

V druhom štvrťroku došlo k spomaleniu svetového obchodu, ktoré má ďalej pokračovať, čím sa eliminuje silný nárast zaznamenaný v prvom štvrťroku. Monitor obchodu (trade tracker) ECB založený na prichádzajúcich vysokofrekvenčných ukazovateľoch naznačuje tlmený vývoj obchodu v treťom štvrťroku, so stále negatívnym tempom v júli a auguste. Podľa

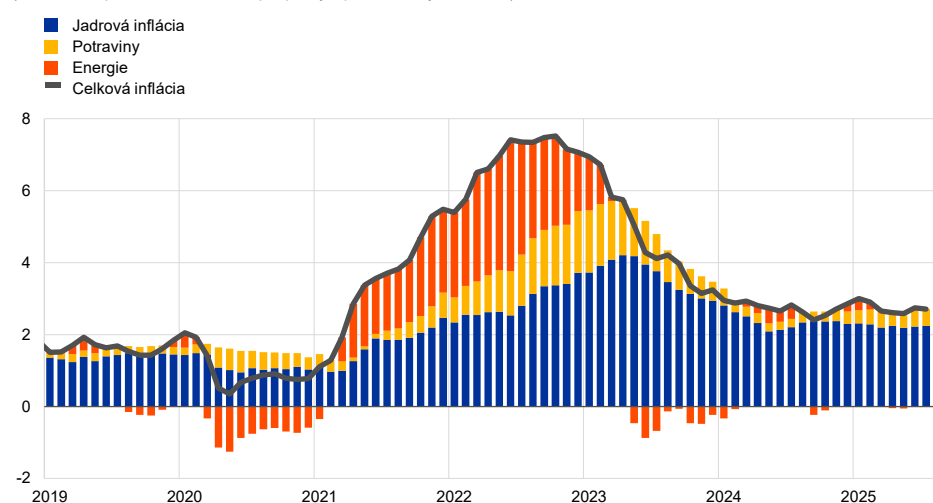
¹ Viac v [Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu, september 2025](#), zverejnených 11. septembra 2025 na internetovej stránke ECB.

makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2025 sa očakáva, že rast svetového dovozu sa výrazne zníži zo 4,2 % v roku 2024 na 2,8 % v roku 2025 a 1,5 % v roku 2026, pričom oživenie nastane až v roku 2027, keď sa zvýši na 3,1 %. Prudké budúce spomalenie odráža doznievanie účinkov predzásobenia, vplyv ciel a zvýšenú neistotu týkajúcu sa obchodnej politiky, čo tlmí investície a vedie k menej obchodne náročnej štruktúre globálneho dopytu. Keďže sa očakáva, že dovoz do Spojených štátov sa po poklese v roku 2026 oživí, globálny obchod by sa mal v roku 2027 mierne zotaviť, hoci pomalším tempom ako rast globálneho reálneho HDP. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2025 bol rast svetového dovozu revidovaný nadol, a to najmä v dôsledku novo zavedených ciel a zníženia dovoznej náročnosti rastu v Číne. Hoci clá môžu predstavovať výzvu pre logistiku, globálne tlaky na dodávateľské reťazce sú v súčasnosti tlmené. Známkys napätia možno pozorovať v odvetviach, ako sú hliník, oceľ a textil, sú však podstatne miernejšie než narušenia zaznamenané v popandemickom období.

Celková inflácia v členských krajinách Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) zostala v júli nad 2 % a jadrová inflácia sa mierne zvýšila. S výnimkou Turecka zostala ročná miera inflácie CPI v OECD v júli stabilná na úrovni 2,7 % (graf 2). Zatiaľ čo inflácia cien energií aj potravín sa v júli znížila (v porovnaní s júnom v prípade energií o 0,6 percentuálneho bodu na 0,2 % a v prípade potravín o 0,1 percentuálneho bodu na 3,4 %), jadrová inflácia v porovnaní s 3,0 % zaznamenanými v máji a júni mierne vzrástla na 3,1 %. Čo sa týka ďalšieho vývoja, prieskumy PMI pre ceny vstupov a výstupov signalizujú vo vyspelých ekonomikách v najbližšom období mierne zrýchlenie rastu, a to najmä v dôsledku vývoja v Spojených štátoch.

Graf 2
Inflácia CPI v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

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

Celková ročná inflácia CPI v širokej skupine vyspelých a rozvíjajúcich sa trhov ekonomík by sa napriek inflačným tlakom v Spojených štátoch mala

v sledovanom období zmierniť. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému z júna 2025 bola inflácia na rok 2025 vo veľkých ekonomikách, ako sú Spojené štáty, Čína a India, upravená mierne nadol, v dôsledku oproti očakávaniam horších výsledkov v druhom štvrťroku. Naopak, projekcie inflácie v širokej skupine vyspelých a rozvíjajúcich sa trhových ekonomík boli na rok 2026 upravené nahor, keďže sa predpokladá, že vyššie clá a fiškálna expanzia zintenzívnia inflačné tlaky v Spojených štátoch. Tento vývoj čiastočne odráža aj oneskorenie prenosu vplyvu ciel na ceny, keďže clá sa týkali predovšetkým tovarov na vyšších úrovniach dodávateľského reťazca a predzásobenie umožnilo podnikom vytvoriť si zásoby tovaru podliehajúceho clu. V celosvetovom meradle je úprava celkovej inflácie v Spojených štátoch v roku 2026 smerom nahor čiastočne kompenzovaná úpravami smerom nadol v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách, čo odráža najmä slabšiu než očakávanú dynamiku inflácie v Číne a Indii. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2025 sa predpokladá, že globálny kompozitný ukazovateľ celkovej inflácie CPI vo vyspelých a rozvíjajúcich sa ekonomikách sa zníži zo 4,0 % v roku 2024 na 3,2 % v roku 2025 a potom ďalej na 2,9 % v roku 2026 a 2,5 % v roku 2027.²

Ceny ropy sa zvýšili v dôsledku geopolitického napätia na Blízkom východe, zatiaľ čo ceny plynu klesli po mierových rokovaníach medzi Ruskom

a Ukrajinou. Ceny ropy v sledovanom období (od 5. júna do 10. septembra) vzrástli o 1,4 % v dôsledku prudkého nárastu po vojenských útokoch Izraela a Spojených štátov na Irán v polovici júna. Po znížení rizika ďalšej eskalácie sa počiatočný nárast opäť čiastočne zvrátil. Ďalší tlak na zníženie cien spôsobili dve po sebe nasledujúce rozhodnutia združenia OPEC+ o zvýšení ťažby, čím sa ukončilo obmedzenie ťažby o 2,2 milióna barelov denne, ktoré kartel zaviedol v novembri 2023, a to tempom, ktoré trhy prekvapilo. Európske ceny plynu sa spočiatku ocitli pod tlakom bohatej ponuky skvapalneného zemného plynu a tlmeného domáceho dopytu, vďaka čomu zásobníky plynu môžu dosiahnuť dostatočnú úroveň naplnenia ešte pred budúcou zimou. Po obnovení mierových rozhovorov medzi Ruskom a Ukrajinou sa ceny ďalej znížili a dosiahli najnižšiu úroveň za viac ako rok, pričom v priebehu sledovaného obdobia klesli o 14,6 %. Ceny kovov stúpili o 1 %, pričom ťahúňom bola meď, keďže trhy očakávali zavedenie amerických ciel na túto komoditu. Počiatočný nárast sa však neskôr čiastočne zvrátil, keď Spojené štáty z opatrení nečakane vylúčili rafinovanú meď a clá obmedzili na polotovary. Ceny potravín sa znížili o 7,7 % najmä v dôsledku poklesu cien kakaa, ktoré boli vzhľadom na nepriaznivé poveternostné podmienky v priebehu sledovaného obdobia volatilné.

V Spojených štátoch sa v prvom polroku 2025 spomalili základné zložky HDP (súkromná spotreba a investície), zatiaľ čo inflácia sa zvýšila čiastočne

v dôsledku ciel. Rast reálneho HDP sa síce v druhom štvrťroku medzištvrťročne zrýchlil na 0,7 % (po 0,1 % poklese HDP v predchádzajúcom štvrťroku), ale bol spôsobený silným príspevkom čistého obchodu a poklesom zásob, ktoré do značnej miery kompenzovali predchádzajúcu dynamiku obchodu súvisiacu s clami. Naopak, reálny konečný predaj domácim súkromným kupujúcim (bez verejných výdavkov,

² Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre celkovú infláciu CPI zahŕňajú širšiu skupinu krajín, najmä veľké rozvíjajúce sa trhy (napr. Čínu, Indiu, Brazíliu a Rusko), ktoré nie sú zahrnuté do inflácie CPI OECD.

čistého obchodu a zásob) sa v druhom štvrťroku ďalej spomaľoval. Očakáva sa, že v druhej polovici roka sa aktivita zmierni, pretože clá, slabá dôvera a spomaľujúci sa rast reálneho disponibilného príjmu zaťažujú spotrebu a investície. Tento vývoj korešponduje aj so signálmi oslabovania dopytu po pracovnej sile, keďže počet pracovných miest mimo poľnohospodárstva bol v júli a auguste prekvapujúco nižší a zároveň došlo k výrazným revíziám údajov za predchádzajúce mesiace smerom nadol. V nominálnom vyjadrení zostala celková inflácia výdavkov na osobnú spotrebu (PCE) v júli nezmenená na úrovni 2,6 %, zatiaľ čo jadrová inflácia PCE sa zvýšila na 2,8 % (o 0,1 percentuálneho bodu v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom), čo súviselo s náznakmi, že clá sa začínajú premietat' do základných cien tovarov, a to najmä v kategóriách úzko previazaných s dovozmi podliehajúcimi clám (napr. vybavenie domácností, rekreačné potreby). Hoci americkí výrobcovia a maloobchodníci v súčasnosti môžu absorbovať väčšinu vplyvov spôsobených zvýšením ciel – keďže vysoké zisky spoločností a preventívne nahromadenie zásob pôsobia ako dočasné tlmiče – vyššie clá sa pravdepodobne časom výraznejšie premietnu do spotrebiteľských cien. V tomto kontexte a v súvislosti s inflačnými tlakmi vyvolanými fiškálnou expanziou v Spojených štátoch a znehodnotením amerického dolára tak makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2025 predpokladajú nárast celkovej inflácie CPI na 3,3 % v roku 2026, čo predstavuje výrazné zvýšenie oproti 2,8 % v roku 2025. Predseda Federálneho rezervného systému Jerome Powell vo svojom prejave v Jackson Hole 22. augusta pripustil, že „riziká ohrozujúce zamestnanosť sa zvyšujú“, a poznamenal, že vyváženie rizík môže byť dôvodom na úpravu politiky.

V Číne zostal rast vývozu odolný, zatiaľ čo domáci dopyt sa ďalej oslaboval.

Ekonomika zostala v prvej polovici roka 2025 všeobecne odolná vďaka výraznému rastu exportu, no v treťom štvrťroku sa jej dynamika oslabila, keď júlové údaje o maloobchodnom predaji, priemyselnej výrobe a investíciách do fixných aktív prekvapili nižšími hodnotami, než sa očakávalo. Mimo sektorov podporovaných štátnou politikou zostáva domáci dopyt slabý, pričom trh s bývaním je trvale slabý a spotrebiteľské výdavky s výnimkou subvencovaných tovarov sú tlmené. Naopak, vývozu sa v júli darilo veľmi dobre a vďaka predĺženiu odkladu zavedenia americko-čínskych ciel do novembra by mal zostať odolný aj v nasledujúcom období. Inflačné tlaky zostali v júli tlmené, keď spotrebiteľské ceny stagnovali medziročne na úrovni 0,0 % (o 0,1 percentuálneho bodu menej než v predchádzajúcom mesiaci) a ceny výrobcov boli hlboko v negatívnom pásme, medziročne na úrovni -3,6 % (bez zmeny oproti predchádzajúcemu mesiacu). V reakcii na túto situáciu úrady v polovici roka 2025 zintenzívnili kampaň proti stagnácii a zaviedli prísnejšie opatrenia na obmedzenie dravej cenovej konkurencie a nadmernej kapacity najmä v ekologických odvetviach, ako sú solárna energia, batérie a elektrické vozidlá. Je však nejasné, či tieto iniciatívy budú stačiť na podstatné zmiernenie deflačných tlakov v budúcnosti.

V Spojenom kráľovstve sa rast reálneho HDP v druhom štvrťroku zmiernil, pričom inflácia sa naďalej zvyšovala.

Produkcia v druhom štvrťroku medzištvrtročne prekvapivo vzrástla, o 0,3 %, ale spomalila sa oproti prvému štvrťroku, keď aktivitu výrazne podporilo predzásobenie dopytu pred zavedením ciel a daňových opatrení. Pokiaľ ide o budúcnosť, očakáva sa, že aktivita zostane v najbližšom období mierna vzhľadom na nepriaznivé globálne vplyvy a neistotu

spojenú s prijatím rozpočtu na jeseň, pričom očakávané zvýšenie daní pravdepodobne negatívne ovplyvní dôveru. Celková ročná inflácia sa v júli ďalej zvýšila na 3,8 % (o 0,2 percentuálneho bodu oproti predchádzajúcemu mesiacu), a to v dôsledku pretrvávajúcej inflácie v sektore služieb, ku ktorej najviac prispela doprava, najmä nestabilné ceny leteniek. Podľa predpokladov by inflácia mala dosiahnuť vrchol v treťom štvrťroku, z dôvodu zmien regulovaných cien energií, a potom by sa mala postupne znižovať k cieľovej hodnote. V tejto situácii Bank of England v auguste znížila svoju základnú sadzbu o 25 bázických bodov na 4 %.

Clá a súvisiaca neistota prispeli v prvom polroku 2025 k výrazným výkyvom v ekonomickej aktivite, pričom najmä v Írsku došlo k jej presunutiu na skoršie obdobie. Po silnom výsledku v prvom štvrtroku na úrovni 0,6 % sa rast reálneho HDP v druhom štvrtroku spomalil a medzištvrtročne sa zvýšil o 0,1 %. Zamestnanosť v druhom štvrtroku stúpila o 0,1 %, rovnakým tempom ako HDP. Z odvetvového hľadiska k rastu v druhom štvrtroku prispel najviac sektor služieb, ktorý si udržal tempo porovnateľné s prvým štvrtrokom. Rast v priemysle sa v porovnaní s prvým štvrtrokom, naopak, spomalil, keďže postupne vyprchali účinky predzásobenia, zvýšili sa clá a pretrvávala zvýšená neistota v oblasti geopolitiky a obchodnej politiky. Údaje z prieskumov vysielajú zmiešané signály, celkovo však poukazujú na pokračujúcu miernu expanziu hospodárskej aktivity v treťom štvrtroku 2025. Hoci sa neistota po uzavretí obchodnej dohody medzi Spojenými štátmi a Európskou úniou znížila, v porovnaní s historickými štandardmi naďalej zostáva zvýšená, čo v kombinácii s vyššími clami, zhodnotením eura a zvýšenou globálnou konkurenciou negatívne ovplyvňuje krátkodobý výhľad, najmä však pre sektor priemyselnej výroby. Zároveň sa očakáva sa, že hlavnou hnacou silou rastu zostane rast v sektore služieb, keďže spotrebiteľia naznačujú, že vo výdavkoch na služby budú pokračovať. Hoci sa situácia na trhu práce v posledných mesiacoch mierne uvoľnila, trh práce zostáva odolný. V najbližšom období by mal byť domáci dopyt v eurozóne podporený nárastom spotrebiteľských výdavkov – najmä ak domácnosti znížia mieru úspor – v kombinácii s novými verejnými výdavkami na infraštruktúru a obranu. K postupnému oživeniu by mali prispieť aj menej reštriktívne podmienky financovania odrážajúce najmä aktuálne menovopolitické rozhodnutia.

Tento výhľad sa v zásade odráža aj v základnom scenári [Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2025](#), podľa ktorých má ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 1,2 % v roku 2025, 1,0 % v roku 2026 a 1,3 % v roku 2027. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Euro systému z júna 2025 bol výhľad rastu HDP na rok 2025 revidovaný o 0,3 percentuálneho bodu nahor, čo odráža lepšie než očakávané vstupné údaje a vplyv revízií historických údajov. Okrem toho, zhodnotenie eura a slabší zahraničný dopyt viedli k miernej úprave rastu HDP na rok 2026 o 0,1 percentuálneho bodu nadol, zatiaľ čo výhľad na rok 2027 zostal nezmenený.

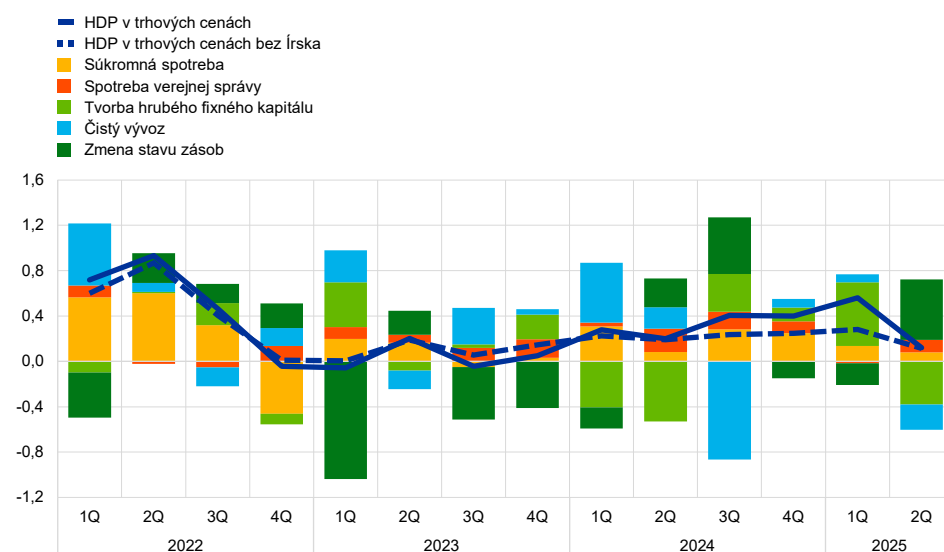
Rast reálneho HDP sa v druhom štvrtroku 2025 spomalil v dôsledku pretrvávajúcej geopolitickej a obchodnopolitickej neistoty (graf 3). Rast HDP sa po silnom výsledku v prvom štvrtroku, ktorý bol čiastočne spôsobený tým, že sa podniky predzásobili exportom pred očakávaným zvýšením ciel, následne v druhom štvrtroku spomalil a medzištvrtročne sa zvýšil len o 0,1 %, odzrkadľujúc slabnutie účinkov predzásobenia (viac v boxe 3 o vplyve predzásobenia a neistoty na nedávny vývoj). Napriek vyššej volatilitě v posledných dvoch štvrtrokoch (do veľkej miery súvisiacej s vplyvom írskych údajov) však najnovší výsledok predstavuje siedmy po sebe nasledujúci štvrtrok kladného rastu v eurozóne. Miernu expanziu reálneho HDP eurozóny v druhom štvrtroku podporila súkromná aj verejná spotreba, ako aj zmeny stavu zásob. Zároveň došlo k poklesu vývozu a investícií, ktorý bol v prípade investícií dôsledkom pomerne veľkého zníženia nestavebných investícií

spôsobeného vývojom v oblasti írskych produktov duševného vlastníctva. Keďže dovoz vykázal nulový rast, čistý obchod prispel k rastu v druhom štvrtroku negatívne. Z odvetvového hľadiska k rastu najviac prispel sektor služieb, ktorý rástol podobným tempom ako v prvom štvrtroku. Rast v priemysle sa naopak oproti prvému štvrtroku spomalil, keď odzrkadľoval slabnutie účinkov predzásobenia a zvyšovanie cieľ. Okrem toho klesla pridaná hodnota v stavebníctve, čo značne eliminovalo výrazný nárast zaznamenaný v prvom štvrtroku.

Graf 3

Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z druhého štvrtroka 2025.

Údaje z prieskumov vysielajú určité zmiešané signály, ale celkovo poukazujú na pokračujúcu miernu expanziu aktivity v treťom štvrtroku 2025.

Na krátkodobý výhľad vplýva stále zvýšená miera neistoty, vyššie clá a zhodnocovanie eura. Kompozitný index nákupných manažérov (PMI) za júl a august v priemere stúpol na 51,0 (z 50,4 v druhom štvrtroku), čo naznačuje pomalý rast približne rovnakým tempom ako v druhom štvrtroku. Hoci z údajov vyplýva, že sa rast služieb spomalil, stále sa očakáva, že bude hlavnou hnacou silou hospodárskeho rastu, čo do veľkej miery odráža jeho vyššiu úroveň v porovnaní s priemyselným sektorom. Pokiaľ ide o aktivitu v sektore priemyselnej výroby, ktorá bola na začiatku roka dynamickejšia v dôsledku predzásobenia vývozom pred zavedením vyšších cieľ, v najbližšom období sa naopak očakáva jej mierny útlm, hoci posledné údaje ukazujú určité zlepšenie (graf 4). PMI pre nové objednávky načrtáva podobný vývoj, ktorý je charakterizovaný celkovo slabou dynamikou. Tento ukazovateľ, ktorý je svojou povahou viac predstihový, však naznačuje určité tlmenejšie zlepšenie v poslednom štvrtroku tohto roka.

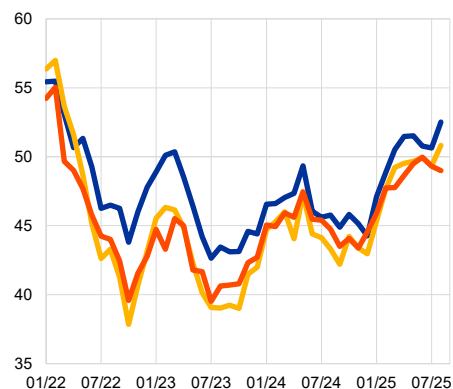
Graf 4

Ukazovatele PMI v hospodárskych sektoroch

a) Priemyselná výroba

(difúzný index)

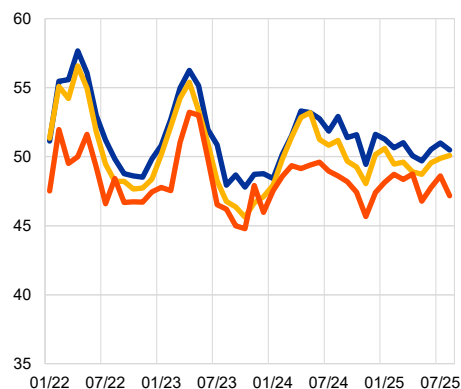
— Produkcia
— Nové objednávky
— Nové vývozné objednávky



b) Služby

(difúzný index)

— Podnikateľská aktivita
— Nové obchody
— Nové vývozné objednávky



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.

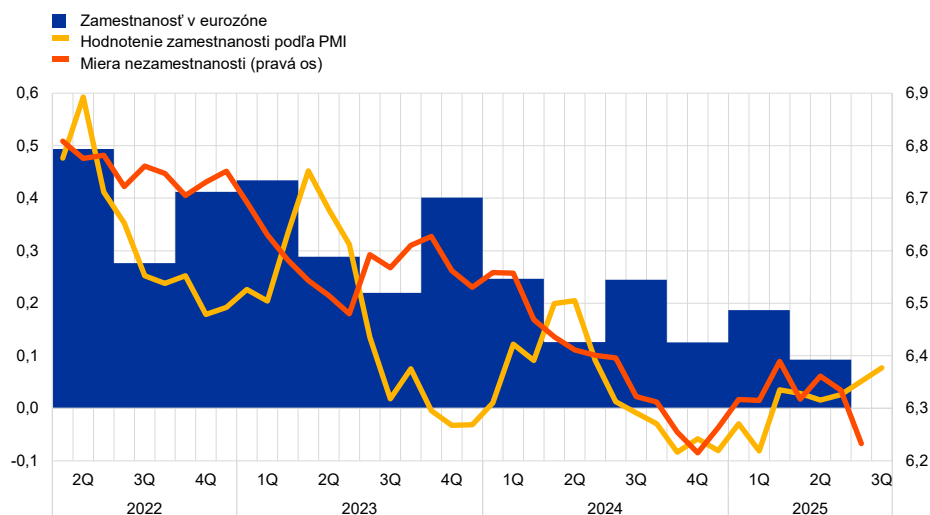
Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2025.

Zamestnanosť sa v druhom štvrtroku 2025 zvýšila o 0,1 %. Po náraste o 0,2 % v prvom štvrtroku 2025 sa rast zamestnanosti v druhom štvrtroku spomalil na 0,1 % (graf 5). Táto expanzia maskuje rôznorodé trendy naprieč eurozónou. Spomedzi najväčších ekonomík eurozóny rast zamestnanosti ťahalo najmä Španielsko, zatiaľ čo v Nemecku, Francúzsku a Taliansku sa v podstate nezmenil alebo sa dostal do mierne záporného pásma. V júli zároveň klesla miera nezamestnanosti v eurozóne na 6,2 %, pričom sa okolo tejto úrovne stabilne pohybuje zhruba už od polovice roka 2024. Dopyt po pracovnej sile ďalej klesal, pričom miera voľných pracovných miest sa v druhom štvrtroku znížila na 2,3 %, teda na rovnakú úroveň ako v poslednom štvrtroku 2019.

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 zamestnanosti v eurozóne sú z druhého štvrťroka 2025, o hodnotení zamestnanosti podľa PMI z augusta 2025 a o miere nezamestnanosti z júla 2025.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce naznačujú mierny rast zamestnanosti v treťom štvrťroku.

Mesačný kompozitný ukazovateľ PMI pre zamestnanosť sa zvýšil z 50,5 v júli na 50,8 v auguste, čo svedčí o miernom náraste zamestnanosti v treťom štvrťroku. Ukazovateľ PMI pre zamestnanosť v službách stúpol z 50,9 v júli na 51,2 v auguste, zatiaľ čo ukazovateľ PMI pre zamestnanosť v priemyselnej výrobe mierne klesol zo 49,5 na 49,4.

Rast súkromnej spotreby sa v druhom štvrťroku 2025 zmiernil, pričom údaje z prieskumov naznačujú určité zlepšenie dynamiky výdavkov v treťom štvrťroku.

Po zvýšení o 0,3 % v prvom štvrťroku 2025 súkromná spotreba v druhom štvrťroku medzištvrtročne stúpila o 0,1 % (graf 6, panel a). Výdavky domácností na služby naďalej rástli, spotreba tovarov však stagnovala v dôsledku poklesu výdavkov na tovary krátkodobej spotreby. Vstupné údaje poukazujú na zlepšovanie dynamiky rastu výdavkov domácností v krátkodobom horizonte, s pretrvávajúcimi rozdielmi medzi sektormi. Hoci ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie zostáva po augustovom poklese v útlme, jeho priemerná úroveň za júl a august je vyššia ako v druhom štvrťroku. V júli bol zaznamenaný pokles v maloobchode. Ukazovatele Európskej komisie týkajúce sa podnikateľských očakávaní dopytu v maloobchode a v službách vážených spotrebou sa však od druhého štvrťroka výrazne zlepšili (graf 6, panel a) vďaka oživeniu aktivity v spotrebiteľských službách (viac v boxe 3). V nadväznosti na zlepšenie spotrebiteľských očakávaní v oblasti veľkých nákupov v nasledujúcich 12 mesiacoch, zaznamenané v júli a auguste, aj najnovší prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB naznačuje, že očakávania nákupov súvisiacich s dovolenkami zostávajú silné. Z hľadiska ďalšieho vývoja by mal rast spotreby naďalej ťažiť z predchádzajúceho zvýšenia kúpnej sily, ktorý nastal v prostredí priaznivejších podmienok financovania a výrazného zmiernenia neistoty domácností

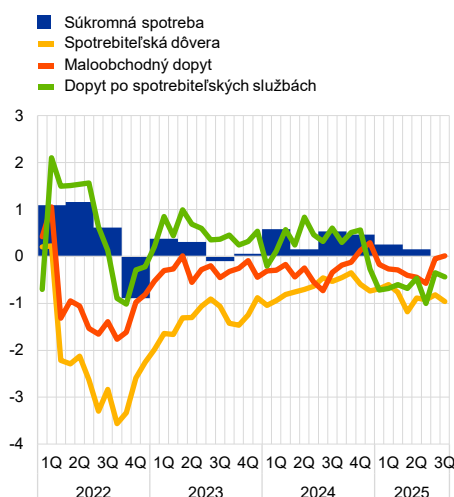
v súvislosti s ich finančnou situáciou po vrchole neistoty na konci roka 2022 (graf 6, panel b). Napriek augustovému zlepšeniu bude zrejme ďalej pretrvávajúť zvýšená všeobecná neistota týkajúca sa hospodárskej politiky, ktorá súvisí s globálnym vývojom, najmä s aktuálnym obchodným napätím, a bude pravdepodobne ďalej nepriaznivo vplývať na rast spotreby, keďže domácnosti upravujú svoje výdavkové návyky znižovaním celkových výdavkov alebo odklonom od amerických produktov (viac v boxe 2).

