

Na plný prenos vyšších sadzieb do ekonomiky si ešte počkáme

- ✂ Zhoršenie očakávaného budúceho vývoja inflácie prinieslo druhé zvýšenie sadzieb za tri mesiace
- ✂ Kým júnové zvýšenie už zdražuje nové úvery a zatraktívňuje sporenie, septembrové sa v dátach ešte len prejaví
- ✂ Objemy firemných úverov zatiaľ drží predzásobenie pred ďalším zdražením financovania
- ✂ Ekonomika eurozóny odoláva vďaka spotrebe, verejným výdavkom a investíciám

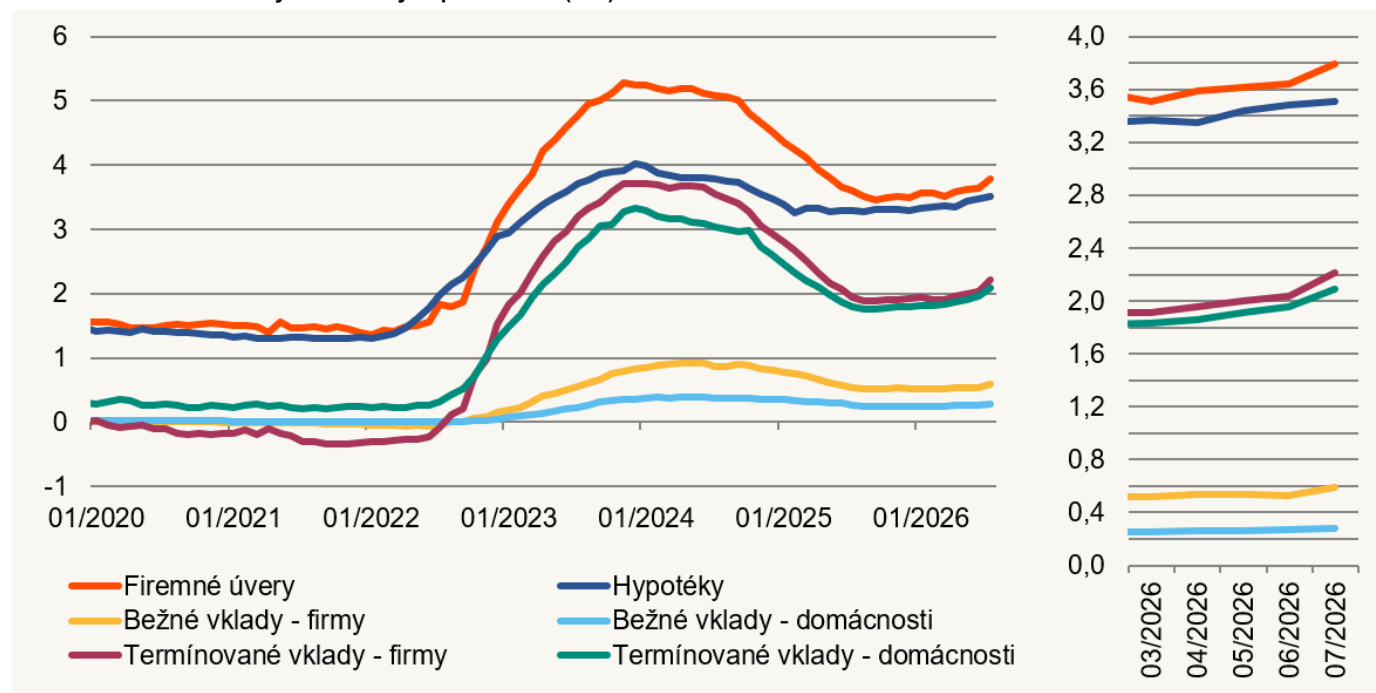
náročný priemysel, ktorý musí súčasne súperiť s výrobcami v krajinách s lacnejšími energiami.

September priniesol druhé tohtoročné zvýšenie sadzieb v eurozóne. Nová prognóza ECB ukazuje, že inflačné tlaky sú vytrvalejšie a netýkajú sa len energií. ECB aj preto v súlade s očakávaniami zvýšila [depozitnú sadzbu](#) o ďalších 25 bázických bodov, už druhýkrát v tomto roku. Prezidentka ECB Christine Lagarde označila rozhodnutie za jednomyselné. Efekt sa dostaví postupne. Vyšší úrok najprv zmení cenu pôžičiek a výnosy z úspor. Až potom začnú domácnosti a firmy meniť svoje nákupy, investície alebo ochotu vziať si nový úver.

