

Ekonomika eurozóny odoláva konfliktu, no riziká nezmizli

- ✂ Počas uplynulých dvoch mesiacov sa ekonomické prostredie v eurozóne zmenilo hneď dvakrát
- ✂ Kým jún sa niesol v znamení viditeľného spomalenia inflácie a dočasného upokojenia situácie v Perzskom zálive, júl bol poznačený opätovnou eskaláciou konfliktu
- ✂ Ekonomika eurozóny zatiaľ energetickému šoku odoláva a podniky sa zmenenému prostrediu dokážu nateraz prispôbiť
- ✂ Eurozóna odoláva aj ďalšej výzve vo forme amerických ciel (viac v boxe)

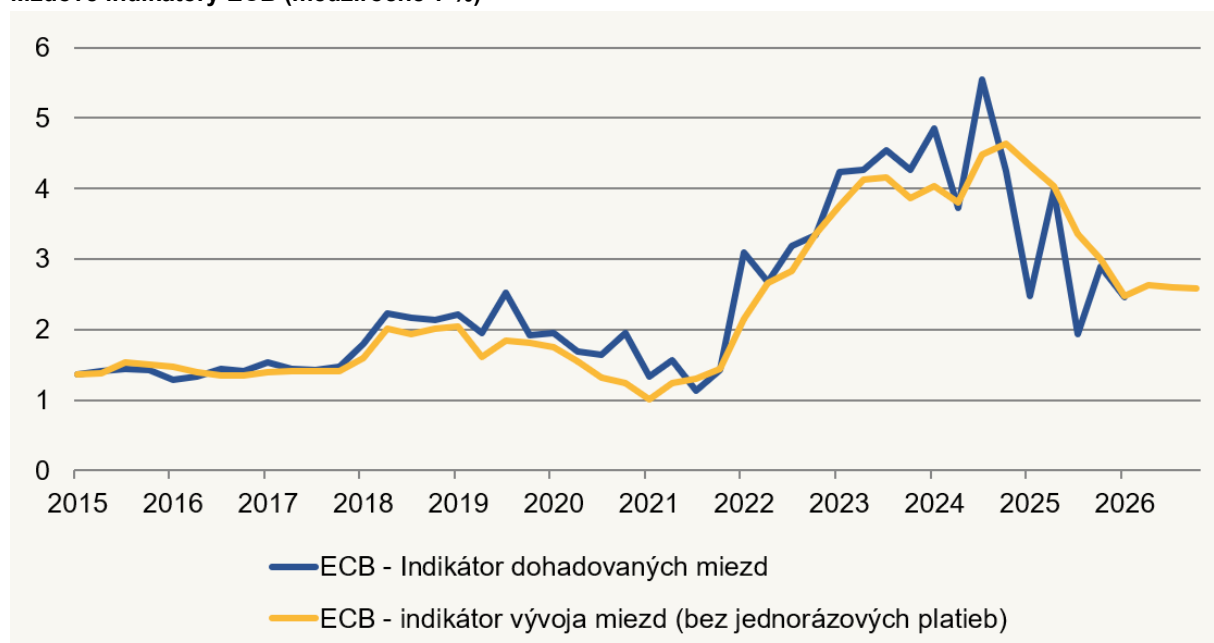
Po zvýšení úrokových sadzieb v prvom letnom mesiaci prišli najskôr priaznivejšie správy. Inflácia klesla výraznejšie, než sa očakávalo, hospodárska aktivita zostala odolná a po dohode o porozumení medzi USA a Iránom sa urýchlil pokles cien ropy.

Zlepšenie však netrvalo dlho. Porušovanie prímeria a obnovenie konfliktu opäť obmedzili dopravu ropy a plynu cez Hormuzský prieliv a ich ceny začali smerovať nahor. Európske zásoby plynu navyše zostávajú po vykurovacej sezóne nízke. Zhoršenie situácie na Blízkom východe tak môže spôsobiť zrýchlenie rastu cien v eurozóne.