Graf 6

Spotreba a dôvera domácností, očakávania podnikov, disponibilný príjem a neistota

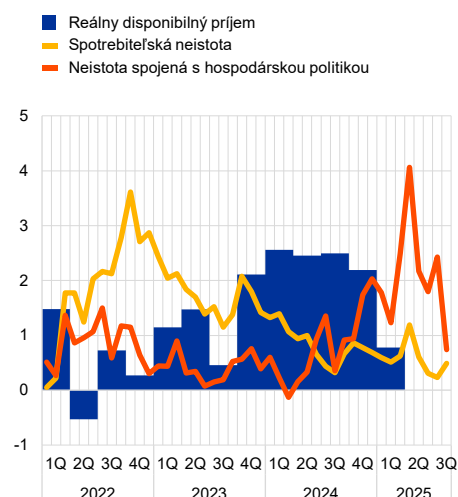
a) Spotrebiteľské výdavky a dôvera, očakávania podnikov

(medzištvrtročná percentuálna zmena; štandardizované percentuálne zostatky)



b) Disponibilný príjem a neistota

(medziročná percentuálna zmena; štandardizované percentuálne zostatky)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Očakávania podnikov týkajúce sa dopytu v maloobchode (okrem motorových vozidiel) a dopytu v službách vážených spotrebou sa vzťahujú na nasledujúce tri mesiace. „Dopyt po spotrebných službách“ vychádza z ukazovateľov očakávaného sektorového dopytu v rámci podnikateľského prieskumu v sektore služieb od Európskej komisie, vážených podľa sektorových podielov na domácej súkromnej spotrebe podľa tabuliek vstupov a výstupov FIGARO za rok 2022. Rady údajov o dopyte po spotrebných službách sú štandardizované na obdobie od roku 2005 do roku 2019, spotrebiteľská neistota a neistota týkajúca sa hospodárskej politiky sú štandardizované na obdobie od apríla 2019 do augusta 2025 s priradením na priemery za rok 2019 z dôvodu dostupnosti údajov, zatiaľ čo všetky ostatné rady sú štandardizované na obdobie rokov 1999 až 2019. Ukazovateľ neistoty spojený s hospodárskou politikou je vyjadrený ako priemer štandardizovaných radov vážený HDP za Nemecko, Francúzsko, Taliansko a Španielsko. Posledné údaje o súkromnej spotrebe sú z druhého štvrťroka 2025, o reálnom disponibilnom príjme z prvého štvrťroka 2025 a o všetkých ostatných položkách z augusta 2025.

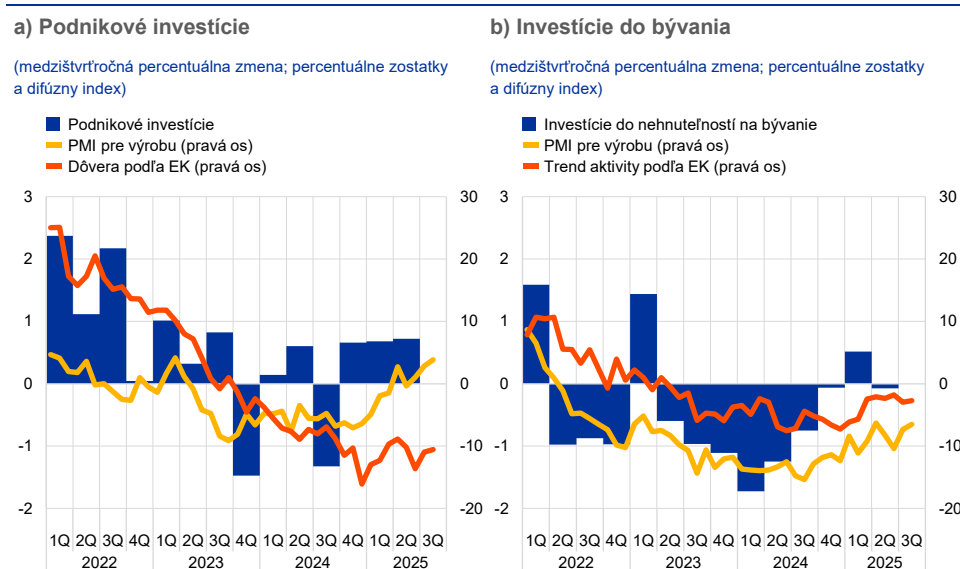
Podnikové investície v druhom štvrťroku 2025 výrazne stúpili, ale očakáva sa, že v druhej polovici roka sa spomalia. Po medzištvrtročnom raste o 0,7 %

v prvom aj druhom štvrťroku 2025 sa očakáva, že nestavebné investície v eurozóne (bez írskeho nehmotného majetku) sa v nasledujúcich štvrťrokoch utlmia. Výsledky prieskumov o investičných tovaroch, ktoré sú dostupné do augusta, sú do istej miery zmiešané – PMI pre produkciu ďalej presahuje 50, ale index nálady Európskej komisie poukazuje na slabú aktivitu. Domáci dopyt síce zostáva oporou, no ostatné faktory podporujúce investície potvrdzujú krátkodobú slabosť. Napríklad neistota zostala zvýšená napriek jej miernemu poklesu po obchodnej dohode medzi Spojenými štátmi a Európskou úniou na konci júla a hrubý prevádzkový prebytok nefinančných spoločností v prvom štvrťroku mierne vzrástol po tom, čo v minulom roku zaznamenal záporné hodnoty. Okrem vyšších cieľ aj konferenčné hovory o výsledkoch naznačujú možný nepriaznivý vplyv zhodnotenia eura na zisky firiem.

Tieto faktory mohli prispieť k utlmeniu investícií v závislosti od toho, ako sú podniky zabezpečené proti menovému riziku, ako diverzifikujú činnosti a upravujú svoje marže. V tomto kontexte v druhom štvrťroku 2025 ďalej rástol počet bankrotov v eurozóne, pričom bol približne o 25 % vyšší ako v roku 2019. Odráža to jednak nevyhnutnú adaptáciu trhu v období štrukturálnych zmien (s ohľadom na skutočnosť, že aj registrácie podnikov vzrástli výrazne nad úroveň pred pandemiou) a jednak aj menej priaznivé ekonomické podmienky. Z dlhodobejšieho hľadiska sa predpokladá, že vyšší dopyt a vedľajšie účinky rastúcich výdavkov na obranu budú stimulovať investície.

Graf 7

Dynamika reálnych investícií a údaje z prieskumov



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

Poznámka: Krivky označujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrťročné údaje. Indexy PMI sú vyjadrené ako odchýlka od hodnoty 50. V paneli a) sa podnikové investície merali nestavebnými investíciami bez írskeho nehmotného majetku. Krátkodobé ukazovatele sa týkajú sektora investičných tovarov. V paneli b) sa krivka ukazovateľa trendu aktivity Európskej komisie (EK) vzťahuje na vážený priemer hodnotenia trendu aktivity v stavebníctve a špecializovanej výstavbe v porovnaní s predchádzajúcimi tromi mesiacmi. Krivka indexu PMI pre produkciu sa týka aktivity v oblasti nehnuteľností na bývanie. Posledné údaje o investíciách sú z druhého štvrťroka 2025 a o všetkých ostatných položkách z augusta 2025.

Investície do nehnuteľností na bývanie v druhom štvrťroku 2025 mierne klesli.

Po náraste o 0,5 % v prvom štvrťroku 2025 investície do nehnuteľností na bývanie v druhom štvrťroku medzištvrťročne klesli o 0,1 %. Stavebná výroba a špecializované stavebné činnosti po náraste o 0,6 % v prvom štvrťroku vzrástli v druhom štvrťroku v priemere o 1,3 %. Pokiaľ ide o budúcnosť, ukazovatele aktivity založené na prieskumoch vysielajú zmiešané signály o krátkodobom výhľade investícií do bývania. Trendový ukazovateľ Európskej komisie pre stavebnú výrobu a špecializované stavebné činnosti sa v júli a auguste v priemere mierne znížil, zatiaľ čo PMI pre stavebnú produkciu v oblasti výstavby nehnuteľností na bývanie zaznamenal výrazné zlepšenie (graf 7, panel b). Hoci oba ukazovatele zostali v zápornom pásme rastu, očakáva sa, že investície do nehnuteľností na bývanie sa v najbližšom období mierne oživia. Tento výhľad je podporený priebežným rastom počtu stavebných povolení na výstavbu nehnuteľností na bývanie, ktorý sa v apríli a máji zvýšil v priemere o 1,1 % v porovnaní s priemerom za prvý štvrťrok, pričom rástol aj v predchádzajúcich dvoch štvrťrokoch. Hoci počet vydaných povolení

zostáva stále na relatívne nízkej úrovni, pretrvávajúci rastúci trend signalizuje posilnenie dopytu po nových nehnuteľnostiach na bývanie, čo by malo v budúcnosti podporiť dynamiku investícií do nehnuteľností na bývanie.

Nárast vývozu eurozóny spôsobený predzásobením sa v druhom štvrťroku 2025 čiastočne zvrátil a vývoz sa počas leta pravdepodobne utlmil. V druhom štvrťroku 2025 sa vývoz tovarov a služieb znížil o 0,5 %. Podobne ako v prípade zvýšenia vývozu tovarov v prvom štvrťroku, približne polovica jeho poklesu sa týkala farmaceutických výrobkov najmä z Írska. Ukazovatele z prieskumov naznačujú útlm vývozu počas leta. Hoci dohoda medzi Spojenými štátmi a Európskou úniou neistotu súvisiacu s obchodnou politikou sčasti znížila, keď sa pre väčšinu tovarov vyvázaných z únie americké dovozné clá zastropovali na úrovni 15 %, zhodnocovanie eura bude vývoz negatívne ovplyvňovať aj v budúcnosti. Na strane dovozu zostali objemy tovarov a služieb v druhom štvrťroku 2025 celkovo nevýrazné (+0,0 %), pričom rastúci dovoz zo Spojených štátov a Číny kompenzoval slabší dovoz zo zvyšku sveta.

V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2025 bol výhľad rastu HDP na rok 2025 upravený nahor. Čiastočne to odráža skutočnosť, že prichádzajúce údaje boli lepšie, než sa očakávalo. Zároveň sa výhľad rastu na rok 2026 upravil mierne nadol pre pokles konkurencieschopnosti vyplývajúci zo zhodnocovania eura a slabšieho zahraničného dopytu. Priemerný ročný rast reálneho HDP by mal podľa očakávaní dosiahnuť 1,2 % v roku 2025, 1,0 % v roku 2026 a 1,3 % v roku 2027. Clá a súvisiaca neistota prispeli v prvom polroku k výkyvom v ekonomickej aktivite a očakáva sa, že v krátkodobom horizonte obmedzia rast. Vzhľadom na to, že vývozcovia sa prispôbujú novej obchodnej dohode medzi Spojenými štátmi a Európskou úniou a neistota týkajúca sa obchodnej politiky sa znižuje, rast sa pravdepodobne obnoví. Domáci dopyt v eurozóne by mal byť v budúcnosti podporený rastom reálnych miezd a zamestnanosti, ako aj novými verejnými výdavkami na infraštruktúru a obranu. Ekonomickú aktivitu by v neskoršom horizonte mali podporiť aj menej reštriktívne podmienky financovania – najmä v dôsledku nedávnych menovopolitických rozhodnutí – a očakávané oživenie zahraničného dopytu.

Celková inflácia v eurozóne meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP) sa naďalej nachádza v blízkosti cieľa Rady guvernérov 2 % v strednodobom horizonte. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa v auguste 2025 zvýšila na 2,1 % z júlových 2,0 %.³ Tento vývoj bol spôsobený najmä zvýšením inflácie cien energií, ktoré prevážilo pokles inflácie cien potravín. Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) sa nezmenila, pričom odrážala pokles inflácie cien služieb a stabilný vývoj inflácie neenergetických priemyselných tovarov (NEIG). Miery základnej inflácie zodpovedajú strednodobému cieľu ECB 2 %. Rast miezd sa ďalej zmierňuje, pričom medziročný rast kompenzácií na zamestnanca sa v druhom štvrtroku 2025 znížil na 3,9 %, zo 4,0 % v predchádzajúcom štvrtroku, 4,8 % v druhom štvrtroku minulého roka a z 5,7 % v druhom štvrtroku pred dvomi rokmi. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa naďalej pohybuje na úrovni okolo 2 %, čo podporuje stabilizáciu inflácie blízko cieľa ECB.

Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2025 ukazujú podobný vývoj inflácie ako projekcie z júna 2025, pričom celková inflácia by mala dosiahnuť v priemere 2,1 % v roku 2025, 1,7 % v roku 2026 a 1,9 % v roku 2027.⁴

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa inflácia HICP eurozóny v auguste 2025 zvýšila na 2,1 % z júlových 2,0 % (graf 8).⁵ Tento nárast odzrkadľuje zvýšenie ročnej miery zmeny cien energií z -2,4 % v júli na -1,9 % v auguste, ktoré bolo spôsobené najmä rastovými základnými efektmi, t. j. ročná miera inflácie cien energií sa zvýšila, zatiaľ čo ceny energií v medzimesačnom vyjadrení klesli. Hoci podrobné členenie za august ešte nie je k dispozícii, júlové údaje ukazujú rast ročnej miery cien elektriny a pohonných hmôt v doprave (pričom ceny palív zostali v záporných hodnotách), kým pri cenách plynu sa naopak ukázal pokles. Inflácia potravín sa okrajovo znížila z júlových 3,3 % na 3,2 % v auguste, v dôsledku poklesu medziročnej miery inflácie spracovaných potravín z 2,7 % na 2,6 %, čo sa však plne nevykompenzovalo nárastom inflácie nespracovaných potravín z 5,4 % na 5,5 %. V dôsledku nezmenenej miery inflácie NEIG na úrovni 0,8 % zostala inflácia HICPX v auguste už štvrtý mesiac po sebe bez zmeny, na úrovni 2,3 %, a to napriek miernemu poklesu inflácie služieb z 3,2 % na 3,1 %. Inflácia cien služieb sa v posledných mesiacoch postupne znižovala. Po júlovej dekompozícii bol pokles inflácie v službách spôsobený najmä znížením inflácie cien rekreačných služieb, najmä ubytovacích, dovolenkových a reštauračných služieb.

³ Redakčná uzávierka údajov uvedených v tomto čísle Ekonomického bulletinu bola 10. septembra 2025. Eurostat 17. septembra 2025 potvrdil, že ročná miera inflácie HICP za august dosiahla 2,0 %, pričom revidoval svoj rýchly odhad 2,1 % o 0,1 percentuálneho bodu nadol.

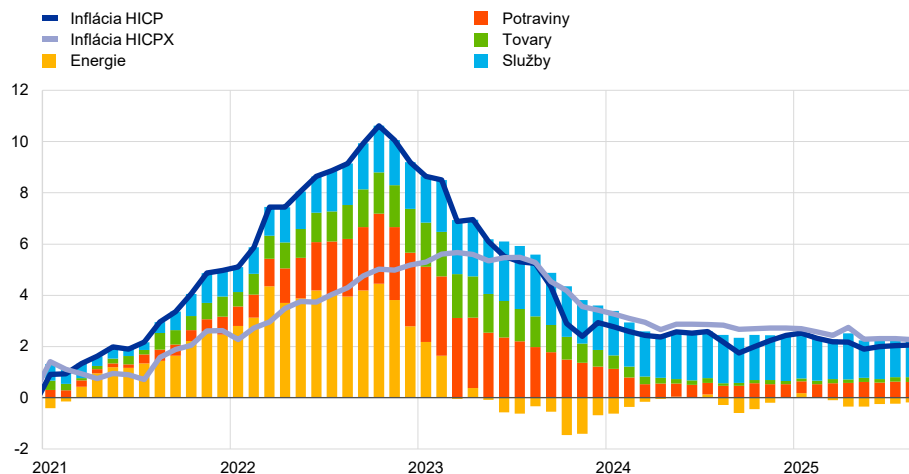
⁴ [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2025](#), zverejnené 11. septembra 2025 na internetovej stránke ECB.

⁵ V poznámke pod čiarou č. 1 sú informácie o revízii miery inflácie HICP za august po zverejnení úplných údajov o inflácii HICP dňa 17. septembra 2025.

Graf 8

Celková inflácia a jej hlavné zložky

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

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

Väčšina ukazovateľov základnej inflácie sa v júli a auguste 2025 celkovo

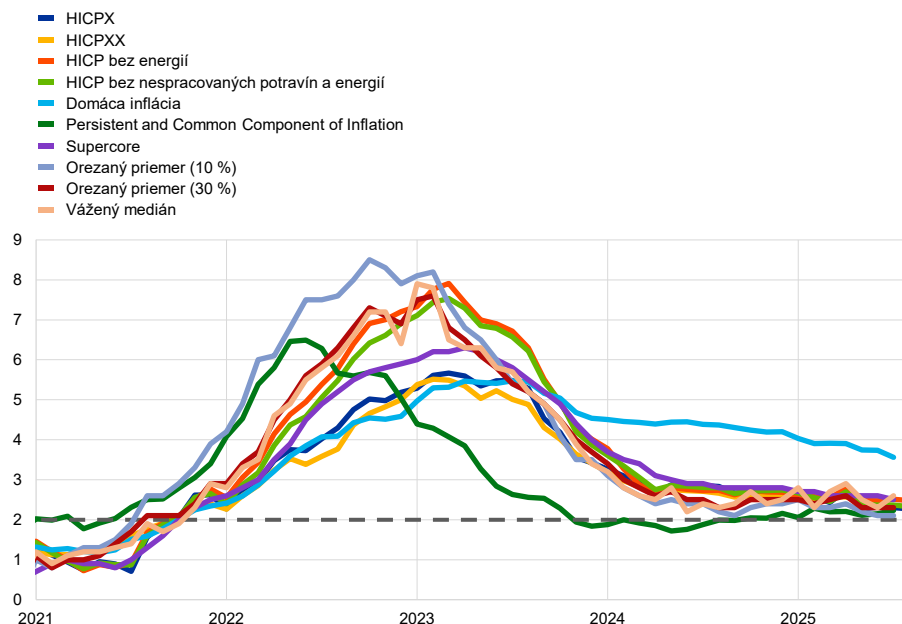
nezmenila. V júli zostalo rozpätie ukazovateľov základnej inflácie relatívne stabilné od 2,1 % do 2,6 %.⁶ Takmer všetky ukazovatele založené na vylúčení, vrátane inflácie HICPX bez položiek služieb spojených s cestovným ruchom, odevmi a obuvou (HICPXX) a orezaných priemerov 10 % a 30 %, zostali v júli bez zmeny na úrovni 2,5 %, 2,1 %, respektíve 2,3 %. Výnimkou bol ukazovateľ váženého mediánu, ktorý sa z júnových 2,3 % zvýšil v júli na 2,6 %, a domáca inflácia, ktorá v rovnakom období mierne klesla z 3,7 % na 3,6 %, čo zodpovedá nedávnomu zmierneniu inflácie cien služieb. Pokiaľ ide o modelové ukazovatele, ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) sa v júli mierne zvýšil na 2,2 % z júnových 2,1 % a ukazovateľ Supercore (ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus) sa v júli znížil na 2,5 % z 2,6 % zaznamenaných štyri po sebe nasledujúce mesiace. Väčšina ukazovateľov založených na vylúčení dostupných za august zostala celkovo stabilná.

⁶ Júl 2025 je posledný mesiac, za ktorý sú k dispozícii všetky ukazovatele. Interval nezahŕňa domácu infláciu.

Graf 9

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



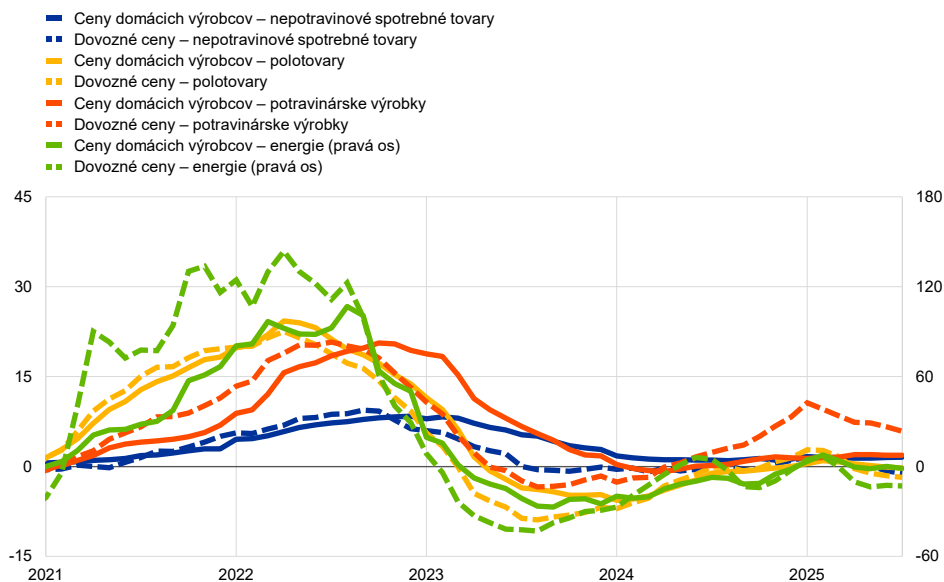
Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Sivá prerušovaná čiara predstavuje inflačný cieľ ECB na úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Posledné údaje o HICPX, HICP bez energií a HICP bez nespracovaných potravín a energií sú z augusta 2025 (rýchly odhad Eurostatu) a o všetkých ostatných ukazovateľoch z júla 2025.

Väčšina ukazovateľov cenových tlakov naznačuje, že pokračuje postupné uvoľňovanie v počiatočných fázach cenového reťazca, zatiaľ čo podmienky v neskorších fázach zostávajú zväčša nezmenené (graf 10). V počiatočných fázach cenového reťazca inflácia cien výrobcov energií klesla z 0,0 % v júni na -1,2 % v júli 2025, čo je hlboko pod februárovým vrcholom 7,8 %. Ročná miera rastu cien výrobcov pri domácom predaji polotovarov pokračovala v poklese a z júnových -0,1 % sa v júli znížila na -0,3 %. V neskorších fázach cenového reťazca sa inflácia cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov z júnových 1,5 % v júli mierne zvýšila na 1,6 %, zatiaľ čo ceny výrobcov potravinárskych výrobkov zostali v júli na nezmenenej úrovni 1,9 %. Inflácia dovozných cien spracovaných potravín taktiež pokračovala v poklese zo svojho januárového maxima 10,6 %, pričom z júnových 6,6 % sa v júli znížila na 5,9 %. V prípade polotovarov zostáva ročná miera rastu dovozných cien v zápornom pásme a z júnových -1,5 % sa v júli znížila na -1,8 %. Podobná situácia je pri cenách energií, kde sa ročná miera rastu dovozných cien v rovnakom období znížila z -12,7 % na -13,1 %. Inflácia dovozných cien výrazne klesla pod maximá zo začiatku tohto roka, čo signalizuje pokles inflačných tlakov prameniacich z oslabenia tlakov v zahraničných dodávateľských reťazcoch a odráža zhodnotenie eura.

Graf 10**Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci**

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2025.

Domáce nákladové tlaky merané rastom deflátoru HDP sa v druhom štvrtroku 2025 zvýšili na 2,5 % z 2,3 % zaznamenaných v prvom štvrtroku (graf 11).

Zvýšenie ročnej miery rastu deflátoru HDP odráža vyšší príspevok jednotkových ziskov, ktorý prevážil nad nižším príspevkom jednotkových nákladov práce a jednotkových čistých daní. Mierne zníženie jednotkových nákladov práce odráža pokles rastu kompenzácií na zamestnanca, ktorých medziročná miera rastu sa v druhom štvrtroku 2025 znížila na 3,9 % zo 4,0 % v predchádzajúcom štvrtroku. Tento pokles zároveň naznačuje zníženie medziročnej miery rastu mzdového posunu (na -0,3 % v druhom štvrtroku 2025 z 1,2 % v predchádzajúcom štvrtroku), ktorý čiastočne kompenzovala zvýšená miera rastu dojednaných miezd (z 2,5 % na 4,0 % v rovnakom období). Toto zvýšenie odráža nízku mieru rastu dojednaných miezd v prvom štvrtroku 2025, čo bolo čiastočne spôsobené negatívnymi základnými efektmi vyplývajúcimi z veľkých jednorazových platieb uskutočnených v prvom štvrtroku 2024, ktoré sa už v roku 2025 neprejavovali. Mzdový monitor ECB, zahŕňajúci údaje o mzdových dohodách dojednaných do konca augusta 2025, naznačuje, že tlaky na rast miezd sa v druhom polroku 2025 zmiernia a v prvom polroku 2026 sa stabilizujú.⁷ Očakáva sa, že toto ďalšie zmiernenie bude odrážať normalizáciu v mzdových vyjednávaniach po období vysokých mzdových požiadaviek, ktoré mali za cieľ úspešne (hoci len postupne) obnoviť kúpnu silu pracovníkov porovnateľnú s posledným štvrtkom 2021. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB za eurozónu zo septembra 2025 má rast kompenzácií na

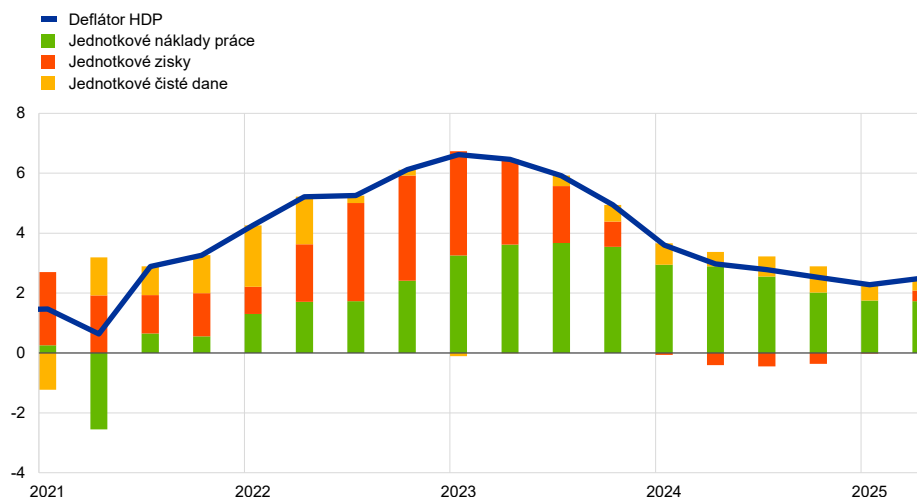
⁷ Ďalšie podrobnosti sú uvedené v tlačovej správe [New data release: Early signals from ECB wage tracker suggest lower and more stable wage pressures in first half of 2026](#), uverejnenej 17. septembra 2025 na internetovej stránke ECB.

zamestnanca dosiahnuť v roku 2025 v priemere 3,4 % a následne sa má v roku 2026 ďalej zmierňovať až na 2,7 %.

Graf 11

Zložky deflátoru HDP

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Príspevok kompenzácií na zamestnanca k zmenám jednotkových nákladov práce je kladný. Príspevok produktivity práce je záporný. Posledné údaje sú za druhý štvrtrok 2025.