Ekonomika eurozóny už na predošlé, júnové zvýšenie sadzieb reaguje. Najprv zdraželi peniaze samotným bankám. Tie potom začali vyššie náklady prenášať do nových firemných úverov a zároveň ponúkli lepší úrok z vkladov. Hypotéky sa hýbu pomalšie, pretože ich cena závisí aj od toho, za koľko si banky vedia zabezpečiť peniaze na niekoľko rokov dopredu. Objemy novoposkytnutých úverov reagujú zväčša ešte neskôr: dnešné čerpanie často vychádza z rozhodnutí, ktoré firmy a domácnosti urobili už pred mesiacmi. Menová politika však funguje s oneskorením. Ani júnové zvýšenie sadzieb sa ešte v ekonomike naplno neprejavilo a na hodnotenie septembrového kroku je zatiaľ priskoro.

Očakávania budúceho vývoja cien energií sú pesimistickejšie než v lete. Ceny ropy sa dostali nad úroveň, s ktorou počítal nepriaznivý scenár ECB pre štvrtý štvrťrok a ceny plynu sa pohybujú približne na nej. Nízke zásoby plynu zároveň zvyšujú citlivosť Európy na ďalšie výpadky dodávok. Vyššie náklady tak naďalej tlačia na infláciu aj na firmy. Ekonomika zatiaľ odoláva vďaka spotrebe, trhu práce a verejným investíciám. Najzraniteľnejší je pritom energeticky

Graf 1
Eurozóna: Úrokové sadzby na bankových produktoch (v %)



Zdroj: ECB

Energetický aj inflačný výhľad sa zhoršil

Aktuálna prognóza zvýšila výhľad jadrovej inflácie na roky 2027 a 2028, takže silnejšie cenové tlaky sa netýkajú iba energií. Odvtedy sa konflikt na Blízkom východe vyostřil a ropa aj plyn ďalej zdraželi. Ceny ropy sú už nad úrovňou nepriaznivého scenára ECB pre štvrtý štvrťrok a pri plyne riziko zvyšujú nízke zásoby.

ECB nadviazala na júnové zvýšenie sadzieb ďalším sprísnením menovej politiky

V septembri zvýšila základné sadzby o 25 bázických bodov, čo posunulo referenčnú depozitnú sadzbu na 2,50 %. Za aktuálnych okolností to nebolo prekvapením. Zmeny sadzieb sa však do ekonomiky prenášajú postupne a septembrové rozhodnutie je ešte príliš čerstvé, aby sme jeho účinky mohli pozorovať v dátach. Už teraz však vidno, ako pôsobí rovnaké zvýšenie sadzieb z júna.

Najskôr zdražejú peniaze samotným bankám...

Júnové rozhodnutie ECB sa takmer okamžite prejavilo na zdražení krátkodobých pôžičiek na medzibankovom trhu. Bankám vzrástli aj náklady financovania prostredníctvom dlhopisov. K tomuto vývoju prispeli aj očakávania ďalšieho zvyšovania sadzieb a rast výnosov vo svete. Pre klientov bánk to znamená, že drahšie financovanie finančných inštitúcií sa postupne premietne do sadzieb pre firmy a domácnosti. Rýchlosť prenosu sa medzi produktmi líši, jeho smer je však už viditeľný (**graf 1**).

...potom úvery pre firmy a neskôr aj domácnosti

Pri produktoch, ktoré sa viažu na krátke sadzby, je zmena rýchla; pri dlhších úveroch závisí aj od toho, čo trh čaká o niekoľko rokov. Firemné financovanie reaguje rýchlejšie, pretože častejšie využíva pohyblivé sadzby alebo kratšie fixácie. Priemerný úrok na nových firemných úveroch sa medzi májom a júlom zvýšil z 3,6 % na približne 3,8 % (**graf 1**, červená čiara). Ceny hypoték sa zatiaľ pohli menej (**graf 1**, modrá čiara). Viac závisia od dlhších sadzieb na trhu a domácnosť, ktorá už hypotéku má, zmenu často nepocíti až do konca fixácie.