ECB v júli ponechala kľúčové úrokové sadzby bez zmeny, zároveň si však nechala priestor na ich prípadné neskôršie zvýšenie. Pri rozhodovaní berie totiž ohľad na strednodobý výhľad a nie na krátkodobé výkyvy, ktorých je v aktuálnom neistom prostredí veľa. Jej ďalšie kroky budú závisieť najmä od toho, ako silný a trvalý bude energetický šok a v akej miere sa drahšie energie premietnu do ekonomiky. V tejto súvislosti je dôležité, či povedú k rýchlejšiemu rastu miezd, ktorý by tlačil na ďalšie zdražovanie.

Doterajšie mzdové dáta takýto vývoj zatiaľ nenaznačujú (graf 1). Šoku odoláva aj ekonomika eurozóny, sčasti preto, že podniky hľadajú alternatívnych dodávateľov a investujú do energetickej efektívnosti.

Graf 1
Mzdové indikátory ECB (medziročne v %)



Zdroj: ECB, Macrobond

Priaznivé správy zatienilo obnovenie konfliktu

Júnová dohoda o porozumení medzi USA a Iránom podporila očakávania ukončenia konfliktu a poslala ceny ropy nadol. Inflácia v júni klesla na 2,8 % z viac ako 3,2 % v máji. Zlepšenie však netrvalo dlho a situácia sa začiatkom júla opäť zhoršila. Porušenia prímeria a opätovné obmedzenie dopravy cez Hormuzský prieliv vrátili ceny energií nahor. Energetický výhľad sa preto v čase júlového zasadnutia ECB síce zhoršil, avšak len na úroveň základného scenára júlovej predikcie ECB (bližšie o nej vo [FH 06/26](#)). Júlové údaje už tento vývoj zachytili. Mierne vzrástla celková aj [jadrová inflácia](#), keď sa zrýchlil rast cien služieb aj priemyselných tovarov bez energií.

Sadzby nezmenené, inflačné riziká pretrvávajú

ECB na júlovom zasadnutí ponechala depozitnú sadzbu na úrovni 2,25 %, upozornila však na vysokú mieru neistoty a možné inflačné dôsledky v prípade dlhšieho trvania konfliktu. Júnová predikcia ECB predpokladá návrat inflácie k 2 % až v priebehu roka 2027. Čím dlhšie bude konflikt trvať, tým viac hrozí, že sa návrat inflácie k cieľu oddiali.

Ekonomika zatiaľ odoláva

Ekonomická aktivita v eurozóne zostala napriek energetickému šoku pomerne solídna (o jej odolnosti voči ďalšej výzve, americkým clám, sa dočítate v boxe). Prenos energetického šoku do rýchlejšieho rastu miezd a ďalšieho prenosu do inflácie nie je zatiaľ viditeľný (**graf 1**). Aj [prieskum ECB medzi profesionálnymi prognostikmi](#) prináša podobný obraz. Tí očakávajú obmedzený nepriamy vplyv konfliktu, najmä na ceny dopravy a potravín.

Zlepšili sa služby aj priemysel

Aktivita v službách sa po počiatkovom prepade postupne oživila. Priemysel podporili vyššie objednávky zákazníkov, ktorí si vytvárali „bezpečnostné“ zásoby. Snažia sa nimi chrániť pred možnými výpadkami dodávok aj vyššími cenami. Súčasný vývoj neodráža iba silnejší konečný dopyt, ale aj prispôbovanie sa neistému prostrediu. Podľa prieskumu nákupných manažérov (PMI) sa hospodárska aktivita v júli vrátila na úroveň pred konfliktu. Podniky v priemysle i službách signalizovali rast objednávok a dokonca aj zamestnanosti. Obnovenie konfliktu môže tieto signály zvrátiť.

Podniky sa energetickému šoku prispôbujú

Firmy zatiaľ na šok reagujú najmä úpravou dodávateľských reťazcov a investíciami, nie plošným útlmom výroby (**graf 2**). Takmer 40 % firiem hľadá alternatívnych dodávateľov surovín a komponentov a približne tretina podnikov investuje do energetickej efektívnosti. Aktivitu na zasiahnutých exportných trhoch obmedzuje alebo prerušuje len 8 % podnikov. To

pomáha vysvetliť, prečo sa energetický šok zatiaľ nepremietol do výraznejšieho poklesu investícií alebo zamestnanosti.