V období od júlového zasadania Rady guvernérov došlo k malým zmenám trhových ukazovateľov a ukazovateľov z prieskumov dlhodobějších inflačných očakávaní. Trhové ukazovatele krátkodobej inflačnej kompenzácie zostali celkovo stabilné na úrovniach pod 2 % (graf 12). Podľa prieskumu

profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za tretí štvrtrok 2025 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za september 2025 zostal priemer a medián dlhodobějších inflačných očakávaní na úrovni 2 %. V blízkosti 2 % sa pohybovali aj krátkodobejšie očakávania na rok 2025 odvodené z prieskumov, s menšími zmenami odrážajúcimi najnovšie údaje a pohyby cien energetických komodít. Jednoročná forwardová sadzba inflačných swapov o jeden rok, ktorá je trhovým ukazovateľom krátkodobej inflačnej kompenzácie, zostala celkovo stabilná na úrovni približne 1,8 %, pričom od júlového zasadania Rady guvernérov sa zvýšila o 7 bázických bodov, keďže o niečo vyššie ceny ropy zvýšili krátkodobé inflačné očakávania, čo prevážilo tlmiaci vplyv zhodnocovania eura. Mierny nárast inflačnej kompenzácie pri strednodobých a dlhodobějších splatnostiach odráža predovšetkým vplyv zvýšenia inflačných rizikových prémiei. V dôsledku tohto vývoja zostali päťročné forwardové sadzby inflačných swapov o päť rokov, upravené o inflačné rizikové prémie, blízko 2 %.

Vnímanie minulej inflácie a krátkodobé inflačné očakávania spotrebiteľov zostali v júli 2025 stabilné, zatiaľ čo ich strednodobé očakávania mierne vzrástli (graf 12). Podľa prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB za júl 2025 zostáva stabilný aj medián vnímanej inflácie za predchádzajúcich 12 mesiacov, ktorý už šiesty mesiac po sebe zotrváva na úrovni 3,1 %. Aj medián očakávaní celkovej inflácie na nasledujúcich 12 mesiacov zostal na nezmenenej úrovni 2,6 %, čo

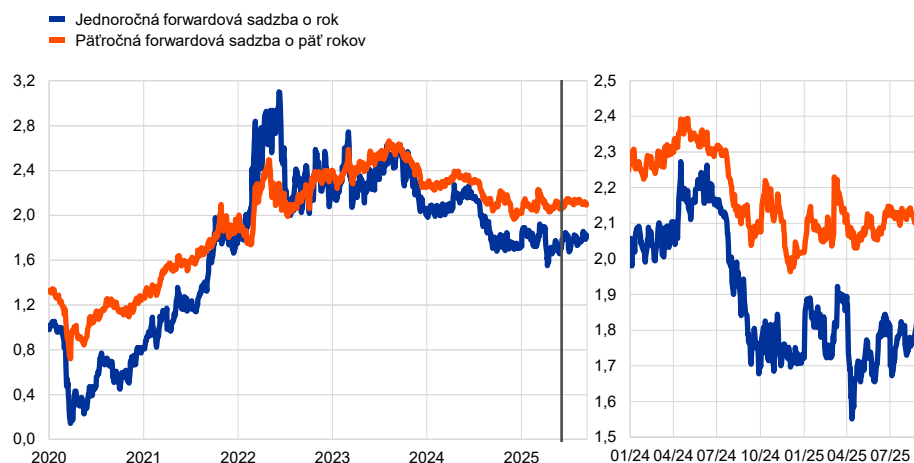
predstavuje výrazný pokles oproti 3,1 % zaznamenaným v apríli 2025. Medián očakávaní na nasledujúce tri roky sa však z júnových 2,4 % v júli mierne zvýšil na 2,5 %.

Graf 12

Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie a inflačné očakávania spotrebiteľov

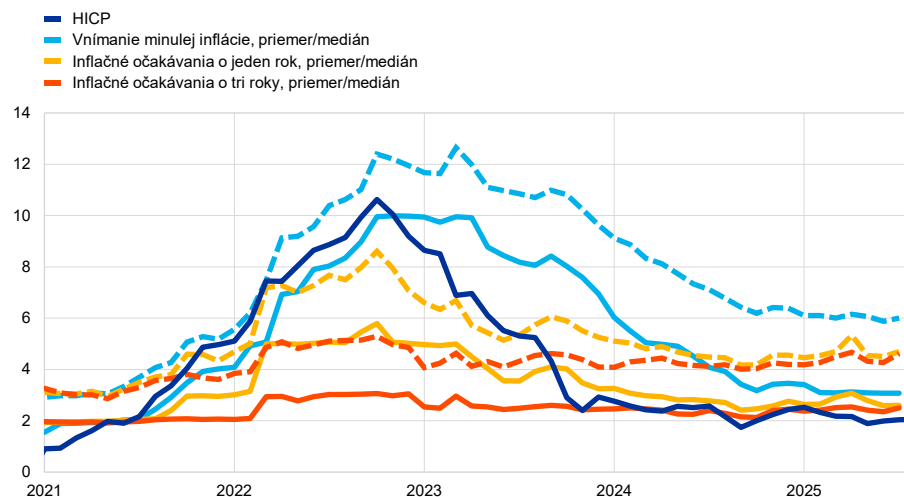
a) Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie

(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.

Poznámka: Panel a) znázorňuje forwardové sadzby inflačných swapov v rôznych horizontoch za eurozónu. Vertikálna sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 5. júna 2025. Prerušované čiary v paneli b) označujú priemer, plné čiary ukazujú medián. V prípade panela a) sú posledné údaje z 10. septembra 2025, v prípade HICP z augusta 2025 (rýchly odhad Eurostatu) a v prípade ostatných ukazovateľov v paneli b) z júla 2025.

Podľa projekcií zo septembra 2025 by mala celková inflácia dosiahnuť

v priemere 2,1 % v roku 2025, 1,7 % v roku 2026 a následne by sa mala v roku 2027 vrátiť na 1,9 % (graf 13). Očakáva sa, že celková inflácia zostane v druhej

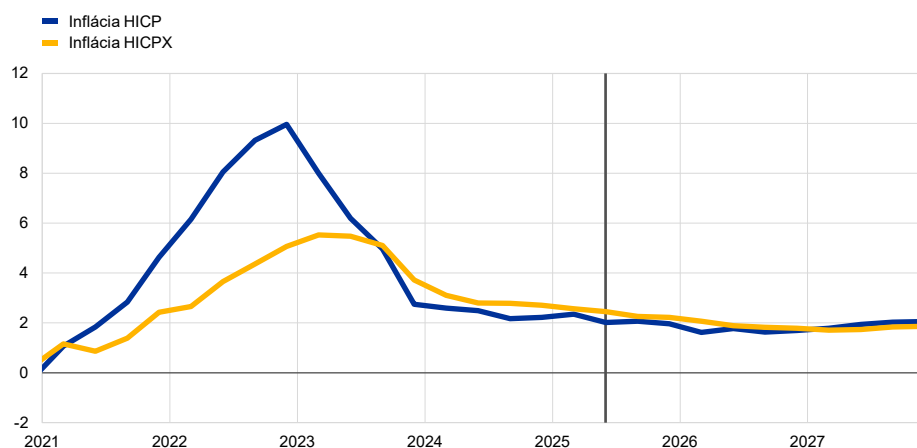
polovici roka 2025 blízko 2 % a v roku 2026 klesne pod úroveň 2 %, kde zotrúva. Táto nižšia miera celkovej inflácie v roku 2026 odráža pokles inflácie cien služieb a potravín aj mierne zápornú mieru inflácie cien energií. V roku 2027 sa následne

očakáva nárast celkovej inflácie, ktorý bude odzrkadľovať najmä prorastový vplyv inflácie cien energií v súvislosti so zavedením nového systému EÚ na obchodovanie s emisiami 2 (Emissions Trading System 2 – ETS2). V porovnaní s projekciami z júna 2025 bol výhľad celkovej inflácie na roky 2025 aj 2026 upravený o 0,1 percentuálneho bodu nahor, zatiaľ čo na rok 2027 bol upravený o 0,1 percentuálneho bodu nadol. Úprava smerom nahor je odrazom vyššej inflácie cien energií a potravín v dôsledku vyšších než očakávaných cien energetických komodít, ako aj oneskoreného vplyvu predchádzajúcich zvýšení medzinárodných cien potravinových komodít, čo prevážilo vplyv zhodnotenia eura. V roku 2027 sa očakáva vplyv oneskorených účinkov zhodnocovania eura, ktoré povedú k úpravám inflácie nadol. Očakáva sa, že inflácia HICPX klesne z 2,4 % v roku 2025 na 1,9 % v roku 2026 a na 1,8 % v roku 2027, keď sa znížia mzdové tlaky a spomalí sa inflácia cien služieb a keď sa do cenového reťazca postupne premietne zhodnotenie eura, aby utlmilo infláciu cien tovarov. V porovnaní s projekciami z júna 2025 zostala inflácia HICPX na roky 2025 a 2026 v podstate bez úprav, kým na rok 2027 bola revidovaná o 0,1 percentuálneho bodu nadol.

Graf 13

Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2025](#).

Poznámka: Sivá vertikálna čiara označuje posledný štvrťrok pred začiatkom sledovaného obdobia. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2025 (skutočné údaje) a štvrtý štvrťrok 2027 (projekcie). Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2025 boli dokončené 28. augusta 2025 a redakčná uzávierka technických predpokladov bola 15. augusta 2025. Historické aj projektované údaje o inflácii HICP a inflácii HICPX majú štvrťročnú periodicitu.

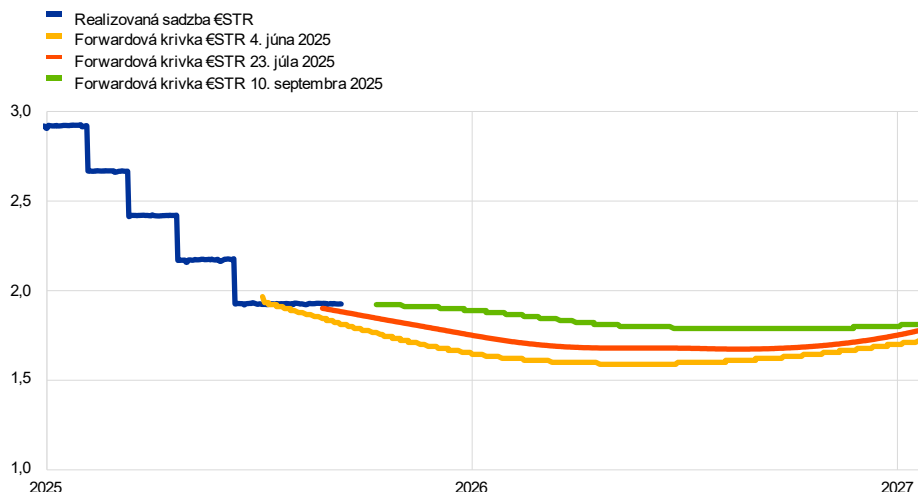
Počas sledovaného obdobia od 5. júna do 10. septembra 2025 sa krátkodobé bezrizikové sadzby v eurozóne zreteľne zvýšili, zatiaľ čo dlhodobejšie bezrizikové sadzby zostali celkovo nezmenené. Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov boli na konci sledovaného obdobia celkovo vyššie a spready voči sadzbám jednoduchých indexových swapov (OIS) sa mierne rozšírili, aj keď s určitými rozdielmi v jednotlivých krajinách. Akciové trhy eurozóny obchodovali prevažne horizontálne a naďalej dosahovali slabšie výsledky ako ich americké náprotivky, keď slabšie očakávania ziskov nefinančných spoločností, najmä vývozcov vystavených americkým clám, boli vo veľkej miere kompenzované dobrými výsledkami finančného sektora. Spready na trhoch s podnikovými dlhopismi sa ďalej zužovali a v plnej miere prekonalí rozšírenie zaznamenané začiatkom roka v súvislosti s vývojom ciel. Výmenný kurz eura sa na devízových trhoch zhodnotil tak voči americkému doláru (o 2,8 %), ako aj v obchodne váženom vyjadrení (o 2,1 %). Odrážalo to zohľadnenie očakávania nižších sadzieb v Spojených štátoch a zlepšenia sentimentu voči euru, ktorý podporili pomerne silné fundamenty eurozóny v prostredí obáv z americkej colnej politiky a fiškálnej udržateľnosti.

Krátkodobé bezrizikové sadzby v eurozóne sa počas sledovaného obdobia zvýšili, zatiaľ čo dlhodobejšie bezrizikové sadzby zostali celkovo nezmenené (graf 14). Referenčná sadzba €STR dosiahla na konci sledovaného obdobia úroveň 1,92 % v nadväznosti na júnové rozhodnutie Rady guvernérov znížiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázičných bodov a následné júlové rozhodnutie ponechať ich bez zmeny. Nadbytočná likvidita sa znížila približne o 57 mld. € na 2 651 mld. €. Vývoj odrážal predovšetkým pokračujúci pokles portfólií cenných papierov držaných na účely menovej politiky, ktorý bol čiastočne kompenzovaný poklesom záväzkov denominovaných v eurách, ako sú štátne dlhopisy. Po júnovom a júlovom zasadnutí Rady guvernérov sa výrazne zvýšili najmä veľmi krátkodobé forwardové sadzby. Po júlovom zasadnutí sa krátkodobé očakávania úrokových sadzieb postupne zvyšovali, pričom výhľad úrokových sadzieb naznačoval obmedzenú reakciu na prichádzajúce správy o amerických clách, napríklad na oznámenie o obchodnej dohode medzi Európskou úniou a Spojenými štátmi z 27. júla, či na geopolitické napätie na Blízkom východe. Do konca sledovaného obdobia forwardová krivka zohľadnila kumulatívne zníženie úrokových sadzieb o 8 bázičných bodov do konca roka 2025 a klesla oproti 25 bázičným bodom započítaným na začiatku tohto obdobia. Forwardová krivka €STR po roku 2027 zostala celkovo nezmenená.

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).

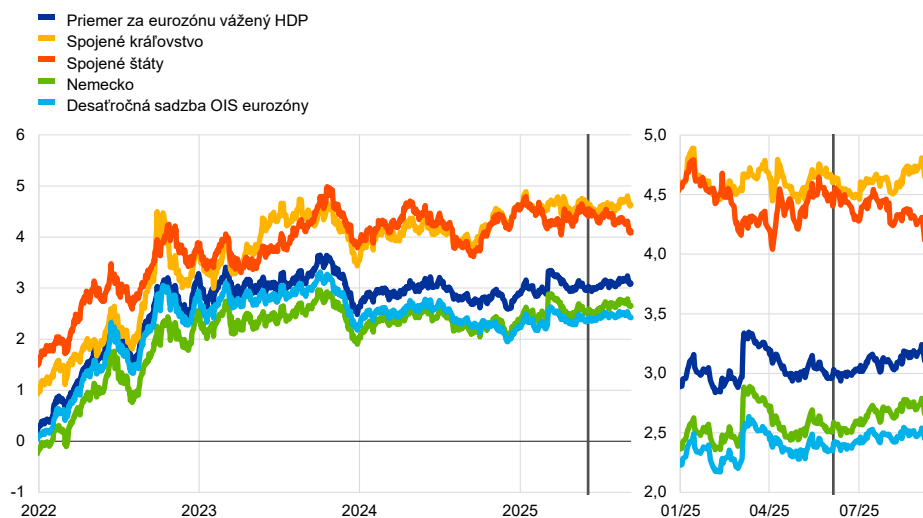
Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov sa ku koncu sledovaného obdobia zvýšili, pričom spredy výnosov sa mierne zväčšili (graf 15 a 16).

Desaťročná nominálna sadzba OIS zostala v sledovanom období napriek istej fluktuácii celkovo nezmenená na úrovni 2,4 %. Zväčša stabilné zostali aj dlhodobé reálne sadzby, keďže účastníci trhu zaujali celkovo neutrálny postoj k makroekonomickým a geopolitickým správam počas sledovaného obdobia. Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP stúpili o 6 bázičných bodov na úroveň okolo 3,1 %. Na konci sledovaného obdobia sa spredy výnosov štátnych dlhopisov voči bezrizikovým sadzbám OIS rozšírili, pričom celkový nárast o 6 bázičných bodov odrážal globálne preceňovanie čiastočne spôsobené obavami o fiškálnu udržateľnosť vo vyspelých ekonomikách. V tejto súvislosti účastníci trhu venovali zvýšenú pozornosť fiškálnemu vývoju, najmä vo Francúzsku, kde oznámené hlasovanie o dôvere plánované na začiatok septembra vyvolalo obavy z oneskorenia fiškálnej konsolidácie. Výnosy francúzskych štátnych dlhopisov sa zvýšili o 20 bázičných bodov a na konci sledovaného obdobia dosiahli úroveň okolo 3,5 %. Výnosy talianskych štátnych dlhopisov sa naopak znížili o 6 bázičných bodov, čím sa posilnil dlhodobější trend konvergenzie úrovne spreadov francúzskych a talianskych štátnych dlhopisov. Zatiaľ čo globálne preceňovanie smerovalo nahor, výnosy amerických desaťročných štátnych dlhopisov klesli v sledovanom období približne o 35 bázičných bodov na úroveň 4,1 %. Tento pokles bol spôsobený predovšetkým oproti očakávaniam horšími údajmi o zamestnanosti zverejnenými na konci júla a augusta, čo spôsobilo výrazné prehodnotenie krátkodobých očakávaní menovopolitickej úrokovej sadzby v Spojených štátoch smerom nadol. Viedlo to k zúženiu diferenciálu medzi dlhodobými úrokovými sadzbami v eurozóne a v Spojených štátoch približne o 35 bázičných bodov.

Graf 15

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

(v % p. a.)



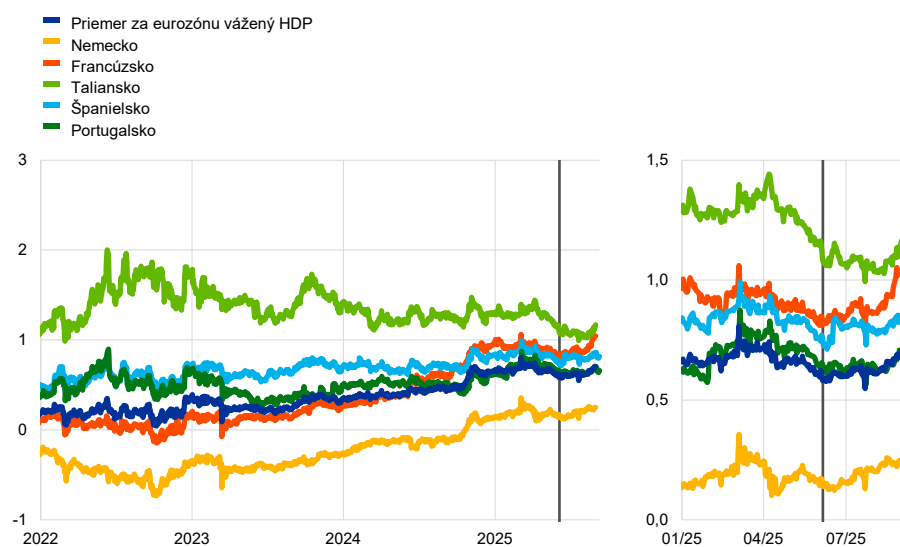
Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (5. jún 2025). Posledné údaje sú z 10. septembra 2025.

Graf 16

Spready výnosov desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny v porovnaní s desaťročnou sadzbou OIS založenou na €STR

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (5. jún 2025). Posledné údaje sú z 10. septembra 2025.

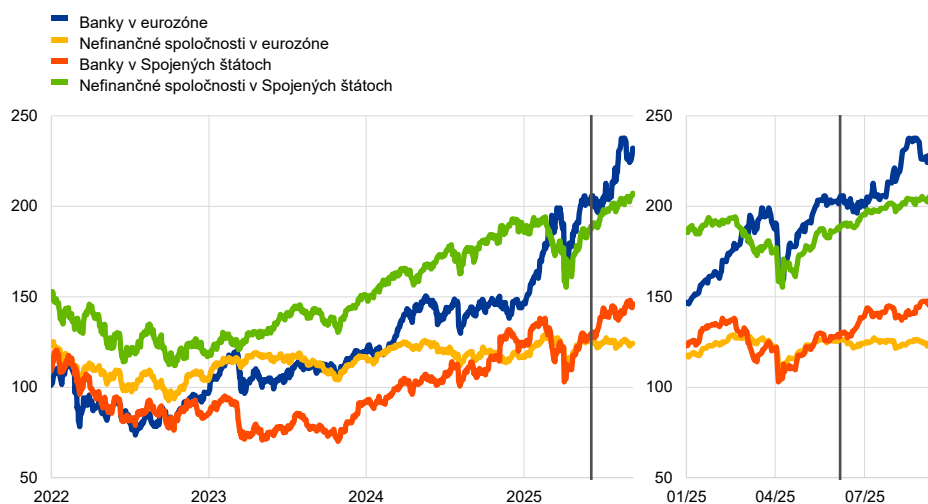
Akciové trhy v eurozóne počas sledovaného obdobia obchodovali prevažne horizontálne a výrazne zaostávali za americkými náprotivkami (graf 17). Indexy akciových trhov eurozóny sa počas celého sledovaného obdobia nemenili, pričom subindex nefinančných spoločností klesol o 1,5 % a ceny akcií bánk stúpili o 13,6 %. Široké indexy eurozóny rástli vďaka výraznému zhodnoteniu finančných spoločností,

ktoré profitovali zo zvyšovania výnosových kriviek a vyšších obchodných ziskov a celkovo kompenzovali nevýrazný vývoj akcií nefinančných spoločností. Naopak, americké akciové indexy posilnili približne o 10 %, pričom v prípade bánk vzrástli o 14,6 % a v prípade nefinančných spoločností o 10,6 %. Tento rozdiel medzi akciovými trhami v eurozóne a Spojených štátoch bol čiastočne dôsledkom obnoveného záujmu o akcie amerických technologických firiem podporeného obdobím vysokých ziskov. Podniky eurozóny s vyššou expozíciou príjmov voči Spojeným štátom dosiahli výrazne horšie výsledky než menej exponované podniky, čo odzrkadľuje očakávania vplyvu ciel na budúce zisky. Oznámenie obchodnej dohody medzi Spojenými štátmi a Európskou úniou 27. júla, ktorou sa zavádzajú 15 % clá na vývoz z únie do Spojených štátov, malo len malý okamžitý účinok, čo naznačuje, že trhy do veľkej miery očakávali jej vplyv na zisky podnikov.

Graf 17

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2020 = 100)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (5. jún 2025). Posledné údaje sú z 10. septembra 2025.

Na trhoch s podnikovými dlhopismi sa spready dlhopisov investičného stupňa a dlhopisov s vysokým výnosom ďalej zúžili a úplne sa zotavili z prudkého nárastu na začiatku tohto roka súvisiaceho so zavedením ciel. Napriek zvýšenej neistote sa na trhu s podnikovými dlhopismi v sledovanom období zlepšil rizikový sentiment, pričom spready v segmentoch dlhopisov investičného stupňa a dlhopisov s vysokým výnosom sa zúžili približne o 11, respektíve 17 bázických bodov. V segmente dlhopisov s vysokým výnosom sa spready dlhopisov nefinančných spoločností znížili o 24 bázických bodov, zatiaľ čo spready dlhopisov emitovaných finančnými inštitúciami sa zvýšili približne o 41 bázických bodov.

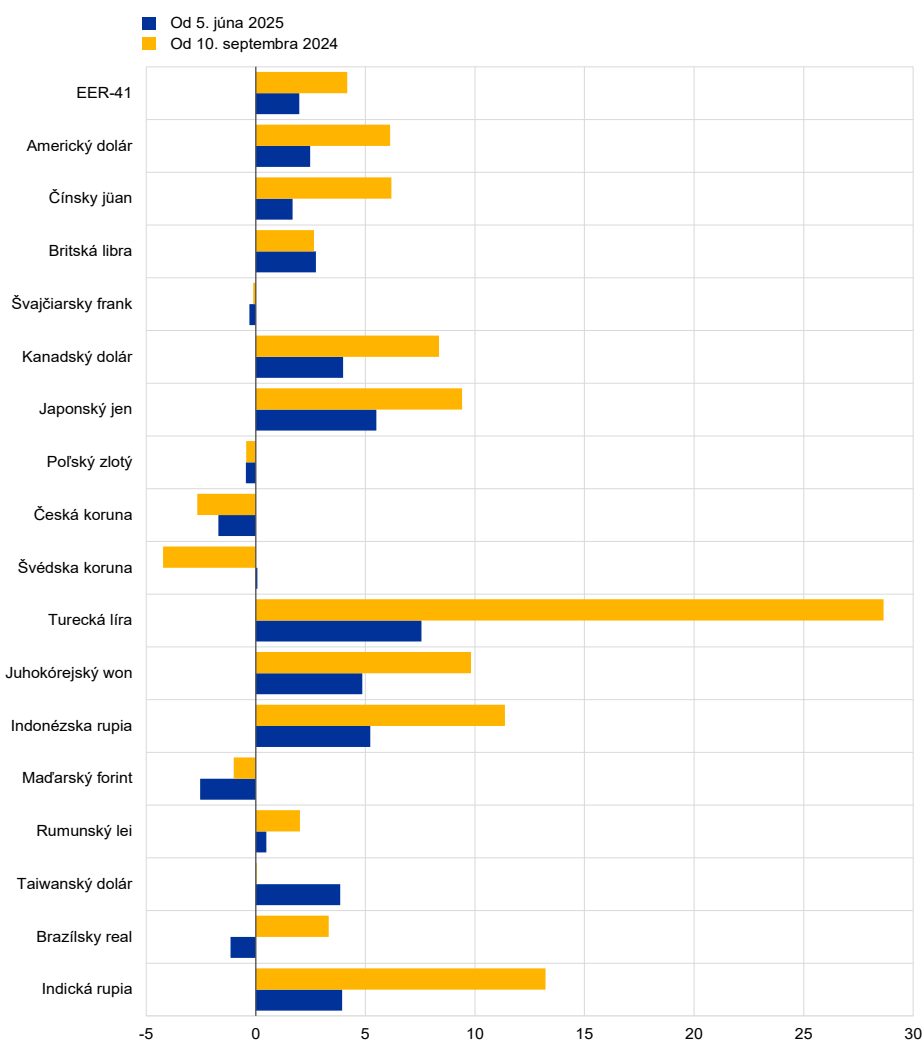
Na devízových trhoch sa euro posilnilo voči americkému doláru aj v obchodnej váženom vyjadrení (graf 18). Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa počas sledovaného obdobia posilnil o 2,1 %. Zhodnocovanie eura malo celkovo široký záber, keď sa posilnilo voči väčšine mien vyspelých aj rozvíjajúcich sa trhových ekonomík. Voči japonskému jenu sa posilnilo o 5,2 %, čo čiastočne odrážalo neistotu týkajúcu sa

politického výhľadu a menovej politiky Japonska. Naopak, mierne sa oslabilo (o 0,3 %) voči švajčiarskemu franku, ktorý je v obdobiach zvýšenej neistoty považovaný za bezpečný prístav. Voči americkému doláru euro posilnilo o 2,8 % v dôsledku očakávaní znižovania úrokových sadzieb v Spojených štátoch a zlepšenia sentimentu voči euru, ktoré v prostredí obáv spojených s americkou colnou politikou a fiškálnou udržateľnosťou podporili relatívne silné fundamenty eurozóny. Po uzavretí obchodnej dohody medzi Spojenými štátmi a Európskou úniou koncom júla sa zmiernila neistota na trhoch, čo prispelo k dočasnému prudkému znehodnoteniu eura a obnoveniu dopytu po americkom dolári. Euro zároveň ďalej citlivo reagovalo na zmeny v očakávaniach trhu ohľadom menovej politiky Spojených štátov, pričom ho posilnili horšie údaje z amerického trhu práce začiatkom augusta, keď trhy upravili svoje očakávania úrokových sadzieb v Spojených štátoch.