Nové úspory sa presúvajú za vyšším výnosom

Vyššie sadzby ECB neovplyvňujú len cenu úverov. Zvyšujú aj odmenu za odloženie spotreby, keďže robia sporenie atraktívnejším. V eurozóne sa po júnovom zvýšení sadzieb úročenie nových termínovaných vkladov domácností ďalej zvýšilo, zatiaľ čo úročenie bežných vkladov sa prakticky nezmenilo (**graf 1**). Kým peniaze na bežnom účte takmer nič nezarábajú, krátkodobý termínovaný vklad prináša

domácnostiam v porovnaní s bežným účtom v júli takmer o dva percentuálne body vyšší úrok. Časť nových úspor sa preto presúva z bežných účtov na termínované vklady (**graf 2**), do dlhopisov či fondov. Peniaze z ekonomiky nemiznú, ale nie sú tak ľahko dostupné na okamžitú spotrebu.

Objemy úverov reagujú pomalšie ako sadzby

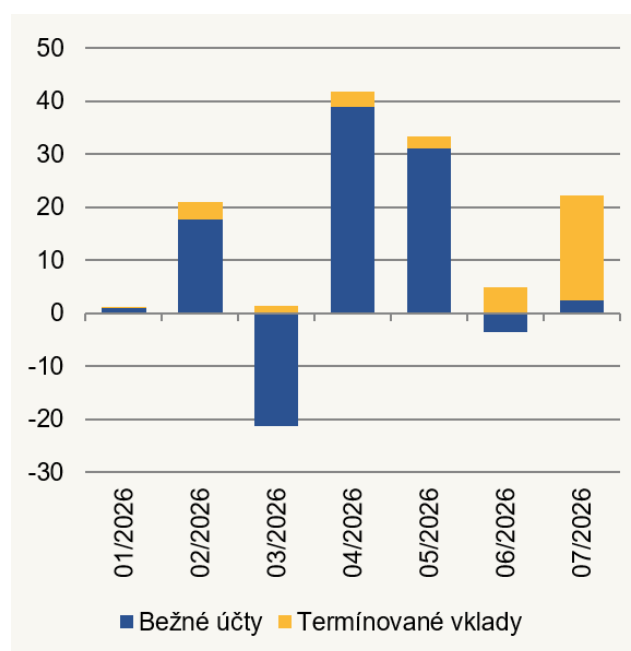
Nové financovanie sa po júnovom zvýšení sadzieb nezastavilo, objem poskytnutých firemných úverov bol v júli medziročne vyšší o 4,4 %. Dnešné čerpanie však môže byť výsledkom investície dohodnutej pred zvýšením sadzieb, refinancovania starého úveru alebo snahy požičať si skôr, kým financovanie ešte viac nezdražie. Čerstvejší obraz preto ponúkajú prieskumy bánk, ktoré už v druhom štvrťroku hlásili výrazný pokles dopytu po hypotékach a prísnejšie úverové štandardy.

Septembrové zvýšenie sa v dátach ukáže až neskôr

Septembrový krok ECB sa v dostupných bankových dátach ešte nestihol ukázať a ani účinok júnového zvýšenia sadzieb sa ešte neprejavil naplno. V každom prípade, jeho prenos do ekonomiky zatiaľ prebieha v poradí, ktoré by sme čakali. Trhy zareagovali takmer okamžite, bankové sadzby s menším odstupom a správanie sa klientov sa mení postupne. Až ako posledné prídu širšie dôsledky pre spotrebu, investície a objem úverov. Ekonomika eurozóny však zostáva odolná, čo naznačuje, že dôsledky vyšších sadzieb zatiaľ vyvažujú iné zdroje rastu (o zdrojoch tejto odolnosti viac v boxe).

Graf 2

Vklady domácností mesačné toky (v mld. EUR)



Zdroj: Macrobond

BOX: EKONOMIKA ZOSTÁVA ODOLNÁ, SPOTREBITELIA SI POMÁHAJÚ ÚSPORAMI

V druhom štvrtroku 2026 eurozóna preukázala pozoruhodnú odolnosť voči nepriaznivým externým šokom.

Napriek výraznému rastu cien energií v dôsledku vojny na Blízkom východe hrubý domáci produkt aj v druhom štvrtroku vzrástol o 0,3 % (bez vplyvu volatilných írskych dát, ktoré obsahujú transakcie nadnárodných spoločností spojené s daňovou optimalizáciou).

Po skúsenostiach s energetickým šokom z roku 2022 je ekonomika eurozóny na ten súčasný lepšie pripravená. Diverzifikácia energetických zdrojov a nižšia energetická náročnosť pomohli priemyslu, ktorý tak dokázal ťažiť z vyšších objednávok spojených s predzásobovaním (bližšie [FH 08/26](#)). Vďaka tomu rástla najmä produkcia v odvetviach priamo naviazaných na energetické komodity. Priemysel však podporili aj vyššie výdavky na obranu.