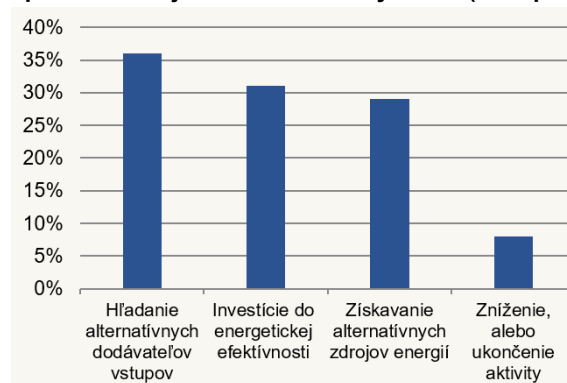
Dopyt podnikov po úveroch sa napriek očakávaniom neznížil

Prispôbovanie sa energetickému šoku zo strany firiem si zároveň vyžaduje dodatočné financovanie. To v čase, kedy zhoršenie ekonomických vyhládok vedie banky k opatrnejšiemu poskytovaniu úverov. Tie však sprísnilli podmienky úverovania podstatne menej, než ešte pred štvrťrokom očakávali, a dopyt podnikov po úveroch sa namiesto predpokladaného poklesu mierne zvýšil (**graf 3**). Jedným z dôvodov, najmä vo veľkých podnikoch, bolo financovanie investícií. Výsledky prieskumov sa tak navzájom dopĺňajú. Firmy svoju činnosť plošne neutlmujú, jej pokračovanie v drahšom a neistejšom prostredí si však vyžaduje viac financovania.

Obnovenie konfliktu tak zostáva rizikom pre infláciu aj hospodársky rast. Doterajší vývoj však naznačuje, že eurozóna je voči energetickým šokom odolnejšia než počas predchádzajúcej energetickej krízy.

Graf 2

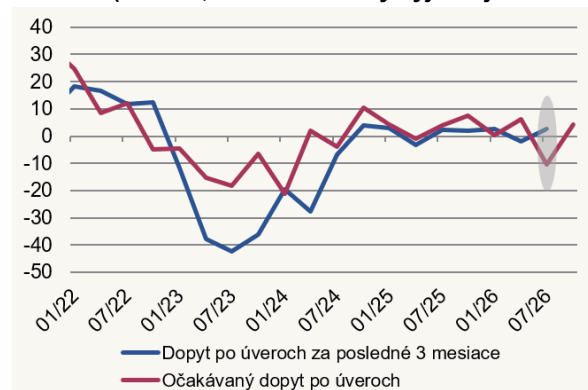
Firemné stratégie v reakcii na geopolitické napätie spôsobené vojnou na Blízkom východe (% odpovedí)



Zdroj: ECB, Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - Second quarter of 2026 (SAFE)

Graf 3

Prieskum úverovania bankami - dopyt po podnikových úveroch (čisté %, kladné hodnoty vyjadrujú rast dopytu)



Zdroj: ECB - Bank Lending Survey (BLS)

BOX: AMERICKÉ CLÁ SÚ PRE EURÓPU SKÔR PROTIVIETOR NEŽ VELKÁ BÚRKA

Do USA smeruje viac než pätina vývozu EÚ, preto sú zmeny v americkej obchodnej politike dôležité aj pre Európu. Po prezidentských voľbách v roku 2024 zaviedla nová americká administratíva rozsiahle clá na dovážaný tovar. Hoci veľkú časť z nich tento rok Najvyšší súd USA zrušil, administratíva ich obnovila a základná sadzba zostala najmenej na úrovni 10 %. V [novej štúdii NBS](#) preto skúmame, aký vplyv môžu mať tieto clá na ekonomiku USA a Európy.

Clá pôsobia na krajinu, ktorú ich zavedie, a na jej obchodných partnerov odlišne. Tovar dovážaný do Spojených štátov zdražujú, čím tam zvyšujú infláciu. Pre Európu to znamená, že v USA bude menší záujem o naše produkty. Pre nás clá povedú skôr k zhoršeniu dopytu ako tlaku na vyššie ceny.

Namiesto ďalšieho vlastného modelu sme systematicky porovnali viac než 20 existujúcich simulácií. Na vyhodnotenie vplyvu ciel na infláciu a hospodársky rast sme zhromaždili simulácie od popredných medzinárodných inštitúcií. Ich výsledky sme zjednotili na spoločnom scenári plošného 10 % amerického cla, čo nám umožnilo porovnať jednotlivé odhady.