Graf 18

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: EER-41 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená posilnenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané podľa výmenných kurzov z 10. septembra 2025.

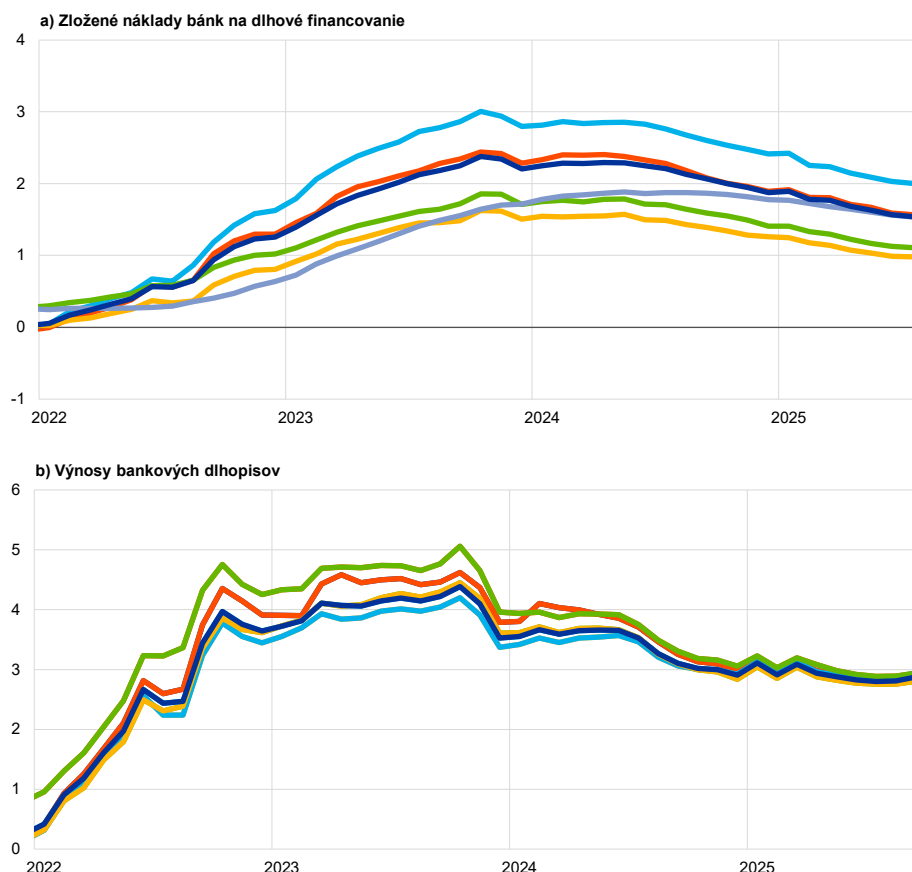
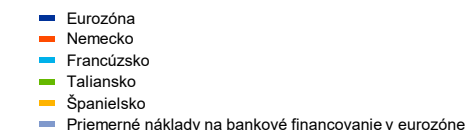
Predchádzajúce zníženia úrokových sadzieb sa aj v priebehu júla ďalej odrážali v nižších nákladoch na bankové financovanie a podnikové úvery. Priemerné úrokové sadzby nových podnikových úverov sa znížili na 3,5 %, zatiaľ čo priemerné úrokové sadzby nových hypoték pre domácnosti dosahovali 3,3 % a od začiatku roka zostali v podstate na rovnakej úrovni. Rast úverov podnikom a domácnostiam sa naďalej postupne oživoval, no sčasti aj pre vysokú neistotu zostal hlboko pod historickými priemermi. Rast emisie podnikových dlhopisov sa zrýchlil. Počas sledovaného obdobia od 5. júna do 10. septembra 2025 sa v dôsledku zníženia spreadov podnikových dlhopisov, respektíve nižšej trhovej rizikovej prémie znížili náklady podnikov na dlhové financovanie na trhu aj náklady na financovanie akciovým kapitálom. Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu (M3) sa najmä pre odliv z nebankového finančného sektora oslabila a v júli dosiahla 3,4 %.

Náklady bánk na financovanie sa do júla 2025 ďalej pomaly znižovali, čo odzrkadľovalo predchádzajúce zníženia menovopolitických úrokových sadzieb. Zložené náklady bánk eurozóny na dlhové financovanie, t. j. index, ktorý meria marginálne náklady bánk na financovanie, v júli mierne klesli (graf 19, panel a), čo odrážalo pokračujúce prenášanie minulých znížení úrokových sadzieb ECB do úrokových sadzieb vkladov a medzibankových úrokových sadzieb. Výnosy bankových dlhopisov sa od začiatku roka pohybovali na úrovniach okolo 3,0 % v prostredí dočasne vyššej volatility na finančných trhoch, čo súviselo najmä s neistotou spojenou s americkými clami, ktorá sa aktuálne sčasti vyriešila (graf 19, panel b). Zložená úroková sadzba vkladov naďalej klesala a v júli dosiahla hodnotu 0,9 %, čo predstavuje zníženie oproti maximu 1,4 % z mája 2024. Tento pokles bol spôsobený nižšími úrokovými sadzbami termínovaných vkladov podnikov a domácností a v menšej miere aj ich jednodňových vkladov. Napriek tomu, že rozdiel v úročení medzi termínovanými vkladmi a jednodňovými vkladmi pre podniky aj domácnosti zostáva výrazný, od maxima z októbra 2023 sa postupne zmenšuje.

Graf 19

Zložené náklady bánk na financovanie vo vybraných krajinách eurozóny

(v % za rok)



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

Poznámka: Zložené náklady bánk na financovanie sú priemerom nákladov na nové obchody zahŕňajúce jednoduché vklady, vklady s výpovednou lehotou, termínované vklady, dlhopisy a medzibankové pôžičky, vážených ich príslušnými zostatkami. Pri priemerných nákladoch bánk na financovanie sa používajú rovnaké váhy, ale vychádzajú zo sadzieb nesplatených vkladov a medzibankového financovania a z výnosov do splatnosti pri emisii dlhopisov. Výnosy bankových dlhopisov predstavujú mesačné priemery dlhopisov nadriadenej tranže. Posledné údaje o zložených nákladoch bánk na dlhové financovanie sú z júla 2025 (panel a) a o výnosoch bankových dlhopisov z 3. septembra 2025 (panel b).

Sadzbý bankových úverov pre podniky naďalej klesali, i keď pomalšie, zatiaľ čo sadzby hypotekárnych úverov pre domácnosti zostali v podstate bez zmeny, čo odzrkadľovalo rozdiely v obdobiach fixácie úverov. Náklady na

bankové úvery pre nefinančné spoločnosti (NFC) klesli v júli na 3,5 %, čo oproti ich maximu z októbra 2023 predstavuje pokles približne o 1,8 percentuálneho bodu (graf 20, panel a). Tento pokles bol v jednotlivých krajinách eurozóny rôzny a odlišoval sa v závislosti od splatnosti, pričom najvýraznejší bol pri strednodobých úveroch so splatnosťou od jedného do piatich rokov, v dôsledku viacerých veľkých podnikových úverov. Spread medzi úrokovými sadzbami malých a veľkých úverov podnikom sa v júli zúžil. Náklady na úvery na bývanie pre domácnosti zostali v júli v podstate stabilné na úrovni 3,3 %, približne 80 bázických bodov pod ich maximom z novembra 2023, s menšími rozdielmi v jednotlivých krajinách (graf 20, panel b).

Rozdiel medzi sadzbami úverov pre domácnosti a pre podniky vyplýva z odlišnej dĺžky fixácie úverov. Úvery domácnostiam mávajú v mnohých jurisdikciách zvyčajne dlhšiu fixáciu, takže sú menej citlivé na výkyvy krátkodobých trhových sadzieb. Rozdiel medzi úrokovými sadzbami podnikových a hypotekárnych úverov sa paralelne s prudším stúpaním výnosovej krivky ďalej zmenšoval, pričom jeho aktuálna úroveň je o 116 bázických bodov pod historickým maximom z marca 2024.

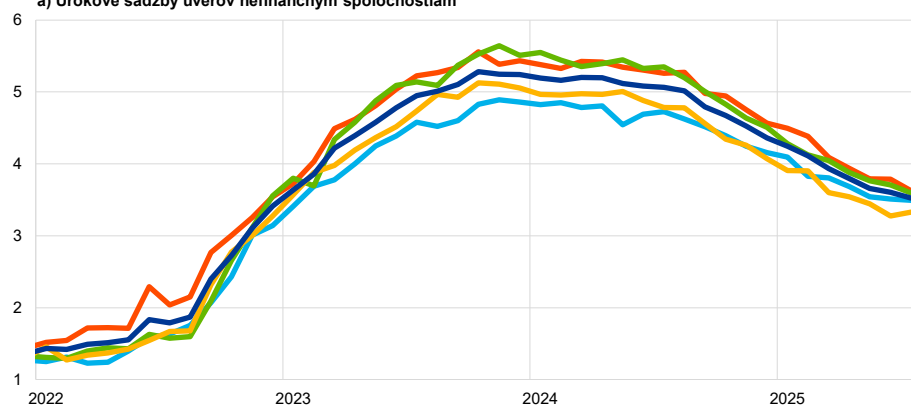
Graf 20

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

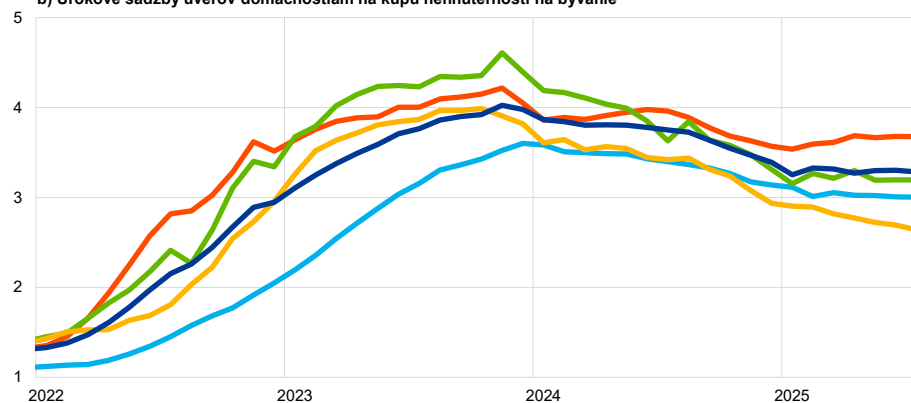
(v % za rok)

- Eurozóna
- Nemecko
- Francúzsko
- Taliansko
- Španielsko

a) Úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam



b) Úrokové sadzby úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

Poznámka: 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 júla 2025.

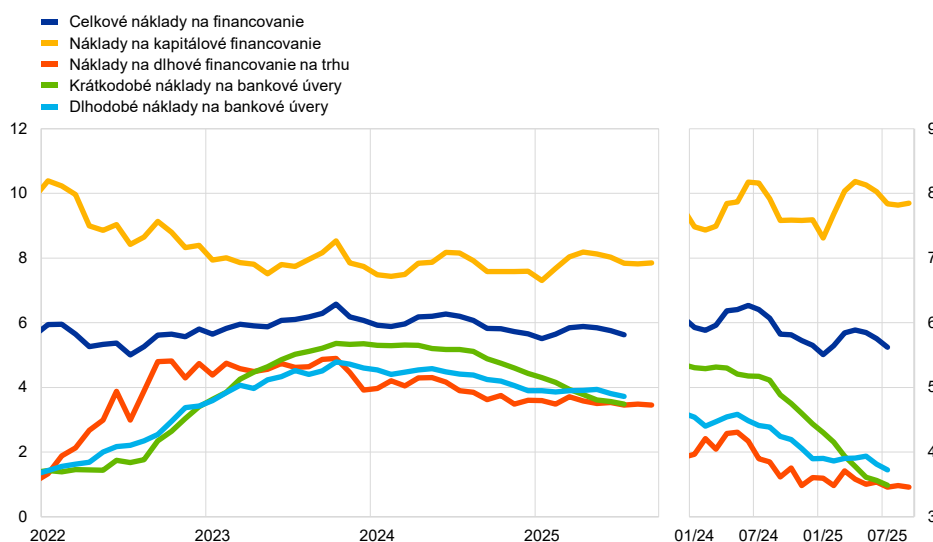
V období od 5. júna do 10. septembra 2025 sa náklady podnikov na trhové dlhové financovanie aj na kapitálové financovanie znížili. Celkové náklady nefinančných spoločností na financovanie – teda zložené náklady na bankové úvery, dlhové financovanie na trhu a kapitálové financovanie – v júli klesli na 5,6 %

v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom (graf 21).⁸ Hlavným faktorom poklesu celkových nákladov na financovanie bol predovšetkým výrazný pokles nákladov na kapitálové financovanie. Menší pokles bol zaznamenaný aj vo všetkých ostatných komponentoch nákladov. Denné údaje za sledované obdobie od 5. júna do 10. septembra 2025 ukazujú ďalší pokles nákladov podnikov na trhové dlhové financovanie a prudšie aj na kapitálové financovanie. Pokles nákladov na trhové dlhové financovanie bol spôsobený znížením spreadov podnikových dlhopisov v segmente investičných dlhopisov a ešte výraznejšie v segmente dlhopisov s vysokým výnosom. Náklady na kapitálové financovanie sa v rovnakom období znížili vďaka poklesu trhovej rizikovej prémie, zatiaľ čo dlhodobá bezriziková sadzba, aproximovaná desaťročnou sadzbou jednodňových indexových swapov, zostala stabilná.

Graf 21

Nominálne náklady na vonkajšie financovanie podnikov v eurozóne podľa zložiek

(v % za rok)



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 vážený priemer dlhodobých a krátkodobých nákladov na bankové úvery (mesačné priemerné údaje), dlhové financovanie na trhu a kapitálové financovanie (údaje z konca mesiaca) na základe ich príslušných zostatkov. Posledné údaje sú z 10. septembra 2025 v prípade nákladov na financovanie dlhu na trhu a nákladov na kapitálové financovanie (denné údaje) a z júla 2025 v prípade celkových nákladov na financovanie a nákladov na bankové úvery (mesačné údaje).

Rast úverov podnikom a domácnostiam sa do konca júla postupne oživil, pričom vykazuje známky ustálenia a zostáva pod historickými priermi.

Ročná miera rastu bankových úverov podnikom sa po zvýšení na 2,5 % v máji a na 2,7 % v júni okrajovo zvýšila v júli 2025 na 2,8 %. Stále však zostáva pod svojím historickým priemerom 4,3 % (graf 22, panel a). Postupné zvyšovanie ročnej miery rastu odráža konvergenciu k stabilnej krátkodobej dynamike. V tomto kontexte sa čistá emisia podnikových dlhopisov zvýšila z júnových 3,4 % na 4,1 % v júli. Čistá emisia v júli zodpovedala priemeru pozorovanému od začiatku roka, čo poukazuje na stabilizáciu vývoja v tomto zdroji financovania. Stabilná zostáva aj aktuálna krátkodobá dynamika úverov domácnostiam. Ročná miera rastu úverov

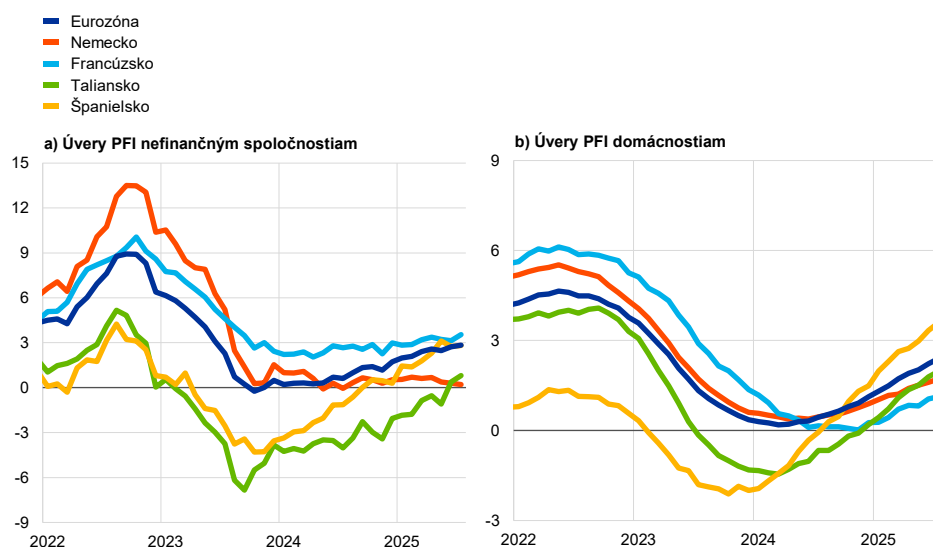
⁸ Vzhľadom na oneskorenú dostupnosť údajov o nákladoch na bankové úvery sú údaje o celkových nákladoch nefinančných spoločností na financovanie k dispozícii len do júla 2025.

domácnostiam sa postupne zvyšovala, pričom z júnových 2,2 % sa v júli dostala na úroveň 2,4 %. Stále však výrazne zaostáva za historickým priemerom 4,1 % (graf 22, panel b). K tomuto rastovému trendu prispeli najmä úvery domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie, zatiaľ čo rast spotrebiteľských úverov zotrval v júli stabilne na úrovni 4,6 %. Zdá sa však, že oživenie v oblasti úverov domácnostiam stráca dynamiku, čo naznačujú slabšie mesačné toky spôsobené hlavne hypotekárnymi úvermi napriek pretrvávajúcemu dopytu po bývaní vyplývajúceho z údajov z prieskumov. Ostatné druhy úverov domácnostiam vrátane úverov pre živnostníkov zostali naďalej slabé. Nálada domácností, pokiaľ ide o prístup k úverom, zostala vo všeobecnosti stabilná. Podľa [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#) ECB sa vnímanie dostupnosti úverov v júni a júli celkovo nezmenilo, domácnosti však uvádzali zvyšujúce sa ťažkosti so splácaním hypoték. Do budúcnosti domácnosti očakávajú, že prístup k úverom sa v nasledujúcich 12 mesiacoch nezmení.

Graf 22

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

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

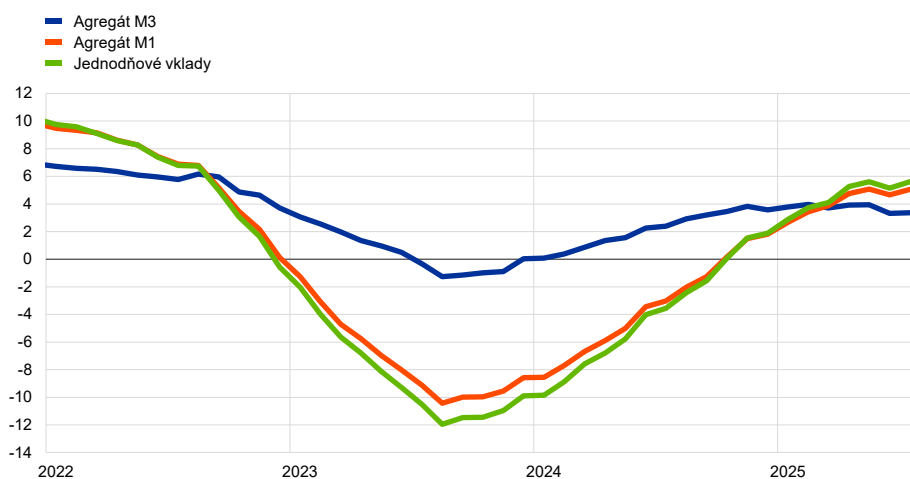
Rast širokého peňažného agregátu (M3) sa od mája spomalil (graf 23). Ročná miera rastu M3 dosiahla v júli 3,4 %, čo je pod priemerom 3,9 % zaznamenaným v prvých piatich mesiacoch roka 2025. Ročná miera rastu úzkeho peňažného agregátu (M1), ktorý zahŕňa najlikvidnejšie zložky M3, bola v júli na úrovni 5,0 %, okolo ktorej sa pohybuje už od apríla. Zdá sa, že v aktuálnej dynamike M3 zohrávali dôležitú úlohu volatilné položky mimo jadra M3. Z pohľadu jednotlivých zložiek bol júlový údaj ovplyvnený odlevom vkladov v držbe nebankových finančných inštitúcií, čo čiastočne odrážalo zvýšenú volatilitu. Naopak príspevok domácností a podnikov zostal celkovo stabilný. V prostredí neistoty oba sektory viac uprednostňovali likviditu a v súlade s tým zvýšili držbu jednoduchých vkladov. Domácnosti a firmy navyše dočasne prerušili čisté výbery termínovaných vkladov, čo korešponduje s možnou

stabilizáciou výnosov týchto vkladov. Z pohľadu protistrán údaje za júl odrážajú pretrvávajúcu volatilitu v poskytovaní bankových úverov podnikom, čisté zahraničné odlivy a ďalšie volatilné, neštrukturálne komponenty.

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 júla 2025.

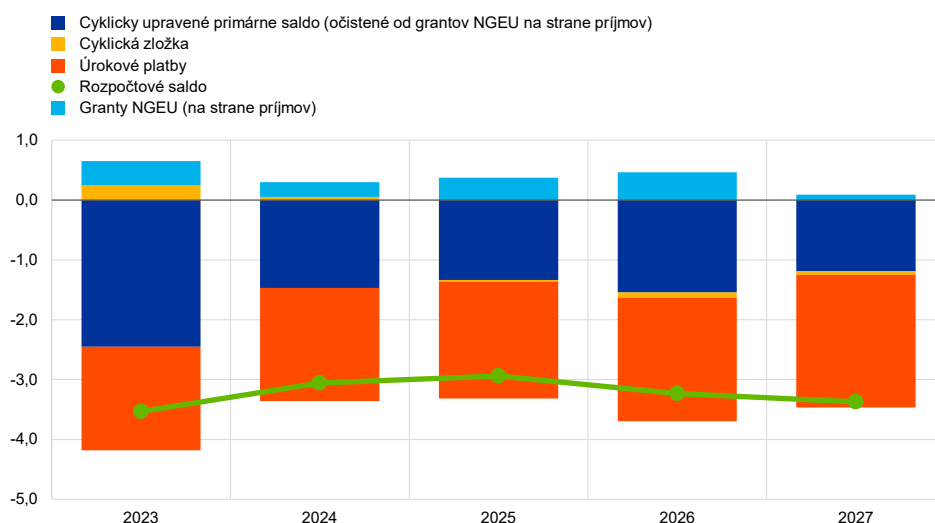
Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2025 by mal deficit rozpočtu verejnej správy, ktorý bol v roku 2024 na úrovni 3,1 % HDP, klesnúť v roku 2025 na 2,9 % a potom v roku 2027 výrazne stúpnuť na 3,4 %. Predpokladá sa, že fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2025 sprísni len mierne, v roku 2026 sa uvoľní a v roku 2027 sa opäť o niečo výraznejšie sprísni. Za predpokladaným uvoľnením v roku 2026 budú stáť najmä vyššie verejné investície. Sprísnenie v roku 2027 odráža predovšetkým nižšie predpokladané výdavky verejnej správy v súvislosti s ukončením poskytovania grantov v rámci nástroja Next Generation EU (NGEU). Pomer dlhu k HDP v eurozóne vykazuje rastúci trend a predpokladá sa, že do roku 2027 dosiahne úroveň takmer 90 % HDP, keďže pokračujúce primárne deficity a kladné úpravy vzťahu deficitu a dlhu viac než vyvažujú priaznivé diferenciály medzi úrokovými sadzbami a rastom.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2025 by sa rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny počas sledovaného obdobia malo zhoršiť (graf 24).⁹ Rozpočtový deficit eurozóny klesol z 3,5 % HDP v roku 2023 na 3,1 % HDP v roku 2024. Dôvodom bolo zrušenie väčšiny zvyšných fiškálnych opatrení na podporu energetiky a inflácie. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, očakáva sa, že v roku 2025 rozpočtový deficit klesne na 2,9 % HDP, no v roku 2026 sa zvýši na 3,2 % HDP a v roku 2027 ďalej na 3,4 % HDP. Tento nárast je spôsobený najmä vyššími úrokovými platbami, keďže splatný dlhodobejší dlh sa refinancuje za vyššie úrokové sadzby, ale aj miernym zhoršením cyklicky upraveného primárneho salda a cyklickej zložky.

Graf 24

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



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

⁹ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2025, zverejnené 11. septembra 2025 na internetovej stránke ECB.

V porovnaní s júnovými projekciami bolo rozpočtové saldo revidované nahor pre celé sledované obdobie, predovšetkým však od roku 2026. Toto zlepšenie vyplýva z očakávaní, že v roku 2026 sa posilní diskrečná fiškálna politika, ktorá sa potom v roku 2027 čiastočne zmierni. Fiškálne sprísnenie vyplýva najmä z nahor upravených čistých nepriamych daní v Nemecku v kontexte diskusie o rozpočte na rok 2026. Tieto úpravy súvisia s menším znížením dane z elektriny a menším zvýšením dotácií (v súvislosti so sieťovým poplatkom), než sa pôvodne schválilo. Medzi ďalšie zdroje úprav patrí nižší očakávaný rast verejnej spotreby (v porovnaní s nominálnym potenciálnym HDP) najmä vo Francúzsku, ale aj v Španielsku, ako aj vyššie priame zdanenie domácností vo Francúzsku. V porovnaní s júnovým predpokladom mierne menej prísna fiškálna pozícia v roku 2027 odráža najmä úpravy nahor v položkách verejnej spotreby a fiškálnych transferov vo viacerých krajinách, najmä v Taliansku a Holandsku. V dôsledku toho bol rozpočtový deficit eurozóny ako percentuálny podiel HDP zrevidovaný nadol: o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2026 a o 0,1 percentuálneho bodu na roky 2025 a 2027.

Fiškálna pozícia eurozóny by sa v roku 2025 mala len mierne sprísniť, v roku 2026 by sa mala uvoľniť a v roku 2027 opäť o niečo výraznejšie sprísniť.¹⁰ Po výraznom sprísnení v roku 2024 v dôsledku nediskrečných faktorov a fiškálnych opatrení sa v roku 2025 počíta len s miernym sprísnením fiškálnej pozície, ktoré súvisí najmä s diskrečnými opatreniami na strane príjmov. Opatrenia zahŕňajú zvýšenie príspevkov na sociálne zabezpečenie a v menšej miere tiež vyššie nepriame a priame dane. Toto zvýšenie daní čiastočne kompenzuje pokračujúci rast verejných výdavkov. V roku 2026 sa predpokladá uvoľnenie fiškálnej pozície, najmä v dôsledku vyšších verejných investícií. Tento vývoj je odrazom vyšších výdavkov na obranu a infraštruktúru, ktoré už boli zahrnuté do východiskového scenára júnových projekcií, najmä v Nemecku (2026 – 2027), ako aj vysokého rastu investícií financovaných z nástroja Next Generation EU (NGEU) v Taliansku, Španielsku a v ďalších krajinách. Sprísnenie fiškálnej pozície po úprave o NGEU v roku 2027 odráža predovšetkým nižšie predpokladané verejné výdavky, keďže sa skončí platnosť grantového financovania z NGEU.