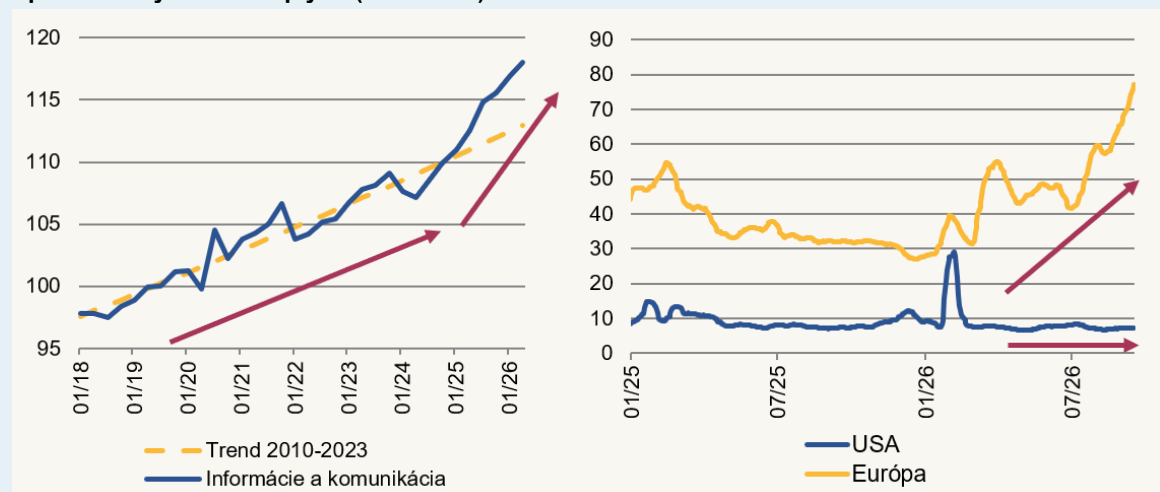
Ekonomiku podporili aj výdavky spojené s digitalizáciou, rozvojom umelej inteligencie a budovaním súvisiacej infraštruktúry. Solídne rástla výroba počítačov, elektronických a optických zariadení. Pozitívny vplyv výdavkov spojených s projektami umelej inteligencie sa asi najvýraznejšie prejavuje v sektore informačných a telekomunikačných služieb. V tomto odvetví sa v posledných štvrtrokoch zrýchlil rast produktivity, čo možno pripísať práve aktivitám spojeným s umelou inteligenciou (**graf 4**, vľavo). Vyšší dopyt spojený s rozvojom umelej inteligencie sa pretavuje aj do investícií, zatiaľ predovšetkým infraštruktúrnych.

Po poklese v prvom štvrtroku sa výraznejšie oživila aj spotreba domácností. Počiatočný prepád dôvery sa zmiernil a ustúpili aj obavy z výrazného rastu cien. Hoci energetický šok odkrojil spotrebiteľom z príjmov, rast súkromnej spotreby v druhom štvrtroku výrazne prispel k rastu ekonomiky. Inými slovami, domácnosti uprednostnili spotrebu pred úsporami. V prostredí solídneho ekonomického rastu a spotreby však rastie riziko, že prenos zvýšených energetických nákladov do cien môže byť silnejší.

Eskalácia vojnového konfliktu na Blízkom východe predstavuje výrazné riziko pre ekonomický rast. Opätovný, prudký nárast cien ropy i plynu bude znamenať vyššiu infláciu, čo môže nahlodať dôveru domácností a oslabiť tak ich spotrebu. Navyše, napriek zníženiu energetickej náročnosti Európa zostáva na dovoze energií závislá. Hoci súčasný nárast cien plynu je podstatne slabší ako v rokoch 2021/22, konkurencieschopnosť európskeho priemyslu sa aj tak zhorší. Najmä voči USA, kde sa cena plynu takmer nezmenila (**graf 4**, vpravo). Tento cenový rozdiel predstavuje problém hlavne pre podniky, ktoré používajú zemný plyn ako priamy vstup. V mnohých krajinách sa od cien plynu odvíja aj cena elektriny, čo znásobuje cenové tlaky v priemysle i pre spotrebiteľov.

Graf 4

Vľavo: Produktivita v odvetví informácie a komunikácia v porovnaní s trendom 2010 – 2023 (index, 2019=100)
Vpravo: Ceny zemného plynu (EUR/MWh)



Zdroj: Macrobond