Napriek rozdielom medzi jednotlivými odhadmi sa jedna vec ukazuje pomerne jednoznačne. Najväčšie ekonomické náklady nesie samotná krajina, ktorá clá zavádza. Odhadovaný pokles amerického HDP dosahuje pri 10 % cle spravidla 0,6 až 0,8 % a je približne dva- až trikrát väčší než v eurozóne (graf 4). Inflácia v USA sa podľa väčšiny odhadov zvyšuje o 0,3 až 1,1 percentuálneho bodu, zatiaľ čo v eurozóne sa v zásade nezmení.

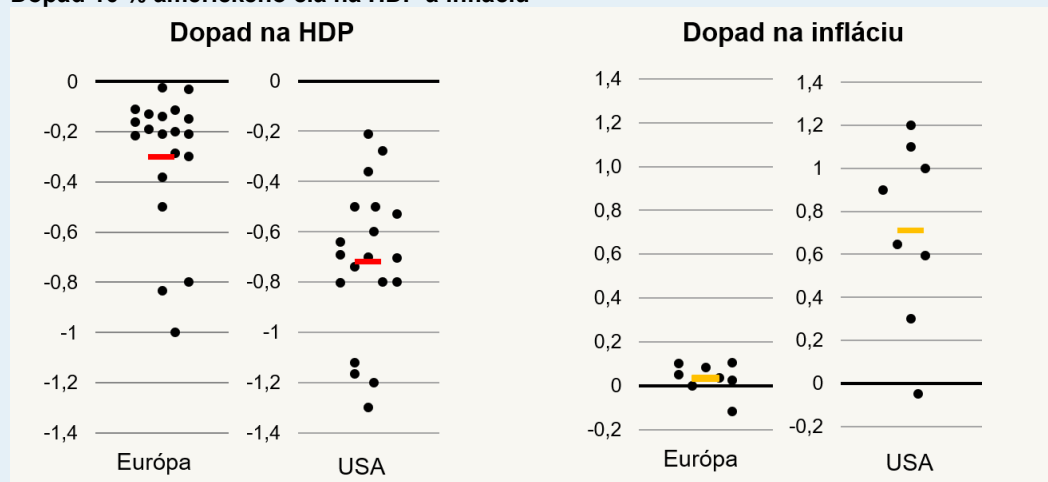
Dopad ciel však nebude vo všetkých európskych krajinách rovnaký. Otvorené ekonomiky závislé od vývozu a odvetvia, na ktoré sa vzťahujú špeciálne sektorové clá, sú na dôsledky americkej obchodnej politiky citlivejšie. V eurozóne je zraniteľné najmä Nemecko pre silné väzby na americký trh a zameranie na automobily, stroje a elektrotechniku. Tieto riziká platia aj pre Slovensko.

Presná veľkosť vplyvu ciel zostáva neistá. Závisí od toho, ako veľmi ich firmy prenesú do cien, ako sa prispôbia dodávateľské reťazce, zmení výmenný kurz a zareagujú ostatné krajiny. Rozdiely medzi odhadmi súvisia aj s tým, ako jednotlivé modely zachytávajú mechanizmy, ktorými sa ekonomika novým podmienkam prispôbuje.

Z pohľadu menovej politiky je preto kľúčové, či clá oslabujú rast alebo zvyšujú infláciu. V eurozóne sa ich vplyv prejavuje najmä slabším zahraničným dopytom, neistotou a rizikom eskalácie, nie trvalým nárastom inflácie. Dlhší útlm dopytu by naopak mohol vytvárať skôr protiinflačné tlaky. Clá by sa preto nemali automaticky považovať za dôvod na sprísnenie menovej politiky. Rozhodujúci bude ich vplyv na rast a cenový vývoj.

Graf 4

Dopad 10 % amerického cla na HDP a infláciu



Zdroj: Fabo a Falath (2026), NBS Occasional Paper 03/2026

Poznámka: Každý bod je odhad z jednej štúdie; farebný pás predstavuje priemer všetkých odhadov. Záporné hodnoty znamenajú pokles HDP a inflácie.