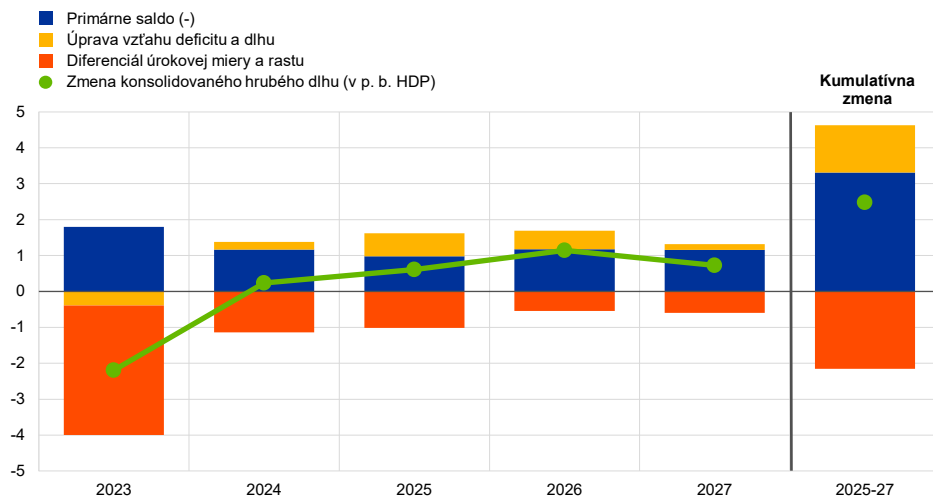
Predpokladá sa, že pomer dlhu k HDP eurozóny sa bude postupne zvyšovať z 87,4 % v roku 2024 na takmer 90 % v roku 2027 (graf 25). Pomer dlhu k HDP v eurozóne počíta s rastúcim trendom, keďže pokračujúce primárne deficity a kladné úpravy deficitu a dlhu prevážia priaznivé, hoci rastúce, diferenciály úrokových sadzieb a rastu. V porovnaní s júnovými projekciami bol pomer dlhu upravený nadol, a to najmä z dôvodu nižších kumulatívnych primárnych deficitov.

¹⁰ Fiškálna pozícia odráža smerovanie a rozsah vplyvu fiškálnych stimulov na hospodárstvo nad rámec automatickej reakcie verejných financií na vývoj obchodného cyklu. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Keďže vyššie rozpočtové príjmy súvisiace s grantmi v rámci nástroja NGEU z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa očisťuje od týchto príjmov. Koncepcia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom [The euro area fiscal stance](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

Graf 25

Faktory zmeny dlhu verejnej správy eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



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

Návrhy rozpočtových plánov na rok 2026, ktoré by vlády krajín Európskej únie mali predložiť do 15. októbra 2025, by mali tvoriť základ pre realizáciu strednodobých fiškálnych plánov. Vlády by mali zabezpečiť udržateľnosť verejných financií v súlade s rámcom správy hospodárskych záležitostí EÚ a súčasne prioritizovať strategické investície a základné štrukturálne reformy podporujúce rast. V nasledujúcich rokoch bude v eurozóne potrebné konsolidovať verejné financie, a to spôsobom priaznivým pre hospodársky rast.

Boxy

1 Do akej miery je eurozóna citlivá na obmedzenie vývozu prvkov vzácnych zemín z Číny?

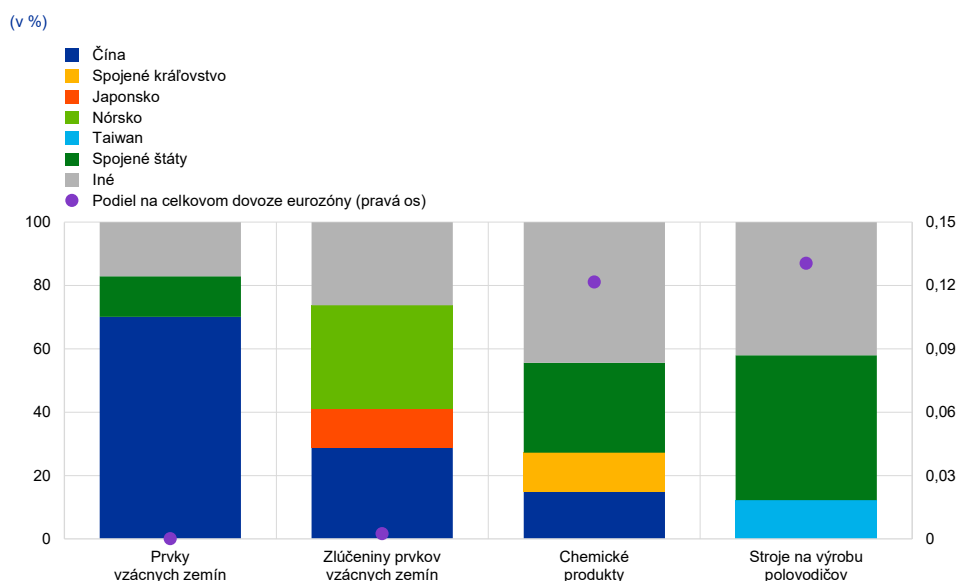
Mattia Banin, Mario D'Agostino, Vanessa Gunnella a Laura Lebastard

Čína 4. apríla 2025 zaviedla vývozné obmedzenia na prvky vzácnych zemín, čo niektorým firmám spôsobilo výrobné problémy. Tieto opatrenia boli zavedené ako odvetu za zvýšené clá Spojených štátov na čínsky tovar počas eskalácie obchodného napätia medzi Spojenými štátmi a Čínou. Obmedzujú čínsky vývoz prvkov vzácnych zemín, zlúčenín a súvisiacich produktov, ako sú napríklad permanentné magnety, ktoré sa používajú v obrannom priemysle, výrobe elektrických vozidiel, energetike a elektronike (Európska komisia, 2020). Toto rozhodnutie spôsobilo ponukový šok: v máji klesli čínske dodávky magnetov vzácnych zemín v porovnaní s predchádzajúcim rokom približne o 75 %, čo prinútilo niektoré automobilky pozastaviť výrobu.

Eurozóna je v súvislosti s čínskym vývozom prvkov vzácnych zemín vystavená rizikám v dodávateľských reťazcoch – je závislá od ich priameho dovozu z Číny a nepriamych dodávok prostredníctvom tretích strán. Čína, ktorá produkuje 95 % svetových prvkov vzácnych zemín, je dominantným hráčom na svetovom trhu. Má zároveň ústredné postavenie pri rafinácii ďalších dôležitých surovín ako lítium a kobalt (Medzinárodná energetická agentúra, 2024). To všetko podčiarkuje kľúčovú úlohu Číny v globálnych dodávateľských reťazcoch a zároveň poukazuje na zraniteľnosť eurozóny voči geopolitickému napätiu (Výbor pre medzinárodné vzťahy, Pracovná skupina pre otvorenú strategickú autonómiu, 2023; Attinasi et al., 2025). Až 70 % dovozu vzácnych zemín do eurozóny pochádza z Číny. (graf A, prvý stĺpec). Aj v prípadoch, keď eurozóna získava sekundárne produkty obsahujúce prvky vzácnych zemín z iných krajín ako Čína (graf A, druhý až štvrtý stĺpec), dodávatelia sú pri samotných prvkoch vzácnych zemín výrazne závislí od Číny. Napríklad Spojené štáty dovážajú z Číny 80 % svojich prvkov vzácnych zemín, takže eurozóna zostáva nepriamo vystavená čínskym dodávateľským reťazcom aj pri dovoze amerických produktov, v ktorých sa tieto prvky používajú.

Graf A

Dovážané produkty, ktorých sa dotýkajú čínske vývozné obmedzenia



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Prvky vzácnych zemín majú kód (podľa šesťmiestnej úrovne klasifikácie harmonizovaného systému Svetovej colnej organizácie) HS 280530, zlúčeniny prvkov vzácnych zemín majú kód HS 284690, chemické produkty majú kód HS 382499 a stroje na výrobu polovodičov majú kód HS 848690. Údaje sú za rok 2024.

Výpadok dodávok prvkov vzácnych zemín by ovplyvnil podstatnú časť výrobného priemyslu a mal by rozsiahle negatívne vedľajšie účinky. Prvky vzácnych zemín zohrávajú kľúčovú úlohu pri výrobe špecifického tovaru vrátane automobilov, počítačov a telefónov v odvetviach, ktoré sú kľúčové pre výrobný reťazec eurozóny. Sieťová analýza založená na databáze dodávateľsko-odberateľských vzťahov spoločností zostavenej agentúrou Bloomberg naznačuje, že viac ako 80 % veľkých európskych firiem delia od čínskych výrobcov prvkov vzácnych zemín najviac traja sprostredkovatelia (graf B).^{1,2} Podľa údajov len niekoľko firiem v eurozóne nakupuje tieto prvky priamo od čínskych dodávateľov – napríklad Airbus a BASF. Približne štvrtina firiem, vrátane Volkswagen, Renault a Telefónica, je závislých len od jedného sprostredkovateľa. Sprostredkovateľmi sú často americké technologické firmy, ktoré vyrábajú produkty s prvkami vzácnych zemín dodávanými čínskymi spoločnosťami. Závislosť od nepriamych dodávateľských reťazcov zvyšuje expozíciu spoločností v eurozóne voči potenciálnym narušeniam, keďže aj menšie prerušenia čínskeho vývozu sa môžu cez sprostredkovateľov kaskádovito preniesť a zasiahnuť široké spektrum odvetví.

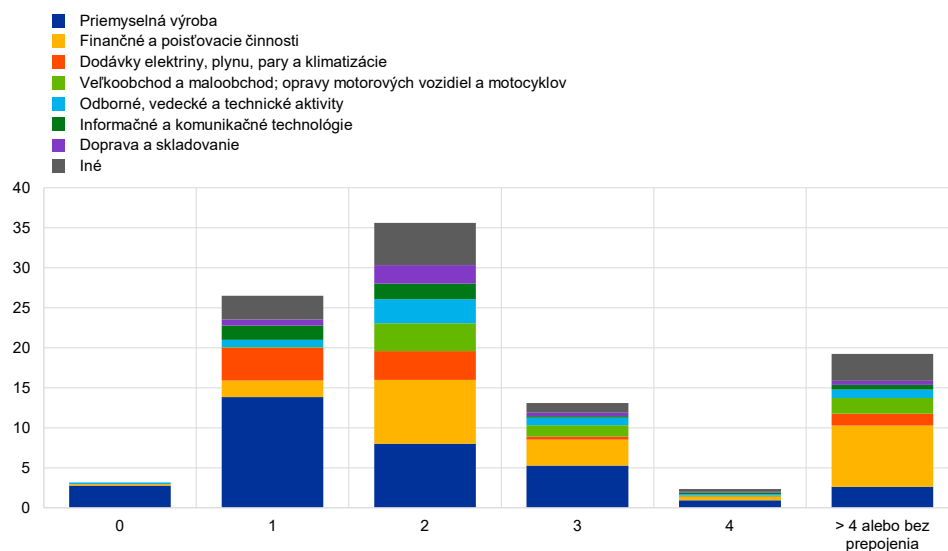
¹ Databáza obsahuje približne 12 300 firiem z eurozóny. Firmy z eurozóny nie sú úplne reprezentatívne, keďže ide o veľmi veľké nadnárodné spoločnosti s vysokým počtom dodávateľov. V prípadoch, keď sú dostupné údaje o príjmoch, ide o 30 % príjmov eurozóny (40 % v prípade samotného sektora priemyselnej výroby), tieto podniky teda môžu zohrávať významnú úlohu v celkovej ekonomickej aktivite. Akékoľvek narušenie ich výroby by ovplyvnilo aj ekosystém menších firiem, ktoré sú od nich závislé v rámci dodávateľského reťazca.

² Pre porovnanie, medzi firmami z eurozóny a výrobcami ropy stoja v priemere rovnako približne traja sprostredkovatelia.

Graf B

Počet sprostredkovateľov medzi firmami z eurozóny a čínskymi dodávateľmi prvkov vzácných zemín

(percentuálne podiely firiem z eurozóny, vážené príjmami)



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

Poznámka: Firms sú rozdelené do kategórií podľa sektorov NACE (štatistická klasifikácia ekonomických činností v Európskom spoločenstve). Graf znázorňuje prepojenia dodávateľských reťazcov medzi firmami z eurozóny a čínskymi producentmi prvkov vzácných zemín v období rokov 2020 až 2024. Prepojenia sú definované ako dodávateľsko-odberateľské vzťahy medzi dvomi spoločnosťami. Hodnota 0 znamená, že firmy z eurozóny získavajú prvky vzácných zemín od čínskych producentov priamo bez sprostredkovateľov. Nie sú tu zahrnuté prepojenia medzi čínskym dodávateľom prvkov vzácných zemín a čínskou spoločnosťou vyrábajúcou tovar, na ktorý sa nevzťahujú vývozné obmedzenia.

Miera závislosti od prvkov vzácných zemín sa v jednotlivých sektoroch líši.

Mimoriadne ohrozené sú výrobné odvetvia, pretože nedostatok materiálov vzácných zemín môže potenciálne zastaviť výrobu. Napríklad automobilový priemysel je vo veľkej miere závislý od permanentných magnetov vyrobených z prvkov vzácných zemín. Podobne aj energetický sektor je veľmi závislý od týchto prvkov, ktoré sú potrebné na výrobu neodymových magnetov používaných vo veterných turbínach. Naopak, odvetvia služieb sú menej zraniteľné, pretože prvky vzácných zemín sa zvyčajne používajú len ako jednorazový vstupný medziprodukt.

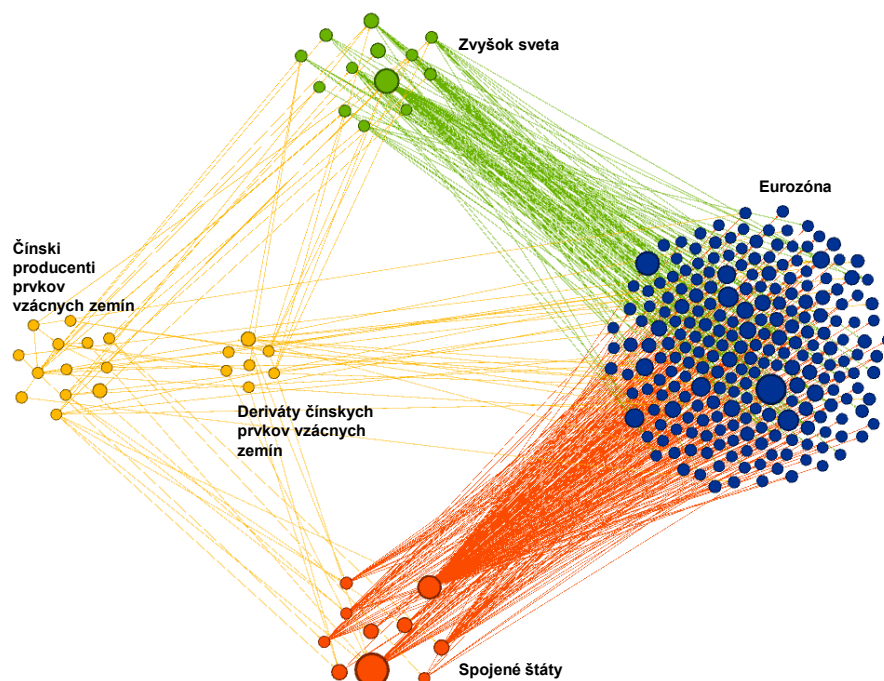
Sieť čínskych dodávateľov prvkov vzácných zemín odhaľuje hustú pavučinu globálnych priemyselných prepojení.

Základom siete pre prvky vzácných zemín, ktorá zahŕňa firmy z celej Ázie (mimo Číny, najmä z Japonska), z Európskej únie a Severnej Ameriky, sú priame vzťahy so zákazníkmi. Mnohé z týchto firiem pôsobia v technologických, energetických a vyspelých výrobných odvetviach. Obrázok A znázorňuje sieť čínskych producentov prvkov vzácných zemín a ich derivátov, pričom poukazuje na priame väzby medzi firmami v eurozóne a producentmi, ako aj na prepojenia cez jedného sprostredkovateľa (čo zodpovedá prvým dvom stĺpcom grafu B). Z 1 767 firiem eurozóny vo vzorke je viditeľných 11 priamych prepojení s producentmi prvkov vzácných zemín a 16 prepojení na firmy obchodujúce

s derivátmi prvkov vzácnych zemín, 223 firiem je prepojených cez jedného sprostredkovateľa (približne 13 %).³

Obrázok A

Prepojenia medzi čínskymi producentmi prvkov vzácnych zemín a firmami v eurozóne



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

Poznámka: Čínske uzly predstavujú producentov prvkov vzácnych zemín a ich derivátov. Graf znázorňuje priame a nepriame (prostredníctvom prvého sprostredkovateľa) prepojenia čínskych producentov prvkov vzácnych zemín s firmami v eurozóne. Veľkosť uzlov odráža príjmy. Do siete sú zaradené len firmy s dostupnými príjmami.

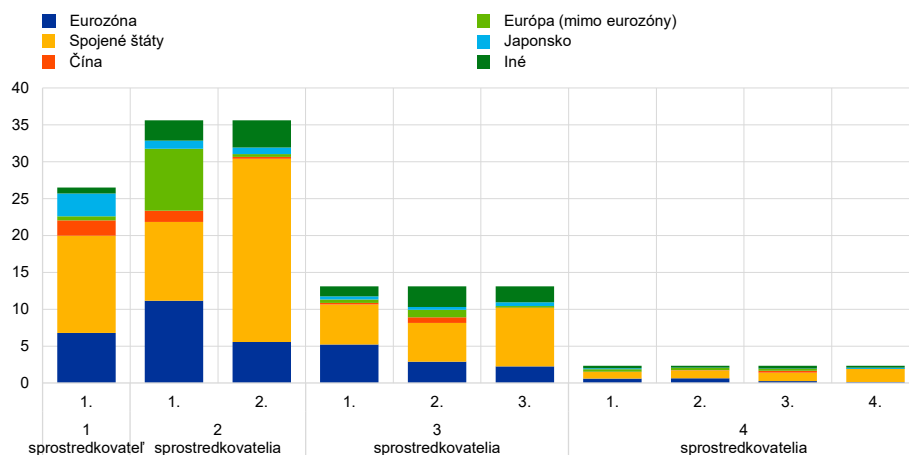
Náhle zastavenie dodávok prvkov vzácnych zemín z Číny do Spojených štátov by malo významný vplyv na firmy v eurozóne, keďže americké firmy zohrávajú ústrednú úlohu v globálnej dodávateľskej sieti. Americké firmy sú najväčším kľúčovým sprostredkovateľom, ktorý dodáva firmám v eurozóne spracovaný tovar získaný z prvkov vzácnych zemín (graf C). Americké firmy vrátane významných technologických spoločností, ako sú Microsoft, Apple a Intel, pôsobia v strategických odvetviach ako výroba polovodičov, výroba presných magnetov a chemické spracovanie a sú závislé od dodávok surovín z Číny. Demonštruje to nepriamu expozíciu eurozóny voči čínskym dodávateľom prvkov vzácnych zemín. Ako priamy sprostredkovateľ medzi firmami v eurozóne a čínskymi producentmi prvkov vzácnych zemín pôsobí len 157 amerických firiem. Tieto firmy však zásobujú množstvo partnerov v eurozóne a narušenie dodávok prvkov vzácnych zemín by mohlo vyvolať kaskádový efekt v dodávateľských reťazcoch.

³ Ak vezmeme do úvahy aj firmy bez dostupných informácií o príjmoch (12 300 podnikov), približne 550 z nich je prepojených priamo a nepriamo cez jedného sprostredkovateľa.

Graf C

Krajina pôvodu sprostredkovateľov medzi firmami v eurozóne a čínskymi dodávateľmi prvkov vzácnych zemín

(percentuálne podiely firiem v eurozóne, vážené príjmami)



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

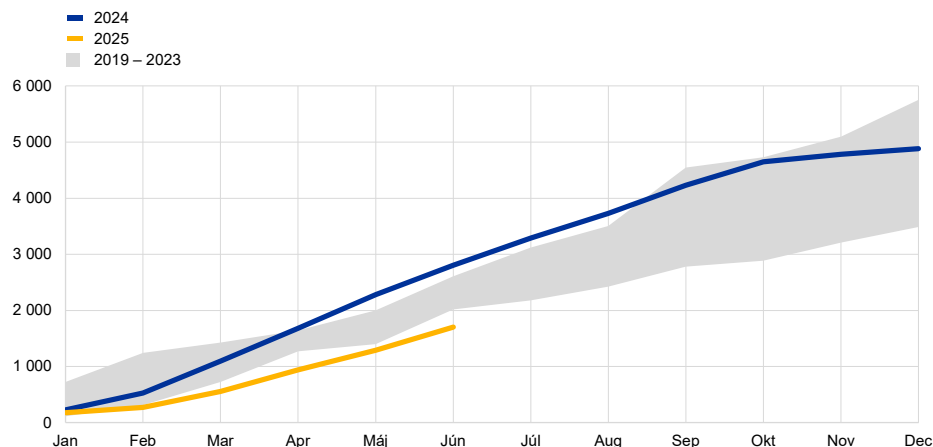
Poznámka: Prvý sprostredkovateľ reprezentuje najbližšie prepojenie s firmami v eurozóne, zatiaľ čo sprostredkovateľ s najvyšším číslom je najbližšie prepojený s čínskymi producentmi prvkov vzácnych zemín.

Obmedzenie vývozu prvkov vzácnych zemín z Číny už spôsobilo narušenie globálneho hodnotového reťazca a zasiahlo niektoré európske firmy. Eurozóna si pred zavedením obmedzení nerobila zásoby, pričom do júna sa celkový dovoz prvkov vzácnych zemín z Číny pohyboval pod obvyklou úrovňou (graf D). V rovnakom mesiaci európsky automobilový priemysel bil na poplach, pričom poukázal na kriticky nízke zásoby, ktoré spôsobili odstavenie niekoľkých výrobných liniek a závodov v celej Európe (Európske združenie dodávateľov automobilov, 2025). Časť týchto výpadkov zapríčinilo predovšetkým meškanie Číny pri vybavovaní žiadostí o vývozné licencie. Európske úrady medzičasom vyjednali zrýchlené schvaľovanie licencií pre vybrané európske firmy.

Graf D

Dovoz prvkov vzácnych zemín z Číny do eurozóny

(v tonách, kumulatívne hodnoty od januára)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje kombináciu prvých dvoch stĺpcov grafu A (kód HS 280530 a kód HS 284690). Posledné údaje sú z júna 2025.

Čína využíva svoj kvázi monopol v oblasti prvkov vzácnych zemín

v medzinárodných obchodných sporoch. Obmedzením vývozu prvkov vzácnych zemín v reakcii na americké clá dala Čína jasne najavo, že je pripravená použiť ich ako nástroj nátlaku na obchodných partnerov. Podobným spôsobom by Čína mohla tieto prvky využiť na vyvíjanie tlaku aj v prebiehajúcich obchodných rokovaniach s Európskou úniou. Európsky parlament vyzval Komisiu, aby tieto slabé miesta riešila urýchlenou implementáciou aktu EÚ o kritických surovinách. Akt sa okrem iného zameriava na zlepšenie pozície Európy diverzifikáciou dovozu kritických surovín a zvýšením úsilia o recykláciu (Európsky parlament, 2025).

Eurozónu naďalej ohrozujú inflačné a hospodárske riziká v dôsledku jej závislosti od Číny, ktorá dodáva prvky vzácnych zemín pre kritické priemyselné odvetvia.

Narušenie dodávateľských reťazcov v dôsledku čínskych vývozných obmedzení by mohlo viesť k vyšším vstupným nákladom pre výrobcov najmä v automobilovom a elektronickom priemysle a v sektore obnoviteľných energií. Tento nárast nákladov by mohol zvýšiť spotrebiteľské ceny a prispieť k inflačnému tlakom. V dôsledku nedostatku materiálov by sa okrem toho mohla zastaviť výroba, čo by negatívne ovplyvnilo priemyselnú produkciu a utlmilo celkovú ekonomickú aktivitu. Pandémia odhalila krehkosť globálnych dodávateľských reťazcov a ukázala, ako sa náhle narušenia môžu kaskádovito šíriť naprieč odvetviami a sektormi. Modelové odhady potvrdzujú, že narušenie dodávok kritických vstupov, ako sú prvky vzácnych zemín, by mohlo neúmerne zasiahnuť nadväzujúce odvetvia (Attinasi et al., 2025). Súčasný ukazovateľ nenaznačuje, že by bezprostredne hrozil tlak na dodávateľské reťazce a zvyšovanie cien, no vzhľadom na možné rýchle zmeny v globálnej ponukovej dynamike je nevyhnutné ostražito a pozorne sledovať ďalší vývoj. Sieťová analýza demonštrovaná v tejto štúdii by mohla poslúžiť ako monitorovací nástroj na identifikáciu potenciálnych zraniteľných miest v dodávateľských reťazcoch.

Zdroje

Attinasi, M. G., Boeckelmann, L., Gerinovics, R. a Meunier, B. (2025), [Unveiling the hidden costs of critical dependencies](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

European Association of Automotive Suppliers (2025), [Urgent action needed as China's export restrictions on rare earths disrupt European automotive supply chains](#), *tlačová správa*, 4. jún.

Európska komisia (2020), [Critical raw materials for strategic technologies and sectors in the EU](#), Publications Office of the European Union.

Európska komisia (2025), [Critical Raw Materials Act](#).

Európsky parlament (2025), [Commission must tackle China's export restrictions on rare earth elements](#), *tlačová správa*, 10. júl.

International Energy Agency (2024), [Global Critical Minerals Outlook 2024](#), IEA Publications.

International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy (2023), [The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective](#), *Occasional Paper Series*, No 311, ECB.

Očakávania spotrebiteľov a ich správanie počas aktuálneho obchodného napätia

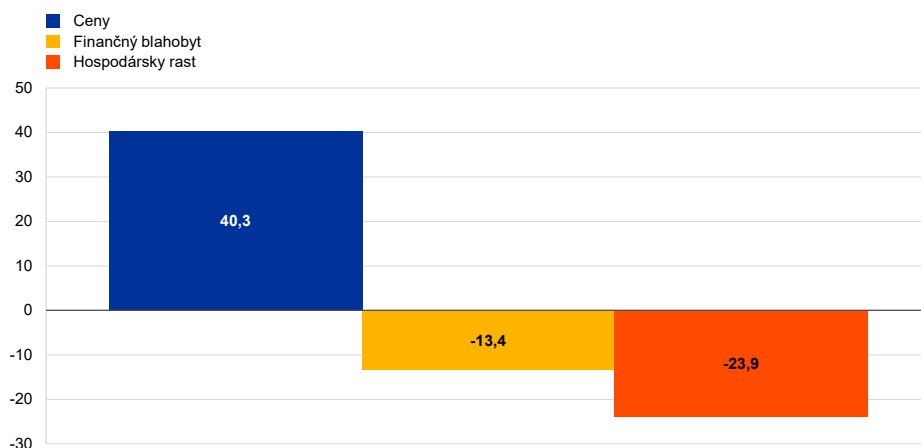
Adam Baumann, Luca Caprari, Maarten Dossche, Georgi Kocharkov
a Omiros Kouvavas

Aktuálne obchodné napätie a oznámenia o clách výrazne ovplyvňujú správanie a očakávania európskych spotrebiteľov. Z údajov prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB (CES) zozbieraných v júni 2025 vyplýva, že európski spotrebiteľia očakávajú negatívny vplyv ciel na infláciu, finančnú situáciu domácností a hospodársky rast.¹ Čistý podiel 40 % respondentov vníma clá ako inflačné, čistý podiel 13 % ich považuje za faktor s negatívnym vplyvom na osobné financie a čistý podiel 24 % sa domnieva, že clá utlmia hospodársky rast (graf A).

Graf A

Očakávania domácností týkajúce sa vplyvu vyšších ciel

(čistý vážený percentuálny podiel)



Zdroj: ECB (CES, jún 2025).

Poznámka: Údaje sú vážené počtom obyvateľov. Znenie otázky: „Americký prezident od svojho januárového nástupu do úradu oznámil možné zavedenie ciel, na čo viaceré krajiny (vrátane Európskej únie) reagovali ohlásením odvetných opatrení. Pokiaľ by skutočne došlo k zavedeniu týchto ciel, ako podľa vás v priebehu nasledujúcich 12 mesiacov ovplyvnia (ak vôbec) každú z nasledujúcich položiek?“ Priemerné vážené čisté percentuálne podiely boli vypočítané na základe vážených odpovedí nasledujúcim spôsobom: „Výrazne zvýšia“ (+1), „Mierne zvýšia“ (+0,5), „Mierne znížia“ (-0,5), „Výrazne znížia“ (-1).

Spotrebiteľia, ktorí vnímajú clá ako faktor zvyšujúci infláciu, upravili svoje inflačné očakávania nahor. Z údajov vyplýva, že v skupine respondentov, ktorí v prieskume z júna 2025 považovali clá za inflačné, sa v porovnaní s januárom 2025 zvýšili aj inflačné očakávania, a to približne o 0,2 percentuálneho bodu pre horizont jedného roka, 0,13 percentuálneho bodu pre horizont troch rokov a 0,06 percentuálneho bodu pre horizont piatich rokov (graf B, panel a). Mierny nárast dlhodobých inflačných očakávaní u respondentov, ktorí považujú clá za inflačné, naznačuje, že vnímaný vplyv ciel na infláciu nemusí byť len dočasný.

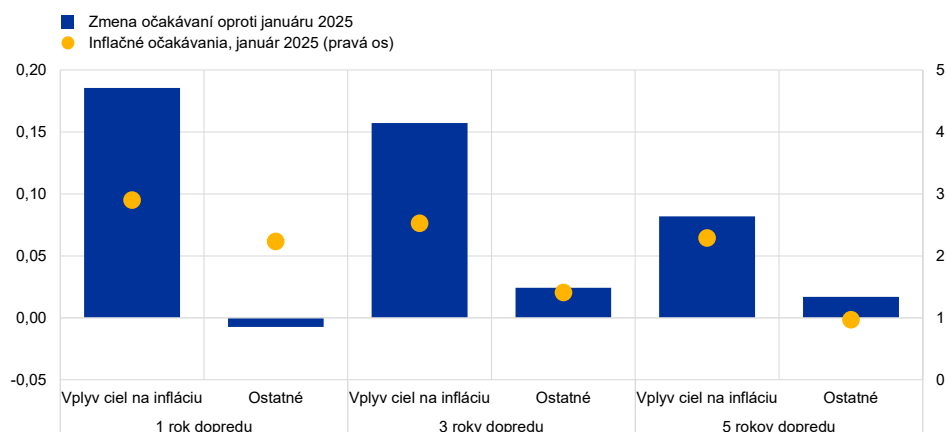
¹ Podrobnú analýzu aktuálneho vývoja spotrebiteľskej dôvery a korešpondujúceho útlmu rastu spotreby uvádza Baumann et al. (2025a).

Graf B

Zmena očakávaní v dôsledku zavedenia cieľ

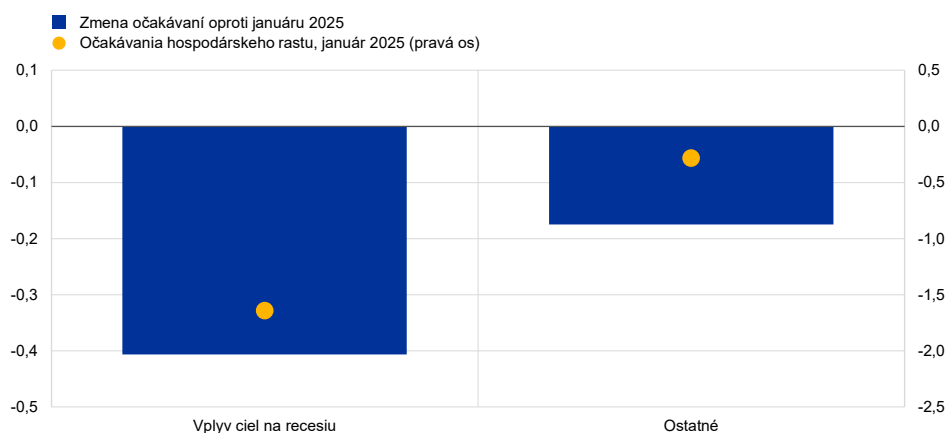
a) Inflačné očakávania

(ľavá os: v percentuálnych bodoch; pravá os: v %)



b) Očakávania hospodárskeho rastu

(ľavá os: v percentuálnych bodoch; pravá os: v %)



Zdroj: ECB (CES, jún 2025).

Poznámka: Údaje sú vážené počtom obyvateľov. V paneli a) je znázornený rozdiel medzi inflačnými očakávaniami v januári 2025 a priemerom inflačných očakávaní za apríl, máj a jún 2025 u respondentov, ktorí sú presvedčení, že clá zvýšia infláciu, a u tých, ktorí si to nemyslia, pre tri horizonty: jeden rok, tri roky a päť rokov. V paneli b) je znázornený rozdiel medzi očakávaniami hospodárskeho rastu v januári 2025 a priemerom očakávaní hospodárskeho rastu za apríl, máj a jún 2025 u respondentov, ktorí sú presvedčení, že clá utlmia hospodársky rast, a u tých, ktorí si to nemyslia.

Obavy z utlmenia ekonomického rastu sa podobne zvýšili aj u respondentov, ktorí sú presvedčení, že zavedenie cieľ vyvolá recesiu. Spotrebiteľia, ktorí sú presvedčení, že zavedenie cieľ vyvolá recesiu, znížili od januára 2025 svoje očakávania hospodárskeho rastu na nasledujúcich 12 mesiacov o 0,4 percentuálneho bodu v porovnaní s poklesom len o 0,2 percentuálneho bodu u ostatných respondentov (graf B, panel b). Tieto zistenia sú potvrdením výsledkov z grafu A, že obchodné napätie spôsobuje pesimistickejšie ekonomické vyhliadky domácností.

V reakcii na obavy súvisiace so zavedením cieľ spotrebiteľia výrazne menia svoje spotrebiteľské zvyky. Približne 26 % respondentov prestalo nakupovať produkty zo Spojených štátov a približne 16 % naznačilo, že celkovo znížilo svoje

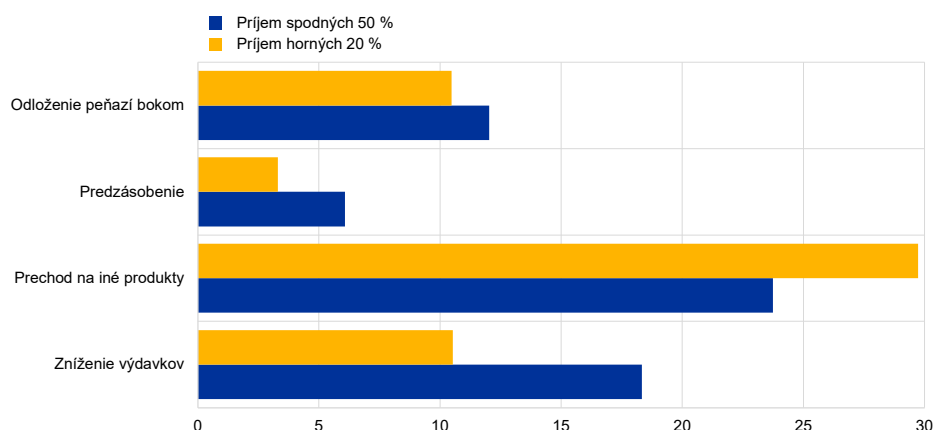
výdavky (graf C, panel a).² Tieto zmeny v správaní sa v jednotlivých príjmových skupinách rôznia: vysokopríjmové domácnosti majú tendenciu preorientovať sa na produkty nepochádzajúce zo Spojených štátov, kým nízkoпрíjmové domácnosti majú tendenciu celkovo znižovať svoje výdavky.

Graf C

Opatrenia prijaté respondentmi CES po oznámení zavedenia ciel

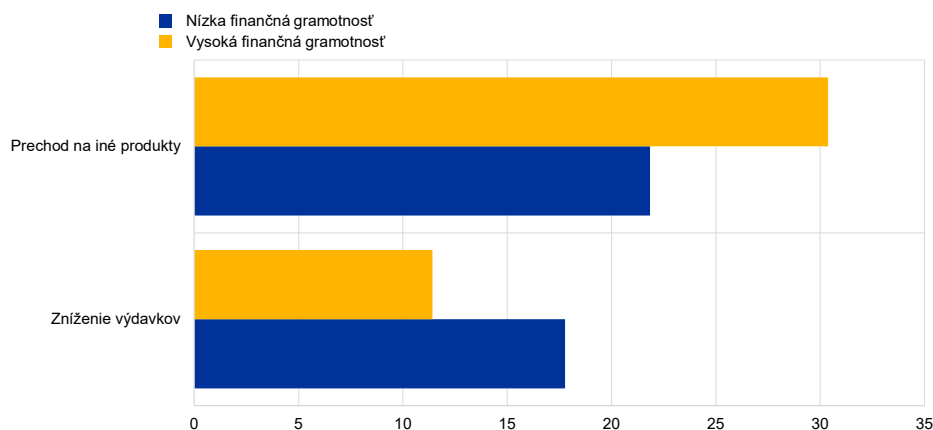
a) Prijaté opatrenia, podľa výšky príjmu

(percentuálny podiel respondentov)



b) Prijaté opatrenia, podľa úrovne finančnej gramotnosti

(percentuálny podiel respondentov)



Zdroj: ECB (CES, jún 2025).

Poznámka: Údaje sú vážené počtom obyvateľov. Percentuálny podiel respondentov, ktorí po oznámení možného zavedenia ciel prijali konkrétne opatrenia. V paneli a) sú príjmové kvantily odvodené z vykázaných príjmov domácností podľa vlny a krajiny. V paneli b) sa hodnotenie finančnej gramotnosti odvodzuje z výsledkov dosiahnutých vo finančnom „kvíze“ CES podľa stupnice od 0 do 4, kde 4 znamená vysokú finančnú gramotnosť a menej ako 3 znamená nízku finančnú gramotnosť.

Javí sa, že pri prijímaní týchto opatrení zohráva dôležitú úlohu finančná gramotnosť a preferencie respondentov prejsť na iný než americký tovar.

Ako sa zdôrazňuje v Baumann et al. (2025b), mnohí spotrebitelia prejavili ochotu prestať kupovať americké produkty už pred oznámením americkej administratívy o clách v apríli 2025.³ V prieskume z júna 2025 spotrebitelia s vyššou finančnou

² K odklonu od amerických produktov došlo napriek výraznému znehodnoteniu amerického dolára.

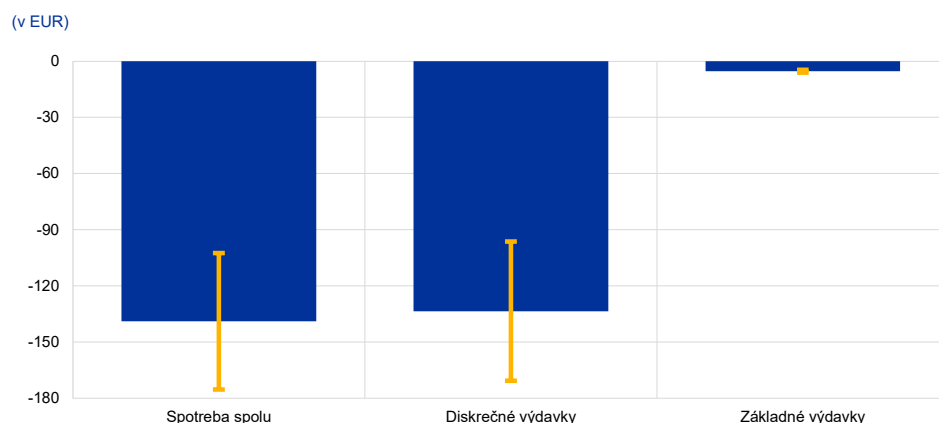
³ Ak sa zameriame na respondentov, ktorí v marci 2025 uviedli preferencie ako hlavný dôvod možného prechodu na neamerické produkty, odpovede v prieskume z júna 2025 naznačujú, že približne 40 % z nich už tieto zábery uskutočnilo.

gramotnosťou častejšie uvádzali odklon od amerických produktov, zatiaľ čo spotrebitelia s nižšou finančnou gramotnosťou častejšie uvádzali zníženie celkovej spotreby (graf C, panel b).

Zníženie výdavkov je spôsobené znížením diskrečných výdavkov. Spotrebitelia, ktorí uviedli, že po oznámení cieľ upravujú svoju spotrebu, znížili svoje celkové nominálne výdavky viac než porovnávacia skupina, ako to vyplýva z odhadu rozdielu medzi týmito dvomi skupinami a ich spotrebou v januári a v apríli 2025. Zníženie výdavkov bolo podľa očakávaní v plnom rozsahu dôsledkom zníženia diskrečných výdavkov, pričom základných výdavkov sa v podstate nedotklo (graf D).

Graf D

Odhady zníženia spotreby v reakcii na obchodné napätie metódou rozdielu v rozdieloch (DiD)



Zdroj: ECB (CES, jún 2025).

Poznámka: Údaje sú vážené počtom obyvateľov. Rozdiel v zmene úrovne spotreby medzi januárom a aprílom 2025 u respondentov, ktorí uviedli, že znížili výdavky po oznámení cieľ, a respondentov, ktorí tak neurobili. Medzi základné výdavky patria výdavky na potraviny, nápoje, bývanie a sieťové odvetvia. Ostatné výdavky sa považujú za diskrečné. Žlté čiary predstavujú pásma spoľahlivosti 90 %.

Tieto zistenia ukazujú konkrétne účinky obchodného napätia na správanie a hospodárske očakávania európskych spotrebiteľov. Clá prostredníctvom zmeny očakávaní týkajúcich sa inflácie a hospodárskeho rastu, ako aj vyvolaním posunov vo výdavkovom správaní, spôsobili istú mieru neistoty, ktorá ovplyvňuje rozhodnutia jednotlivých domácností a potenciálne aj širší ekonomický vývoj.

Zdroje

Baumann, A., Caprari, L., Dossche, M., Kocharkov, G. a Kouvavas, O. (2025a), [Consumer confidence and household consumption decisions](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

Baumann, A., Caprari, L., Dossche, M., Kocharkov, G. a Kouvavas, O. (2025b), [How European consumers respond to US tariffs](#), *VoxEU Column*, Centre for Economic Policy Research, 16. júla.

Výroba verzus služby: ako predzásobenie a neistota formovali ich nedávny vývoj

Niccolò Battistini a Johannes Gareis

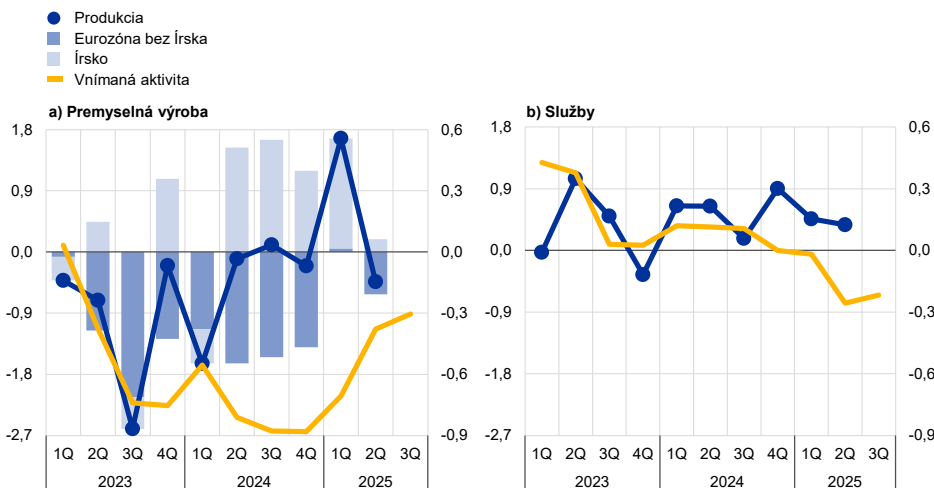
Aktivita v sektore priemyselnej výroby sa začiatkom roka 2025 vrátila do pásma rastu, kým aktivita v službách sa spomalila, čo predstavuje obrat predchádzajúceho trendu v týchto dvoch sektoroch. Tvrdé údaje o produkcii ukazujú, že výrobná aktivita v rokoch 2023 a 2024 výrazne klesla. V prvom štvrtroku 2025 však priemyselná výroba zaznamenala oživenie, keď sa v eurozóne náhle zastavil jej pokles (bez zohľadnenia Írska) a expanzia v Írsku sa zrýchlila (graf A). Naopak, aktivita v službách, ktorá v predchádzajúcich dvoch rokoch trvalo rástla, stratila na dynamike. Údaje z prieskumov Európskej komisie o vnímaní podnikateľskej aktivity tento obrat potvrdzujú. Výrobné podniky zaznamenali výrazný nárast vnímanej aktivity, ktorá však zostala pod dlhodobým priemerom. Naopak, podniky v sektore služieb uvádzali pokles vnímanej aktivity pod historickú úroveň. Predchádzajúca divergencia medzi výrobou a službami odrážala prudký nárast inflácie spôsobený energiami a následné sprísňovanie menovej politiky, ktoré zvlášť negatívne zasiahlo výrobu, kým služby boli podporované normalizáciou spotrebiteľských vzorcov po pandémie.¹ Niektoré z týchto faktorov sa zvrátili, objavili sa však aj nové. Dočasné predzásobenie pred očakávaným zavedením vyšších ciel zo strany Spojených štátov pravdepodobne podporilo oživenie výroby, zatiaľ čo rastúca neistota týkajúca sa obchodnej politiky (a širšie aj hospodárskej politiky) zrejme utlmila celkovú aktivitu. V tomto boxe sa skúma predzásobenie a neistota v obchodnej politike na základe podrobných sektorových údajov a diskutuje sa o krátkodobom výhľade aktivity v priemyselnej výrobe a v službách.

¹ Hodnotenie vplyvu minulého sprísňovania menovej politiky na aktivitu v priemyselnej výrobe a službách je v Battistini a Gareis (2023).

Graf A

Produkcia a vnímaná aktivita vo výrobe a službách

(ľavá os: medzištvrťročná percentuálna zmena a príspevky v percentuálnych bodoch; pravá os: štandardizované saldo odpovedí)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Produkcia služieb odkazuje na činnosti podnikov bez finančných a verejných služieb. Vnímaná aktivita vychádza z toho, ako podniky hodnotili zmeny v produkcii v priemyselnej výrobe a dopyt v službách za posledné tri mesiace. Ukazovatele z prieskumov sú štandardizované za obdobie od januára 1999 po posledné dostupné údaje. Štvrťročné priemery posledných údajov sú vypočítané z dostupných mesačných údajov. Posledné mesačné údaje za výrobnú produkciu sú z júna 2025, za produkciu služieb z mája 2025 a z prieskumov z júla 2025.

Predzásobenie pred očakávaným zavedením vyšších ciel zo strany Spojených štátov pravdepodobne pôsobilo ako dočasný impulz vo výrobnej aktivite v prvom štvrťroku 2025.

Podľa podnikových prieskumov predzásobenie odrážalo dočasný prudký nárast dopytu Spojených štátov po tovaroch z eurozóny pred plánovaným aprílovým zvýšením ciel (Melemenidis et al., 2025). Je to v súlade s načasovaním a rozsahom výkyvov vo výrobnej produkcii. Produkcia v priemyselnej výrobe po dvoch rokoch poklesu zaznamenala v prvom štvrťroku 2025 prudký nárast, najmä v dôsledku výrazného zvýšenia v marci, keď dosiahla vrchol. Následne od apríla do júna klesala. Dočasné účinky predzásobenia sú zjavné aj pri porovnaní vývoja produkcie jednotlivých sektorov s ich expozíciou voči vývozu do Spojených štátov (graf B). Produkcia v sektoroch s vyššou expozíciou voči vývozu do Spojených štátov zaznamenala silnejší nárast v marci (graf B, panel a) a prudší pokles medzi aprílom a júnom (graf B, panel b). Túto dynamiku najzreteľnejšie ilustruje farmaceutický priemysel, vzhľadom na jeho vysokú vývoznú expozíciu voči Spojeným štátom. Produkcia v tomto sektore v marci vzrástla v porovnaní s februárom takmer o 9 % a následne v druhom štvrťroku klesla v priemere o podobné percento. Pokiaľ ide o jednotlivé krajiny, tento vývoj vo veľkej miere odrážal vysokú volatilitu farmaceutickej produkcie v Nemecku, Holandsku a pravdepodobne aj v Írsku.²

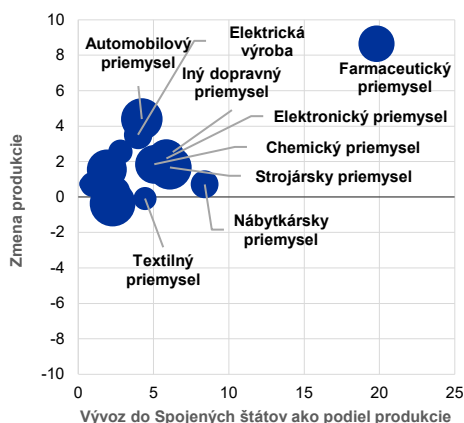
² Farmaceutická produkcia v Nemecku a Holandsku vzrástla medzi februárom a marcom približne o 19 % a 17 % a v druhom štvrťroku v porovnaní s marcom klesla v priemere zhruba o 15 % a 26 %. Hoci oficiálne údaje o produkcii farmaceutického priemyslu v Írsku nie sú dostupné, írsku produkcia v „modernom sektore“ (zahŕňajúcom farmaceutiká) aj vývoz farmaceutických produktov do Spojených štátov v marci prudko vzrástli a následne v druhom štvrťroku klesli, čo môže naznačovať podobný vývoj produkcie.

Graf B

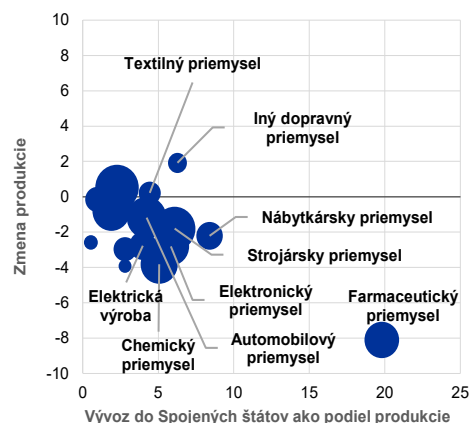
Produkcia výrobného sektora a expozícia voči vývozu do Spojených štátov

(percentuálna zmena oproti predchádzajúcemu obdobiu)

a) marec verzus február



b) priemer za apríl až jún verzus marec



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Veľkosť bodov odráža podiel jednotlivých sektorov na celkovej hrubej pridanej hodnote. Popismi sú označené sektory, v ktorých vývoz do Spojených štátov presahuje 3 % produkcie daného sektora. Údaje o vstupoch a výstupoch za jednotlivé sektory vychádzajú z tabuliek FIGARO za rok 2022. Posledné údaje sú z júna 2025.

Kým aktivita v priemyselnej výrobe bola dočasne podporená predzásobením, k nedávnej strate dynamiky v sektore služieb pravdepodobne prispela rastúca neistota v obchodnej politike. Po oznámení cieľ administratívy Spojených štátov 2. apríla sa neistota týkajúca sa obchodnej politiky prudko zvýšila na historické maximum, výrazne nad úroveň zaznamenanú počas predchádzajúcich epizód obchodného napätia, akými boli spory medzi Spojenými štátmi a Čínou počas prvého funkčného obdobia prezidenta Trumpa (graf C).³ Empirické dôkazy ukazujú, že neistota v obchodnej politike neprimerane zaťažuje podnikové investície (Caldara et al., 2020; Andersson et al., 2024) a súvisiacu sektorovú aktivitu (De Santis a Zimic, 2019). Toto zistenie potvrdzujú aj podrobné a aktuálne údaje z prieskumov naprieč sektormi. Počas prvej administratívy prezidenta Trumpa vnímaná aktivita klesla medzi výrobnými podnikmi a podnikmi v oblasti podnikových služieb – ktoré sú úzko prepojené s podnikovými investíciami – zatiaľ čo medzi podnikmi v oblasti spotrebiteľských služieb zostala odolná (graf C, panel a).⁴ Podobne aj v súčasnosti zvýšená neistota v obchodnej politike pravdepodobne viac zaťažuje výrobu a podnikové služby než spotrebiteľské služby. V prípade výroby však bol tento negatívny vplyv doteraz výrazne kompenzovaný pozitívnymi účinkami predzásobenia, ktoré dočasne zvýšili produkciu (graf C, panel b).

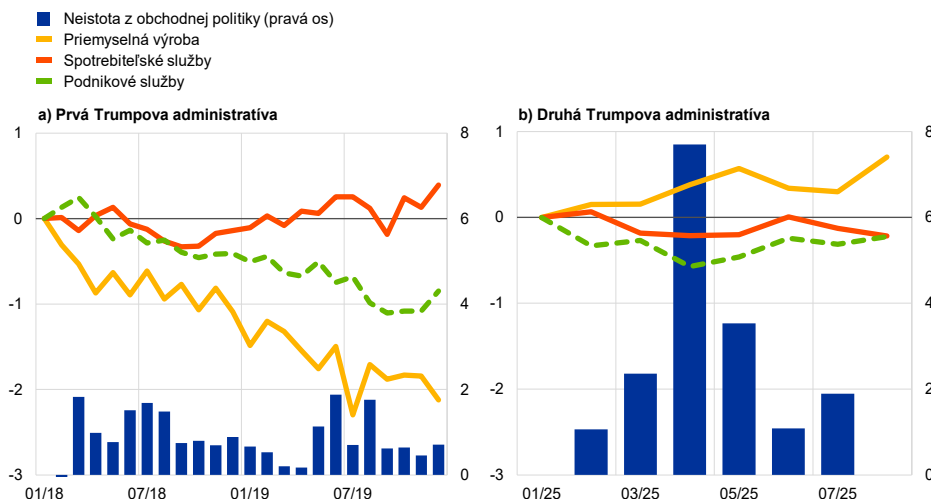
³ Neistota v obchodnej politike sa v tomto boxe vzťahuje na index, ktorý vyvinul Caldara et al. (2020) a ktorý je zostavený na základe počtu spoločného výskytu výrazov súvisiacich s obchodnou politikou a neistotou v popredných amerických novinách. Prvé hodnotenia významu neistoty v obchodnej politike v porovnaní s inými ukazovateľmi neistoty počas prvej administratívy prezidenta Trumpa sú v Azqueta-Gavaldón et al. (2019).

⁴ Rastúca neistota v obchodnej politike počas prvého funkčného obdobia prezidenta Trumpa by mala byť len jedným z faktorov poklesu vnímanej aktivity vo výrobe a podnikových službách. Tento vývoj mohol byť ovplyvnený aj inými faktormi vrátane problémov v automobilovom priemysle v dôsledku zavedenia nových emisných noriem, finančných otrasov v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách a brexitu (Gunnella a Quaglietti, 2019).

Graf C

Neistota v obchodnej politike a vnímaná aktivita v priemyselnej výrobe a službách

(ľavá os: kumulatívna zmena štandardizovaných sáld odpovedí; pravá os: kumulatívna zmena štandardizovaného indexu)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia, Caldara et al. (2020) a výpočty ECB.

Poznámka: Vnímaná aktivita vychádza z toho, ako podniky hodnotili zmeny v produkcii v priemyselnej výrobe a dopyt v službách za posledné tri mesiace. Spotrebiteľské služby zahŕňajú ubytovanie a stravovanie, ako aj činnosti cestovných kancelárií, rozhlasové a televízne vysielanie a poštové služby; podnikové služby zahŕňajú ostatné odborné činnosti, skladovanie, vydavateľskú činnosť (najmä softvér) a opravy počítačov. Viac informácií o meraní neistoty v obchodnej politike je v Caldara et al. (2020). Kumulatívne zmeny sú počítané od januára 2018 v paneli a) a od januára 2025 v paneli b). Posledné údaje sú z júla 2025.

Na výhľad priemyselnej výroby a služieb vplýva viacero faktorov, pričom zatiaľ nie je jasné, ktorý z nich prevláda. Údaje z prieskumov Európskej komisie naznačujú, že od tretieho štvrtroka doteraz mierne klesla aktivita v spotrebiteľských službách, kým v podnikových službách sa mierne zlepšila, keďže neistota v obchodnej politike slabne (graf C, panel b). Okrem toho sa ďalej nad úroveň zo začiatku roka zvyšovala výrobná aktivita. Pokiaľ ide o riziká spojené s neistotou, ak by neistota v obchodnej politike zostala zvýšená v porovnaní s historickými štandardmi, jej tlmiace účinky by mohli naďalej zaťažovať služby a mohli by sa prejavovať aj vo výrobe, keď sa vyčerpajú účinky predzásobenia. Obchodná dohoda medzi Európskou úniou a Spojenými štátmi by však mohla viesť k rýchlemu poklesu tejto neistoty a mohla by zmierniť niektoré jej nepriaznivé účinky. Okrem rizík súvisiacich s neistotou budú výhľad pravdepodobne ovplyvňovať aj iné faktory. Negatívne faktory zahŕňajú posilňovanie eura a vplyv vyšších cieľ, zatiaľ čo protichodnými priaznivými impulzmi sú oneskorené účinky uvoľňovania menovej politiky a možné stimuly zo zvýšených výdavkov na obranu a infraštruktúru.

Zdroje

Andersson, M., Bobasu, A. a De Santis, R. A. (2024), [Aké ekonomické signály vyplývajú z ukazovateľov neistoty](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB.

Azqueta-Gavaldón, A., Hirschbühl, D., Onorante, L. a Saiz, L. (2019), [Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a machine learning approach](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

Battistini, N. a Gareis, J. (2023), [Menová politika a nedávne spomalenie v sektoroch priemyselnej výroby a služieb](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB.

Caldara, D., Iacoviello, M., Mollico, P., Prestipino, A. a Raffo, A. (2020), The economic effects of trade policy uncertainty, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 109, január, s. 38 – 59.

De Santis, R. A. a Zimic, S. (2019), [Domáce versus vonkajšie faktory stojace za poklesom priemyselnej produkcie eurozóny](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB.

Gunnella, V. a Quaglietti, L. (2019), [The economic implications of rising protectionism: a euro area and global perspective](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB.

Melemenidis, A., Morris, R. a Roma, M. (2025), [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

Sú pracovníci ochotní akceptovať zníženie platu výmenou za flexibilitu, ktorú im prináša práca na diaľku?

António Dias da Silva a Marco Weissler

Od pandémie sa v eurozóne rozšírila práca z domu.¹ Podľa Eurostatu sa od roku 2019 do roku 2024 podiel zamestnancov vo veku 20 až 64 rokov, ktorí aspoň občas pracujú z domu, zdvojnásobil z 11,7 % na 22,4 %.² Medzi respondentmi prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB (CES) bola práca z domu ešte bežnejšia, keď v máji 2024 až 33,6 % zamestnancov uviedlo, že aspoň dva dni v týždni pracujú z domu. Tento rozdiel možno pripísať metodologickým rozdielom, ako aj možným rozdielom vo výbere vzorky, keďže CES sa uskutočňuje online. Z CES tiež vyplýva, že tieto modely práce na diaľku sa zrejme dobre etablovali a v rokoch 2024 a 2025 zostali v podstate stabilné. Nemzdové výhody vrátane možnosti práce na diaľku firmy často ponúkajú ako alternatívu k vyšším mzdám. Predchádzajúci medzinárodný výskum tejto otázky odhalil, že zamestnanci by často boli ochotní vzdať sa časti svojej mzdy výmenou za možnosť pracovať z domu (Aksoy et al., 2022, Nagler et al., 2024 a Cullen et al., 2025). V tomto boxe sa analyzuje, nakoľko si zamestnanci eurozóny cenia možnosť pracovať z domu.

Najbežnejšou a najpreferovanejšou možnosťou medzi zamestnancami, ktorí pracujú na diaľku, zostáva podľa CES hybridný pracovný model. V roku 2025 až 55,7 % zamestnancov vôbec nevyužívalo prácu z domu, 11,9 % pracovalo z domu približne jeden deň v týždni, 21,9 % pracovalo z domu dva až štyri dni v týždni („hybridná práca“) a 10,6 % pracovalo z domu päť a viac dní v týždni (graf A).³ Porovnanie skutočných modelov práce na diaľku s preferovanými modelmi práce na diaľku, podľa ktorých by si zamestnanci želali pracovať, odhaľuje niekoľko významných rozdielov. Najväčší rozdiel bol pozorovaný u zamestnancov, ktorí v súčasnosti pracujú z domu jeden deň v týždni, potom u tých, ktorí vôbec nepracujú z domu, a nakoniec u tých, ktorí pracujú iba na diaľku. Celkovo sa javí, že hybridný model práce je preferovanou možnosťou práce na diaľku, pričom väčšina hybridných pracovníkov (84 %) vyjadrila spokojnosť so svojím súčasným pracovným režimom. Zaujímavé je, že 43 % zamestnancov, ktorí pracujú iba na diaľku, by uprednostnilo pracovať menej dní mimo kancelárie. Naznačuje to, že práca na diaľku môže vyplývať skôr z nevyhnutnosti alebo požiadaviek zamestnávateľa než z preferencií pracovníka.⁴

¹ V tomto boxe sa pojmy „práca z domu“ a „práca na diaľku“ používajú rovnocenne na označenie práce vykonávanej mimo kancelárie alebo iného tradičného pracoviska, či už v mieste bydliska zamestnanca, alebo na inom mieste podľa jeho výberu.

² Uvedené podiely sa týkajú pracovníkov vo veku 20 až 64 rokov, ktorí nie sú samostatne zárobkovo činnými osobami. Okrem toho, hoci je súčasný podiel zamestnancov pracujúcich z domu vyšší ako v roku 2019, je nižší ako v rokoch 2021 a 2022, čo zodpovedá údajom zo Spojených štátov (Bick et al., 2025). Analýzu vývoja práce na diaľku v eurozóne počas pandémie uvádza Dias da Silva et al. (2023).

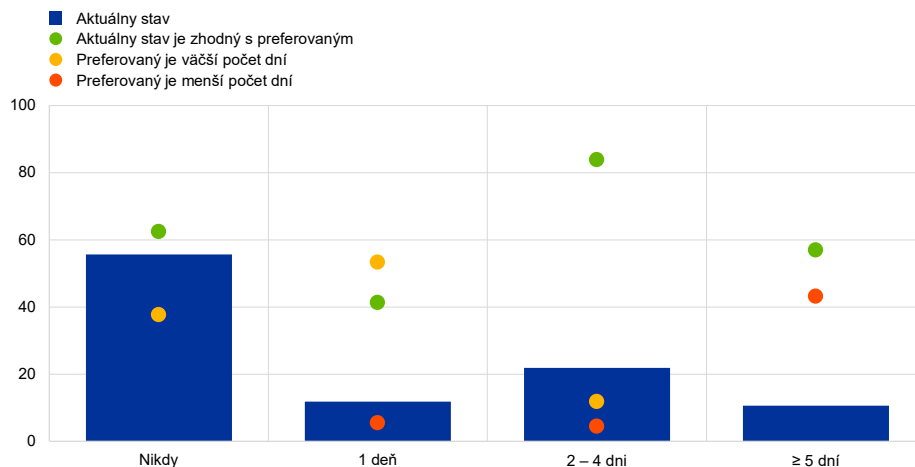
³ Súhrnné údaje skrhávajú podstatné rozdiely medzi jednotlivými povolaniami súvisiace s možnosťou pracovať na diaľku, ako uvádzajú Dias da Silva et al. (2023).

⁴ Len polovica zamestnancov, ktorí v máji 2024 uviedli, že pracujú iba na diaľku, pracovala v rovnakom režime aj v máji 2025, v porovnaní so 74 % zamestnancov v hybridnom pracovnom modeli a 88 % zamestnancov, ktorí pracujú z domu zriedkavo alebo vôbec. To naznačuje, že práca iba na diaľku nie je trvalým pracovným modelom.

Graf A

Skutočný a preferovaný počet pracovných dní na diaľku za týždeň

(stĺpce: percentuálny podiel zamestnancov; body: percentuálny podiel zamestnancov v rámci daného stĺpca)



Zdroj: Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB (CES).

Poznámka: Výsledky ročného modulu trhu práce podľa CES z mája 2025 pre zamestnancov vo veku 20 až 64 rokov. Tieto výsledky vychádzajú z nasledujúcich otázok: „Koľko dní v bežnom týždni ste zvykli pracovať z domu za posledné tri mesiace?“ a „Koľko platených pracovných dní by ste chceli počas bežného týždňa odpracovať z domu v budúcom roku?“.

Zamestnanci nie sú ochotní vzdať sa veľkej časti svojej mzdy za možnosť využívať hybridný model práce napriek tomu, že sú so svojim terajším režimom práce z domu veľmi spokojní.

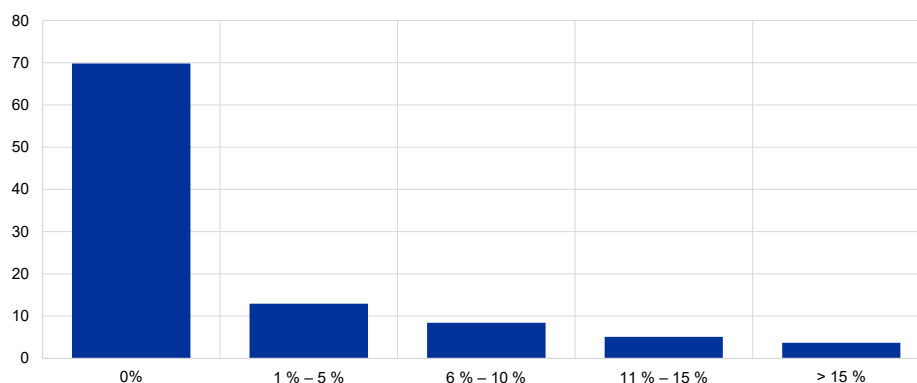
V máji 2025 boli respondenti CES požiadaní, aby si predstavili, že ich zamestnávateľ neumožňuje prácu z domu, a uviedli, akú úroveň zníženia mzdy by boli ochotní akceptovať (ako percento svojej súčasnej mzdy) výmenou za možnosť pracovať z domu dva alebo tri dni v týždni. Výsledky ukazujú, že zníženie platu výmenou za možnosť pracovať z domu by nebolo ochotných akceptovať až 70 % zamestnancov. Na druhej strane, 13 % zamestnancov by akceptovalo zníženie platu o 1 % až 5 % a 8 % zamestnancov zníženie o 6 % až 10 % (graf B, panel a).

Graf B

Ochota akceptovať zníženie platu výmenou za hybridný model práce

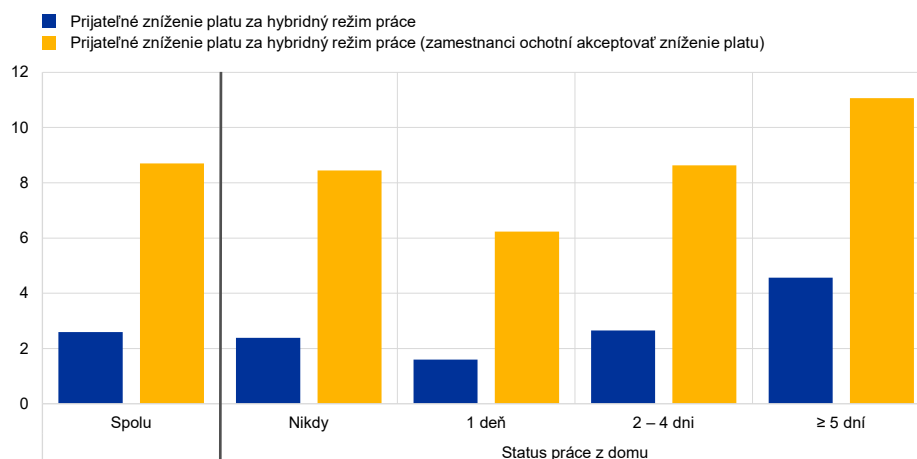
a) Podiel zamestnancov ochotných akceptovať zníženie platu

(os x: percentuálny podiel súčasného platu; os y: percentuálny podiel zamestnancov)



b) Priemerné akceptovateľné zníženie platu výmenou za hybridný model práce

(percentuálny podiel súčasného platu)



Zdroj: Prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB (CES).

Poznámka: Výsledky ročného modulu trhu práce podľa CES z mája 2025 pre zamestnancov vo veku 20 až 64 rokov. Výsledky v paneli b) vychádzajú z nasledujúcej otázky: „Predstavte si, že váš zamestnávateľ neumožňuje zamestnancom pracovať z domu. Aké zníženie platu by ste hypoteticky boli ochotní akceptovať (v percentách vášho súčasného platu) za možnosť pracovať z domu dva alebo tri dni v týždni?“. Z výsledkov sú vylúčení pracovníci, ktorých prácu nemožno vykonávať na diaľku.

Priemerné zníženie platu, ktoré by zamestnanci akceptovali, aby mohli pracovať dva alebo tri dni v týždni z domu, je 2,6 %. Je to výrazne menej než hovoria iné odhady v empirickej literatúre. Barrero et al. (2021) odhaduje, že americkí pracovníci by akceptovali zníženie mzdy o 7 %, aby mohli dva alebo tri dni v týždni pracovať z domu. Nagler et al. (2024) odhaduje, že pracovníci v Nemecku sú ochotní vzdať sa 7,7 % svojho platu, aby mohli pracovať úplne na diaľku, a 5,4 %, aby mohli pracovať na diaľku dva dni v týždni. Cullen et al. (2025) sa zameria na technologický sektor v Spojených štátoch, kde odhaduje, že pracovníci sú ochotní vzdať sa približne 25 % svojho celkového platu za pozíciu umožňujúcu prácu na diaľku namiesto pozície, ktorá si vyžaduje ich úplnú prítomnosť na pracovisku.

Zistili sme veľké rozdiely v ochote akceptovať zníženie platu pri rôznych modeloch práce z domu. Zamestnanci, ktorí v súčasnosti častejšie pracujú z domu, sú pre zachovanie tohto pracovného režimu ochotní akceptovať väčšie zníženie

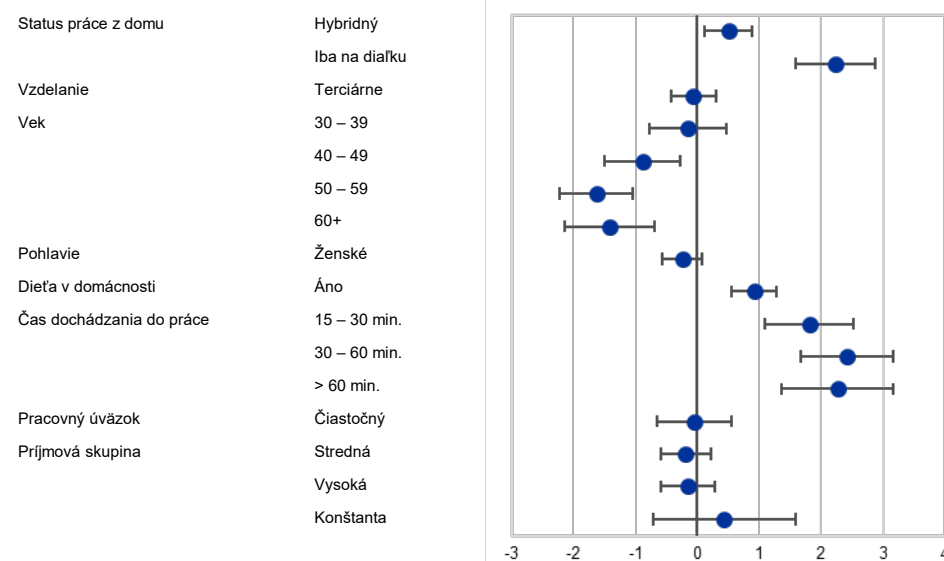
platu (graf B, panel b). Zamestnanci, ktorí pracujú iba na diaľku, sú ochotní akceptovať zníženie platu o 4,6 %. Naopak tí, ktorí v súčasnosti pracujú z domu jeden deň v týždni, by akceptovali zníženie platu len o 1,6 %. Medzi tými, ktorí sú ochotní akceptovať zníženie platu, je priemerné akceptovateľné zníženie oveľa vyššie (8,7 %). Naznačuje to, že hoci väčšina zamestnancov nie je veľmi ochotná vzdať sa časti platu výmenou za prácu z domu, niektorí ju považujú za cenný nemzdový benefit.

Miera, v akej si zamestnanci cenia možnosť pracovať z domu, závisí od osobnej a pracovnej charakteristiky (graf C). Mladší pracovníci majú tendenciu cenit si prácu na diaľku viac ako starší pracovníci. Tendenciu vysoko si cenit prácu na diaľku majú zamestnanci s deťmi v domácnosti (pozri napríklad Aksoy et al., 2025), rovnako ako zamestnanci s dlhšou cestou do práce. Naopak, príjem, úroveň vzdelania a pohlavie majú podľa všetkého len malý vplyv na to, ako si zamestnanci cenia prácu na diaľku.

Graf C

Ochota akceptovať zníženie platu: výsledky regresie pre osobné a pracovné charakteristiky

(percento súčasného platu)



Zdroj: Prieskum očakávaní spotrebiteľov ECB (CES) a výpočty ECB.

Poznámka: Výsledky ročného modulu trhu práce podľa CES z mája 2025 pre zamestnancov vo veku 20 až 64 rokov. Koeficienty a 95-percentné pásma spoľahlivosti z lineárnej regresie s heterogénne robustnými štandardnými chybami. Vynechali sa referenčné hodnoty „Nikdy“ a „1 deň v týždni“ (pre status práce z domu), „20 – 29“ (pre vek), „0 – 15 min.“ (pre čas dochádzania do práce) a „Nízka“ (pre príjmovú skupinu). Príjmové skupiny sú definované ako tercily upravených (trimovaných) hodinových miezd v apríli 2025. Z výsledkov sú vylúčení pracovníci, ktorých prácu nemožno vykonávať na diaľku. Príklad na ilustráciu: Pracovníci s hybridným modelom práce (2 – 4 dni z domu v týždni) sú v priemere ochotní akceptovať odhadom o 0,5 percentuálneho bodu väčšie zníženie mzdy ako pracovníci, ktorí pracujú z domu zriedka alebo nikdy. S 95-percentnou pravdepodobnosťou sa skutočná hodnota tohto odhadu pohybuje medzi 0,1 a 0,9 percentuálneho bodu, t. j. je pravdepodobne väčšia ako nula.

Tieto výsledky môžu byť ovplyvnené niekoľkými ďalšími faktormi. Práca na diaľku je spojená s problémami, ako je sociálna izolácia, menej príležitostí nadviazať kontakt s kolegami či obavy súvisiace so zviditeľnením sa v práci. To môže vysvetľovať, prečo mnohí zamestnanci nie sú ochotní akceptovať zníženie platu výmenou za hybridné pracovné možnosti. No niektorí zamestnanci – najmä tí, ktorí majú deti alebo dlhý čas dochádzania – si prácu z domu veľmi cenia, pretože im

pomáha lepšie zladať pracovný a osobný život. Pracovníkom, ktorí čelia špecifickým vonkajším okolnostiam, umožňuje zapojiť sa do trhu práce alebo prijať prácu, ktorú by inak nemohli vykonávať, napríklad vďaka zníženiu nákladov na dochádzanie alebo uľahčeniu opatrovateľských povinností. Flexibilita práce na diaľku preto môže zohrávať úlohu pri získavaní a udržaní pracovníkov, najmä v prípade napätia na trhu práce pri nedostatku kvalifikovaných pracovníkov.

Zdroje

Aksoy, C. G., Barrero, J. M., Bloom, N., Davis, S. J., Dolls, M. a Zarate, P. (2022), Working from Home Around the World, *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, s. 281 – 330.

Aksoy, C. G., Barrero, J. M., Bloom, N., Davis, S. J., Dolls, M. a Zarate, P. (2025), Working from Home in 2025: Five Key Facts, Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford University, 14. apríl.

Barrero, J. M., Bloom, N. a Davis, S. J. (2021), Why Working from Home Will Stick, *NBER Working Paper*, No 28731, apríl.

Bick, A., Blandin, A., Caplan, A. a Caplan, T. (2025), The work from home divide: Insights from six US surveys, *VoxEU column*, 4. marec.

Cullen, Z., Pakzad-Hurson, B. a Perez-Truglia, R. (2025), Home Sweet Home: How Much Do Employees Value Remote Work? *AEA Papers and Proceedings*, Vol. 115, máj, s. 276 – 281.

Dias da Silva, A., Georgarakos, D. a Weissler, M. (2023), [How people want to work – preferences for remote work after the pandemic](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB.

Nagler, M., Rincke, J. a Winkler, E. (2024), Working from home, commuting, and gender, *Journal of Population Economics*, Vol. 37, Art. No 58, 8. jún, s. 1 – 23.

Ilias Aarab, Marta Bańbura, Elena Bobeica a Emma Leguay

Miera pozornosti, ktorú ľudia venujú inflácii, môže ovplyvniť inflačné očakávania, prenos šokov do inflácie a transmisiu menovej politiky.

Miera pozornosti ovplyvňuje, ako sa formujú inflačné očakávania, ktoré majú zásadný význam pre dynamiku cien a miezd. Pozornosť venovaná inflácii sa v priebehu času mení.¹ Ak je veľká, očakávania sú citlivejšie na vývoj, čo môže viesť k výraznejšiemu a rýchlejšiemu prenosu do skutočných cien a miezd. Z výskumu tiež vyplýva, že reakcia na menovú politiku sa môže líšiť medzi tými, ktorí vývoj inflácie sledujú, a tými, ktorí ho nesledujú. Miera pozornosti ako taká môže ovplyvniť účinnosť transmisie menovej politiky (Pfäuti, 2024; Song a Stern, 2024).

Pozornosť venovanú inflácii nahrádzame meraním významnosti tejto témy v správach.

Prieskumy môžu poskytnúť priame informácie o miere pozornosti prostredníctvom prispôbených otázok, zatiaľ čo pokrytie v správach ponúka nepriamu alternatívu, keď odráža informácie dostupné ekonomickým agentom.² Zistilo sa, že pokrytie v správach ovplyvňuje vnímanie a očakávania spotrebiteľov, keďže domácnosti sa v prípade informácií o vývoji cien spoliehajú na médiá.³ Okrem toho, dostupnosť údajov v správach sa vyznačuje veľkou frekvenciou a včasnosťou.

V tomto boxe prinášame slovníkovo založené meranie pozornosti venovanej inflácii, ktoré vychádza z veľkého korpusu článkov vo všeobecne zameraných novinách v štyroch najväčších krajinách eurozóny.

Pri meraní pozornosti venovanej inflácii v eurozóne používame na odvodenie indexu neistoty hospodárskej politiky metodiku navrhnutú v Baker et al. (2016). Počítame podiel novinových článkov, ktoré obsahujú jedno alebo viac kľúčových slov súvisiacich s infláciou.⁴ Používame články zverejnené v pôvodnom jazyku v novinách z Francúzska, Nemecka, Talianska a Španielska.⁵ Tieto články pochádzajú z databázy správ Factiva, ktorú spravuje Dow Jones. Po uplatnení viacerých krokov predbežného spracovania a „čistenia“ výsledný súbor údajov obsahuje viac ako tri milióny článkov,

¹ Jednotlivci pri prijímaní rozhodnutí často nezhrádzajú alebo nespracúvajú všetky dostupné informácie, a to buď z dôvodu kognitívnych obmedzení, alebo z dôvodu nákladov. V druhom prípade zvyknú uprednostňovať signály, ktoré sú najrelevantnejšie (Handel a Schwartzstein, 2018; Coibion et al., 2018). Tento mechanizmus, známy ako „racionálna nepozornosť“ (viac v Maćkowiak et al., 2023), môže ovplyvniť očakávania, a preto má významné dôsledky pre ekonomickú dynamiku.

² Ďalšie štúdie sa zamerali na iné zdroje údajov, napr. X (bývalý Twitter), Google Trends alebo pokrytie v televízii, tak v prípade Spojených štátov, ako aj európskych krajín, pričom ich výsledky sú podobné ako výsledky uvedené v tomto boxe (viac napr. v Buelens, 2023; Korenok et al., 2022).

³ Napríklad Larsen et al. (2021), Nimark a Pitschner (2019) a Arndt (2024).

⁴ Okrem samotnej „inflácie“ používame aj niekoľko súvisiacich pojmov a výrazov vrátane synonym pojmov zvyšovanie cien, dynamika a tlaky, vývoj kúpnej sily a hodnota meny, spolu s ich gramatickými variantmi v každom jazyku.

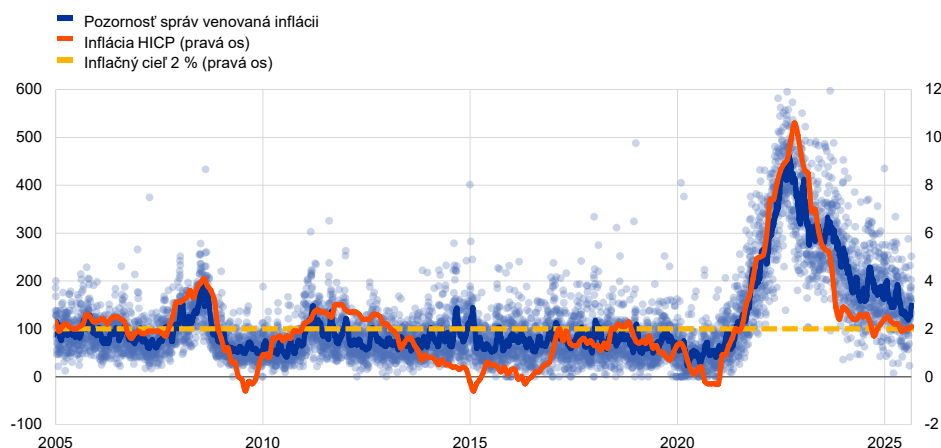
⁵ Francúzsko: *Le Monde, Les Echos, Le Figaro*; Nemecko: *Der Tagesspiegel, Die Welt, Die Süddeutsche Zeitung*; Taliansko: *Il Corriere della Sera, Il Sole 24 Ore, La Repubblica, La Stampa*; Španielsko: *El Mundo, El País, Expansión, La Vanguardia*.

pričom mesačne sa uverejňuje v priemere 10 000 článkov.⁶ Pre každý jazyk zostavíme súbor kľúčových slov súvisiacich s infláciou („slovník“) a v rámci korpusov jednotlivých novín vypočítame denný podiel článkov, ktoré obsahujú aspoň jedno z týchto kľúčových slov. Denné časové rady pre jednotlivé noviny sú štandardizované tak, aby mali štandardnú jednotkovú odchýlku za obdobie 1997 – 2011. Následne vypočítame priemer týchto štandardizovaných podielov v jednotlivých novinách, aby sme získali konsolidované denné časové rady. Napokon sa tento časový rad normalizuje tak, aby mal priemer 100 za rovnaké obdobie 1997 – 2011.⁷ Hodnota indexu pozornosti venovanej inflácii na úrovni 500 znamená, že pozornosť venovaná inflácii je päťkrát vyššia ako priemerná pozornosť venovaná inflácii v rokoch 1997 až 2011. Náš index inflačnej pozornosti vykazuje silnú koreláciu (0,85) s infláciou za celé obdobie dostupnej vzorky.

Graf A

Pozornosť venovaná inflácii v správach a inflácia HICP

(ľavá os: index relatívneho počtu článkov; pravá os: ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Dow Jones Factiva, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Pozornosť venovaná inflácii v správach sa počíta pomocou 28-dňového kĺzavého priemeru denného indexu. Denný index je znázornený ako modré tieňované body. Posledné údaje sú z augusta 2025.

Hoci pozornosť venovaná inflácii v správach klesla z vrcholu zaznamenaného v roku 2022, zostáva vyššia ako úrovne pozorované pred prudkým rastom inflácie (graf A).

Články v novinách sa na inflačný vývoj zamerali vo väčšom rozsahu z dôvodu prudkého rastu miery inflácie v eurozóne i mimo nej a pretože vyššie ceny zhoršili kúpnu silu. Táto zvýšená pozornosť venovaná inflácii počas obdobia jej prudkého rastu zdôrazňuje vplyv širšieho ekonomického prostredia na

⁶ Táto metodika predpokladá vysokú kvalitu textových údajov. Na tento účel uplatňujeme niekoľko krokov predbežného spracovania zameraných na vylúčenie dokumentov, ktoré pravdepodobne nebudú relevantné, a na vyčistenie ďalších dátových produktov, ktoré by mohli znejasňovať vstupy. Medzi príklady dokumentov, ktoré pravdepodobne nebudú relevantné, patria mimoriadne krátke alebo mimoriadne dlhé dokumenty, dokumenty s jednoznačne replikovaným obsahom a dokumenty, ktorých téma nepatrí do zoznamu kategórií súvisiacich s ekonomikou.

⁷ Naša metodika sa od metodiky Baker et al. (2016) líši v dvoch aspektoch. Po prvé, index počítame s dennou frekvenciou, zatiaľ čo Baker uplatňuje mesačnú frekvenciu. Tento prístup sme zvolili, keďže je dostupné dostatočné množstvo údajov a chceme postihnúť vysokofrekvenčné správy, ktoré poskytujú cenné informácie pred mesačným zverejnením harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP). Po druhé, pri štandardizácii a normalizácii využívame obdobie 1997 – 2011, zatiaľ čo Baker využíva obdobie 1985 – 2009. Táto úprava zahŕňa krízu štátneho dlhu, ktorá má osobitný význam pre európske krajiny.

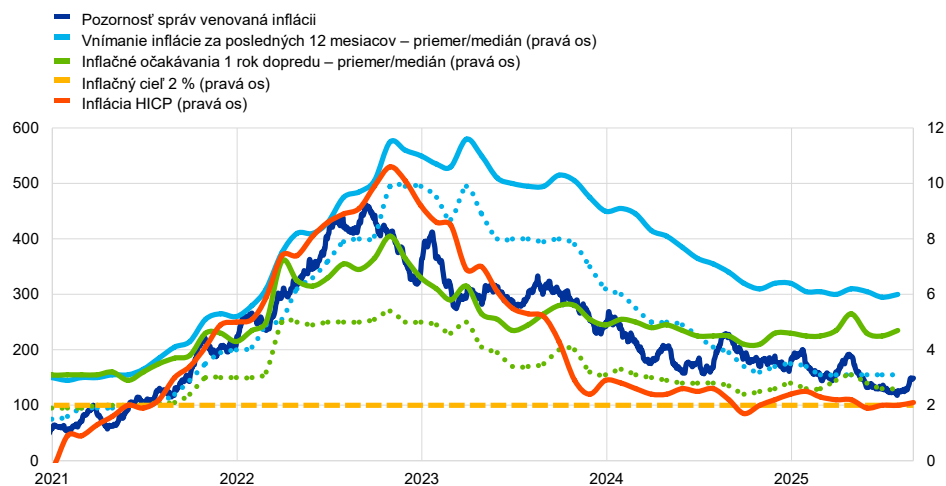
vzorke pozornosti, čo dokumentuje viacero štúdií.⁸ Hoci sa inflácia už nejaký čas pohybuje v blízkosti strednodobého cieľa ECB 2 %, pokrytie inflácie v médiách je stále pomerne vysoké.⁹ Toto pretrvávajúce môže odrážať dlhodobejšie účinky nedávnej najvýznamnejšej inflačnej epizódy v eurozóne. Ľudia si vysokú infláciu stále pamätajú, cenové hladiny sú vyššie v porovnaní s úrovňami pred prudkého rastu a kúpna sila sa oživuje len postupne (Bates et al., 2025).

Pretrvávajúca pozornosť venovaná inflácii v správach sa časovo zhodovala s pocitmi ľudí, že pokles inflácie je pomalší, ako v skutočnosti bol. Podľa prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB sa vnímanie inflácie spotrebiteľmi v reakcii na jej rast prudko zvýšilo, ale po poklese reálnej inflácie sa znižovalo oveľa pomalšie (graf B). Táto pomalšia normalizácia pravdepodobne prispela k pretrvávaniu zvýšených inflačných očakávaní, najmä o jeden rok dopredu, vzhľadom na silný vzťah medzi týmito dvomi premennými. Úroveň pokrytia inflačných tém v správach úzko koreluje s tým, ako spotrebiteľia vnímajú minulú infláciu a aké sú ich krátkodobé očakávania, tak počas rastu inflácie, ako aj v čase jej následného poklesu. Podobne ako pozornosť venovaná inflácii v novinách, zostalo aj jej vnímanie a očakávania mierne vyššie ako pred prudkým rastom, hoci skutočná inflácia klesla rýchlejšie.

Graf B

Pozornosť, vnímanie a očakávania venované inflácii v nedávnom období vysokej inflácie

(ľavá os: index relatívneho počtu článkov; pravá os: ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Dow Jones Factiva, Prieskum spotrebiteľských očakávaní, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Pozornosť venovaná inflácii v správach sa počíta pomocou 28-dňového klzavého priemeru denného indexu. Vnímanie inflácie a očakávania spojené s infláciou ukazujú priemernú mieru (plné čiary) vyplývajúcu z odpovedí v prieskume a mediánovú mieru (prerušované čiary). Posledné údaje o pozornosti venovanej inflácii v správach a o inflácii HICP sú z augusta 2025 a posledné údaje o vnímanej inflácii za posledných 12 mesiacov a o inflačných očakávaniach o jeden rok dopredu sú z júla 2025.

Pozornosť venovaná inflácii vo všeobecnosti sa tento rok trochu zmenšila, a hoci sa normalizovala v prípade energií, v prípade potravín zostáva zvýšená. Koncom augusta bola pozornosť venovaná inflácii nižšia ako na začiatku roka.

⁸ Bracha a Tang (2025); Coibion a Gorodnichenko (2025); Weber et al. (2025).

⁹ Podobný priebeh možno pozorovať aj v Spojených štátoch, hoci miera pozornosti venovanej inflácii je odlišná (Pfäuti, 2025).

Dočasný nárast správ o inflácii sa vyskytol začiatkom apríla, čo sa zhoduje s oznámením cieľ Spojených štátov 2. apríla. Po uvoľnení napätia súvisiaceho s clami však opadol. Pokiaľ ide o energie a potraviny – dve zložky, ktoré mali zásadný význam pri počiatočnom zvýšení inflácie a výrazne vplývali na očakávania – bližší pohľad odhalil určité spoločné znaky a určité protichodné trendy. Počas prudkého zvýšenia inflácie sa obom týmto zložkám venovala v správach podstatne väčšia pozornosť ako všeobecne inflácii. V porovnaní s historickým priemerom sa, konkrétne, pokrytie inflácie cien energií zvýšilo sedemkrát a pokrytie inflácie cien potravín jedenásťkrát. V prípade celkovej inflácie, pre porovnanie, sa pokrytie zvýšilo približne päťnásobne. Pozornosť venovaná inflácii cien energií sa vo veľkej miere vrátila na úroveň pred prudkého rastu, zatiaľ čo inflácia cien potravín má naďalej značné mediálne pokrytie.¹⁰ Tento vývoj je v súlade s pretrvávajúcou zvýšenou infláciou potravín, v auguste 2025 medziročne na úrovni 3,2 %, a cenami potravín naďalej výrazne prevyšujúcimi úroveň pred pandémie.

Celkovo sa pozornosť venovaná inflácii znížila, čo podčiarkuje význam širšieho ekonomického prostredia pri formovaní mediálneho obsahu.

Pozornosť však zostáva nad úrovňou zaznamenanou pred prudkým zvýšením inflácie. Môže to odrážať mieru inflácie niektorých položiek, napríklad potravín, ktorá je stále vyššia ako pred pandemiou, ako aj dlhodobější vplyv najvýraznejšej inflačnej epizódy v nedávnej histórii eurozóny na kolektívnu pamäť Európanov. Takáto trvalá pozornosť by mohla mať vplyv na to, ako sa budúce otrasy šíria v ekonomike (Salle et al., 2023; Pfäuti, 2025).

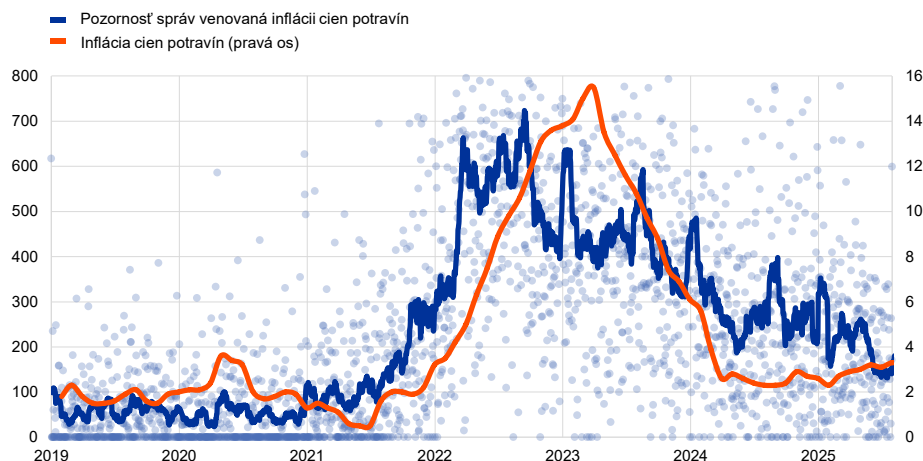
¹⁰ Pri analýze zložiek inflácie sme vychádzali z metodiky Baker et al. (2016). Použili sme prístup hierarchického označovania a pridali sme jednu vrstvu v mechanizme párovania kľúčových slov. Konkrétne v súbore článkov súvisiacich s infláciou sme identifikovali tie, ktoré obsahovali jedno alebo viac kľúčových slov, ktoré boli všeobecne spojené s danou inflačnou zložkou. Potom sme vypočítali podiel týchto článkov k celkovému počtu uverejnených článkov, teda sme výpočet neobmedzovali len na podskupinu článkov súvisiacich s infláciou. Použili sme rovnaké štandardizačné a normalizačné kroky ako pri indexe pozornosti venovanej celkovej inflácii. Zameraním sa na články s témou inflácie a uplatnením rozsiahlych slovníkov typických pre potraviny a energie sme maximalizovali pokrytie bez toho, aby sa strácala presnosť.

Graf C

Pozornosť venovaná v správach zložkám inflácie

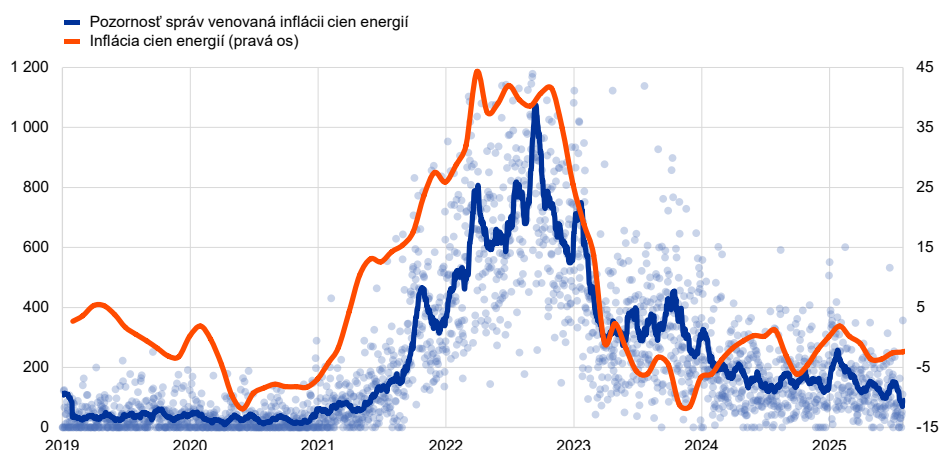
a) Pozornosť venovaná inflácii cien potravín

(ľavá os: index relatívneho počtu článkov; pravá os: ročná percentuálna zmena)



b) Pozornosť venovaná inflácii cien energií

(ľavá os: index relatívneho počtu článkov; pravá os: ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Dow Jones Factiva, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Pozornosť venovaná v správach inflácii cien potravín a inflácii cien energií sa počíta pomocou 28-dňových klzavých priemerov denných indexov. Denné indexy sú znázornené ako modré tieňované body. Denné indexy sú normalizované, aby mali priemer 100 za obdobie 1997 – 2011. Hodnota indexu pozornosti venovanie inflácii cien potravín na úrovni 700 znamená, že pozornosť venovaná potravinovej zložke inflácie je sedemkrát vyššia ako priemerná pozornosť venovaná inflácii cien potravín v rokoch 1997 až 2011. Posledné údaje sú z augusta 2025.

Zdroje

Arndt, S. (2024), [Different Newspapers – Different Inflation Perceptions](#), *Working Paper*, Heidelberg University, jún.

Baker, S. R., Bloom, N. a Davis, S. J. (2016), [Measuring Economic Policy Uncertainty](#), *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No 4, november, s. 1593 – 1636.

Bates, C., Bodnár, K., Botelho, V. a Rousseau, F. (2025), [Real wage catch-up in the euro area](#), *Economic Bulletin*, ECB, Issue 5.

Bracha, A. a Tang, J. (2025), [Inflation Levels and \(In\)Attention](#), The Review of Economic Studies, Vol. 92, No 3, máj, s. 1564 – 1594.

Buelens, C. (2023), [Googling “Inflation: What does Internet Search Behaviour Reveal about Household \(In\)attention to Inflation and Monetary Policy?”](#), Discussion Papers, No 183, European Commission, marec.

Coibion, O. a Gorodnichenko, Y. (2025), [Inflation, Expectations and Monetary Policy: What Have We Learned and to What End?](#), *Discussion Paper Series*, IZA Institute of Labor Economics, No 17919, máj.

Coibion, O., Gorodnichenko, Y. a Kumar, S. (2018), [How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence](#), American Economic Review, Vol. 108, No 9, september, s. 2671 – 2713.

Handel, B. a Schwartzstein, J. (2018), [Frictions or Mental Gaps: What’s Behind the Information We \(Don’t\) Use and When Do We Care?](#), Journal of Economic Perspectives, Vol. 32, No 1, s. 155 – 178.

Korenok, O., Munro, D. a Chen, J. (2022), [Inflation and attention thresholds](#), Discussion Paper, No 1175, Global Labor Organization

Larsen, V. H., Thorsrud, L. A. a Zhulanova, J. (2021), [News-driven inflation expectations and information rigidities](#), Journal of Monetary Economics, Vol. 117, s. 507 – 520.

Maćkowiak, B., Matějka, F. a Wiederholt, M. (2023), [Rational Inattention: A Review](#), Journal of Economic Literature, Vol. 61, No 1, marec, s. 226 – 273.

Nimark, K. P. a Pitschner, S. (2019), [News media and delegated information choice](#), Journal of Economic Theory, Vol. 181, máj, s. 160 – 196.

Pfäuti, O. (2025), [The Inflation Attention Threshold and Inflation Surges](#), Papers 2308.09480, arXiv.org, revidované 2025.

Pfäuti, O. (2024), [Inflation – Who Cares? Monetary Policy in Times of Low Attention](#), Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 57, No 5.

Salle, I., Gorodnichenko, Y. a Coibion O. (2023), [Lifetime Memories of Inflation: Evidence from Surveys and the Lab](#), NBER *Working Paper*, No 31996, december.

Song, W. a Stern, S. (2024), [Firm Inattention and the Efficacy of Monetary Policy: A Text-Based Approach](#), The Review of Economic Studies, Vol. 92, No 5, október, s. 3438 – 3469.

Weber, M., Candia, B., Afrouzi, H., Ropele, T., Lluberas, R., Frache, S., Meyer, B., Kumar, S., Gorodnichenko, Y., Georgarakos, D., Coibion, O., Kenny, G. a Ponce, J. (2025), [Tell Me Something I Don’t Already Know: Learning in Low- and High-Inflation Settings](#), Econometrica, Vol. 93, No 1, január, s. 229 – 264.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 23. apríla do 29. júla 2025

Samuel Bieber a Vladimir Tsonchev

V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystému počas tretieho a štvrtého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2025. Tieto dve udržiavacie obdobia spolu zahŕňajú obdobie od 23. apríla do 29. júla 2025 (sledované obdobie).

Priemerná nadbytočná likvidita v bankovom systéme eurozóny sa ďalej znižovala. Poskytovanie likvidity sa znížilo v dôsledku nižšej držby Eurosystému v programe nákupu aktív (asset purchase programme – APP) a v núdzovom pandemickom programe nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) po ukončení reinvestícií v rámci programov APP na začiatku júla 2023 a PEPP na konci decembra 2024. Pokles bol čiastočne kompenzovaný pokračujúcim znižovaním absorpcie likvidity prostredníctvom čistých autonómnych faktorov.

Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového sektora, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, v sledovanom období klesla o 36 mld. € na 1 318 mld. €. Odrážalo to skutočnosť, že autonómne faktory absorbujúce likviditu sa zvýšili menej ako autonómne faktory poskytujúce likviditu (tabuľka A). Požiadavky na povinné minimálne rezervy zostali na úrovni 167 mld. € a nemali žiadny vplyv na agregovanú potrebu likvidity.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu v sledovanom období stúpili o 60 mld. € najmä v dôsledku nárastu ostatných autonómnych faktorov. Čisté ostatné autonómne faktory vzrástli v priemere o 52 mld. €. Bolo to spôsobené najmä nárastom účtov precenenia približne o 70 mld. € v dôsledku vyšších cien zlata (viac v odseku o autonómnych faktoroch poskytujúcich likviditu), ktorý bol čiastočne kompenzovaný poklesom kapitálu a rezerv v Eurosystéme v nadväznosti na straty v roku 2024. Vládne vklady mierne klesli o 5 mld. € na 104 mld. €. Celkový pokles v tejto položke od roku 2022 odráža zmeny v úročení vládnych vkladov v držbe Eurosystému (ktoré finančne zatriktívili umiestňovanie finančných prostriedkov na trhu), ako aj normalizáciu hotovostných rezerv v držbe národných pokladníc. V súlade s obvyklým sezónnym vývojom sa priemerná hodnota bankoviek v obehu v sledovanom období zvýšila o 14 mld. € na 1 583 mld. €.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu sa zvýšili o 97 mld. €, čo odrážalo najmä nárast čistých zahraničných aktív o 74 mld. €. Tento nárast držby čistých zahraničných aktív bol spôsobený najmä vyššími cenami zlata. Čisté aktíva denominované v eurách stúpili počas sledovaného obdobia o 23 mld. €.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 23. apríl – 29. júl 2025						Predchádzajúce sledované obdobie: 5. február – 22. apríl 2025	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 23. apríl – 10. jún 2025		Štvrté udržiavacie obdobie: 11. jún – 29. júl 2025		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory absorbujúce likviditu	2 861	(+60)	2 877	(+52)	2 845	(-33)	2 801	(+61)
Bankovky v obehu	1 583	(+14)	1 579	(+7)	1 587	(+8)	1 569	(-0)
Vládne vklady	104	(-5)	104	(+4)	103	(-1)	109	(-2)
Ostatné autonómne faktory (čisté) ¹⁾	1 174	(+52)	1 194	(+41)	1 154	(-40)	1 122	(+63)
Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy	5	(-0)	6	(+0)	5	(-1)	5	(-0)
Povinné minimálne rezervy²⁾	167	(+0)	167	(+1)	167	(-0)	167	(+3)
Jednodňové sterilizačné operácie	2 705	(-120)	2 740	(-67)	2 671	(-69)	2 825	(-92)
Dolaďovacie operácie absorbujúce likviditu	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Zdroj: ECB.

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

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

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

Aktíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 23. apríl – 29. júl 2025						Predchádzajúce sledované obdobie: 5. február – 22. apríl 2025	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 23. apríl – 10. jún 2025		Štvrté udržiavacie obdobie: 11. jún – 29. júl 2025		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Autonómne faktory poskytujúce likviditu	1 710	(+97)	1 722	(+65)	1 699	(-23)	1 613	(+133)
Čisté zahraničné aktíva	1 330	(+74)	1 345	(+58)	1 315	(-29)	1 256	(+85)
Čisté aktíva v eurách	380	(+23)	377	(+6)	384	(+6)	357	(+48)
Nástroje menovej politiky	4 029	(-156)	4 068	(-78)	3 989	(-80)	4 185	(-162)
Operácie na voľnom trhu	4 029	(-156)	4 068	(-78)	3 989	(-80)	4 185	(-162)
Úverové operácie	23	(-2)	25	(+1)	21	(-4)	26	(-14)
- Hlavné refinančné operácie	10	(+0)	11	(+1)	8	(-3)	9	(-1)
- Trojmesačné LTRO	13	(-3)	14	(-1)	13	(-1)	16	(+2)
- TLTRO III	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-16)
Portfóliá priamych nákupov ¹⁾	4 005	(-154)	4 043	(-78)	3 968	(-76)	4 159	(-147)
Jednodňové refinančné operácie	0	(-0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližšiu 1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu. LTRO znamená dlhodobější refinančné operácie a TLTRO III znamená tretiu sériu cielených dlhodobějších refinančných operácií.

1) Po ukončení čistých nákupov aktív sa prestalo uvádzať členenie portfólií priamych nákupov na jednotlivé položky.

Ostatné informácie o likvidite

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 23. apríl – 29. júl 2025						Predchádzajúce sledované obdobie: 5. február – 22. apríl 2025	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 23. apríl – 10. jún 2025		Štvrté udržiavacie obdobie: 11. jún – 29. júl 2025		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Celková spotreba likvidity¹⁾	1 318	(-36)	1 323	(-11)	1 313	(-10)	1 354	(-69)
Čisté autonómne faktory²⁾	1 151	(-37)	1 156	(-12)	1 146	(-9)	1 188	(-72)
Nadbytočná likvidita³⁾	2 711	(-120)	2 746	(-67)	2 676	(-70)	2 830	(-92)

Zdroj: ECB.

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

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

2) Vypočítava sa ako rozdiel medzi autonómnyimi faktormi likvidity na strane pasív a autonómnyimi faktormi likvidity na strane aktív.

Na účely tejto tabuľky sa do čistých autonómnych faktorov pridávajú aj položky v procese zúčtovania.

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

Vývoj úrokových sadzieb

(priemerné hodnoty; v % a percentuálnych bodoch)

	Aktuálne sledované obdobie: 23. apríl – 29. júl 2025				Predchádzajúce sledované obdobie: 5. február – 22. apríl 2025			
	Tretie udržiavacie obdobie: 23. apríl – 10. jún 2025		Štvrté udržiavacie obdobie: 11. jún – 29. júl 2025		Prvé udržiavacie obdobie: 5. február – 11. marec 2025		Druhé udržiavacie obdobie: 12. marec – 22. apríl 2025	
Hlavné refinančné operácie	2,40	(-0,25)	2,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)	2,65	(-0,25)
Jednodňové refinančné operácie	2,65	(-0,25)	2,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)
Jednodňové sterilizačné operácie	2,25	(-0,25)	2,00	(-0,25)	2,75	(-0,25)	2,50	(-0,25)
€STR	2,17	(-0,25)	1,92	(-0,25)	2,67	(-0,25)	2,42	(-0,25)
RepoFunds Rate Euro	2,25	(-0,24)	2,00	(-0,24)	2,73	(-0,23)	2,49	(-0,25)

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

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

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

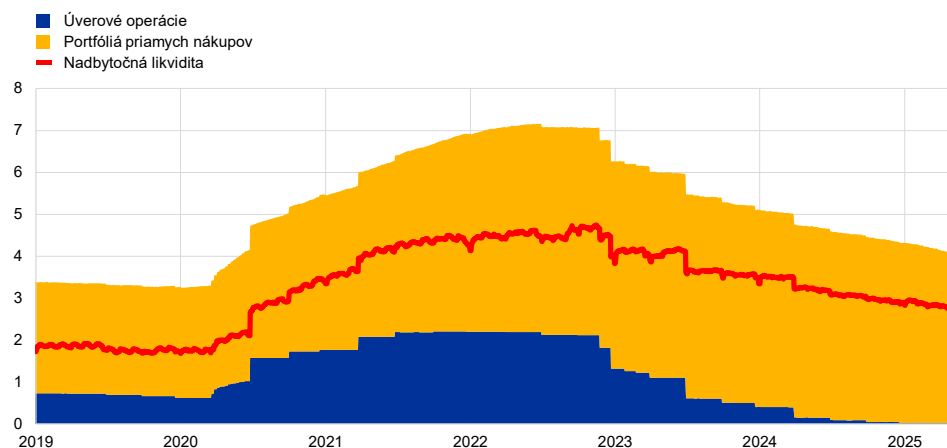
Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky v sledovanom období klesol o 156 mld. € na 4 029 mld. € (graf A).

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

Graf A

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

(v bil. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z 29. júla 2025.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom držby priamych menových portfólií sa v sledovanom období znížil o 154 mld. € na 4 005 mld. €.

Tento pokles bol spôsobený pokračujúcou splatnosťou držíeb v rámci programov APP a PEPP bez ďalšieho reinvestovania.¹

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 2 mld. € na 23 mld. €. Priemerný zostatok hlavných refinančných operácií bol stabilný na úrovni 10 mld. €, kým priemerný zostatok trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií klesol o 3 mld. € na 13 mld. €. Klesajúca účasť bánk na týchto pravidelných operáciách odráža ich celkovo pohodlnú likviditnú pozíciu a dostupnosť alternatívnych zdrojov financovania s atraktívnymi trhovými sadzbami a splatnosťami.

Nadbytočná likvidita

Priemerná nadbytočná likvidita sa počas sledovaného obdobia znížila o 120 mld. € na 2 711 mld. € (graf A). Nadbytočná likvidita je súčet bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu použitých jednoduchových sterilizačných operácií a jednoduchových refinančných operácií bánk. Odráža rozdiel medzi celkovou likviditou poskytnutou bankovému sektoru prostredníctvom nástrojov menovej politiky a likviditou, ktorú banky potrebujú na krytie svojich povinných minimálnych rezerv. Od dosiahnutia najvyššej hodnoty 4 748 mld. € v novembri 2022 nadbytočná likvidita neustále klesá.

Vývoj úrokových sadzieb

Rada guvernérov sa na zasadnutí z 5. júna 2025 rozhodla znížiť o 25 bázických bodov všetky tri kľúčové úrokové sadzby ECB – vrátane sadzby jednoduchových sterilizačných operácií, prostredníctvom ktorej riadi nastavenie menovej politiky. V dôsledku toho sa sadzba jednoduchových sterilizačných operácií znížila na 2 %, sadzba hlavných refinančných operácií na 2,15 % a sadzba jednoduchových refinančných operácií na 2,4 %.

Vývoj priemernej krátkodobej eurovej sadzby (€STR) v priebehu sledovaného obdobia odzrkadľoval zníženie sadzieb ECB, pričom sadzba €STR si udržala negatívny spread so sadzbou jednoduchových sterilizačných operácií. €STR bola počas sledovaného obdobia v priemere o 7,9 bázického bodu nižšia ako sadzba jednoduchových sterilizačných operácií, v porovnaní s priemerom 8,4 bázického bodu počas prvého a druhého udržiavacieho obdobia roka 2025. Zmeny menovopolitických úrokových sadzieb sa úplne a okamžite preniesli do sadzieb na nezabezpečenom peňažnom trhu.

Prenos zmien menovopolitických sadzieb do repo sadzieb bol takisto hladký a okamžitý. Priemerná repo sadzba eurozóny meraná indexom RepoFunds Rate Euro zostala bližšie k sadzbe jednoduchových sterilizačných operácií než k sadzbe €STR. V priemere bola repo sadzba počas sledovaného obdobia rovnaká ako

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

sadzba jednodňových sterilizačných operácií, kým v prvom a druhom udržiavacom období roka 2025 bola o 1,3 bazického bodu nižšia. Pokračujúce postupné zužovanie spreadu medzi repo sadzbami a sadzbou jednodňových sterilizačných operácií odráža zvyšujúcu sa dostupnosť kolaterálu v dôsledku vyššej čistej emisie štátov a klesajúcej držby Eurosystému v programoch APP a PEPP.

© Európska centrálna banka, 2025

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

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

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

Uzavierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 10. septembra 2025.

PDF ISSN 2363-3549, QB-01-25-078-SK-N