



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 2/2025



Obsah

| | |
|---|-----------|
| Hospodársky, finančný a menový vývoj | 2 |
| Prehľad | 2 |
| 1 Vonkajšie prostredie | 8 |
| 2 Hospodárska aktivita | 14 |
| 3 Ceny a náklady | 21 |
| 4 Vývoj na finančných trhoch | 28 |
| 5 Podmienky financovania a úvery | 34 |
| 6 Fiškálny vývoj | 40 |
| Boxy | 44 |
| 1 Podnikové investície: prečo eurozóna zaostáva za Spojenými štátmi? | 44 |
| 2 Zmeškal vývoz z eurozóny technologický vlak? | 50 |
| 3 Zvyšujúci sa dopyt po energii spôsobený umelou inteligenciou a jeho vplyv na ceny komodít | 56 |
| 4 Využitie konferenčných hovorov podnikov o hospodárskych výsledkoch na predpovedanie dopytu po pracovnej sile v eurozóne | 60 |
| 5 Vývoj nájomného v eurozóne: poznatky z prieskumu očakávaní spotrebiteľov | 64 |
| 6 Pochopenie relatívneho vývoja inflácie tovarov a služieb | 70 |
| 7 Poznatky bánk a podnikov o úverových podmienkach v eurozóne: porovnanie na základe prieskumov ECB | 74 |
| 8 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 23. októbra 2024 do 4. februára 2025 | 79 |

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa na svojom zasadnutí 6. marca 2025 rozhodla znížiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 základných bodov. Rozhodnutie znížiť sadzbu jednotňových sterilizačných operácií – sadzbu, prostredníctvom ktorej Rada guvernérov riadi nastavenie menovej politiky – vychádza z jej aktualizovaného hodnotenia inflačného výhľadu, dynamiky základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky.

Proces dezinflácie rovnomerne pokračuje. Inflácia sa naďalej vyvíja zhruba podľa projekcií a makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2025 sú v úzkom súlade s predchádzajúcim výhľadom vývoja inflácie. Celková inflácia by mala podľa nich dosiahnuť v priemere 2,3 % v roku 2025, 1,9 % v roku 2026 a 2,0 % v roku 2027. Revízia projekcií celkovej inflácie nahor na rok 2025 je odrazom výraznejšej dynamiky cien energií. Priemerná inflácia bez energií a potravín by mala podľa projekcií predstavovať 2,2 % v roku 2025, 2,0 % v roku 2026 a 1,9 % v roku 2027.

Z väčšiny ukazovateľov základnej inflácie vyplýva, že inflácia sa trvalo ustáli v blízkosti strednodobého cieľa Rady guvernérov 2 %. Domáca inflácia zostáva vysoká, najmä vzhľadom na ďalšie výrazne oneskorené prispôsobovanie miezd a cien v určitých sektoroch predchádzajúcemu prudkému rastu inflácie. Mzdový rast sa však v súlade s očakávaniami zmiernuje a jeho vplyv na infláciu čiastočne absorbujú zisky.

Menová politika je citeľne čoraz menej reštriktívna: v dôsledku znižovania úrokových sadzieb klesá cena nových úverov pre podniky a domácnosti a úverový rast sa zrýchľuje. Na uvoľňovanie podmienok financovania však zároveň nepriaznivo vplyva pokračujúce premietanie predchádzajúceho zvyšovania úrokových sadzieb do existujúcich úverov, pričom úverová aktivita je stále celkovo tlmená. Hospodárstvo čelí pretrvávajúcim výzvam a odborníci ECB opäť znížili svoje projekcie hospodárskeho rastu – na 0,9 % v roku 2025, 1,2 % v roku 2026 a 1,3 % v roku 2027. Revízia hodnôt na roky 2025 a 2026 nadol je odrazom nižšej úrovne vývozu a naďalej slabšej investičnej aktivity, čiastočne v dôsledku vysokej neistoty spojenej s obchodnou politikou, ako aj širšej politickej neistoty. Rastúce reálne príjmy a postupné slabnutie účinkov predchádzajúceho zvyšovania úrokových sadzieb sú naďalej hlavnou hnacou silou očakávaného oživenia dopytu.

Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť trvalé ustálenie inflácie na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Predovšetkým za súčasných podmienok rastúcej neistoty sa pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky bude riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadnutia na zasadnutie. Rozhodnutia Rady guvernérov o úrokových sadzbách budú vychádzať predovšetkým z jej hodnotenia inflačného výhľadu na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti

transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadzieb.

Hospodárska aktivita

Hospodárska produkcia eurozóny v poslednom štvrtroku 2024 pravdepodobne zaznamenala mierny rast. Počas prvých dvoch mesiacov roka 2025 pokračovali mnohé minuloročné trendy. Aktivita vo výrobnom sektore naďalej brzdí hospodársky rast, aj keď ukazovatele z výsledkov prieskumov sa zlepšujú. Vysoká domáca i medzinárodná neistota tlmí investičnú aktivitu a problémy s konkurencieschopnosťou obmedzujú vývoz. Sektor služieb je naďalej stabilný. Rast príjmov domácností a priaznivá situácia na trhu práce okrem toho prispievajú k postupnému nárastu spotreby, hoci spotrebiteľská dôvera je stále krehká a miera úspor vysoká.

Miera nezamestnanosti v januári 2025 zostala na úrovni svojho historického minima 6,2 %, pričom zamestnanosť podľa odhadov v poslednom štvrtroku 2024 vzrástla o 0,1 %. Došlo však k určitému poklesu dopytu po pracovnej sile a z aktuálnych výsledkov prieskumov vyplýva tlmený rast zamestnanosti v prvých dvoch mesiacoch roka 2025.

Očakáva sa, že na hospodársky rast eurozóny, najmä na investičnú aktivitu a vývoz, bude nepriaznivo vplývať neustále vysoká geopolitická a politická neistota, ktorá spomalí predpokladané oživenie. Tento vývoj nadväzuje na mierne slabší než očakávaný hospodársky rast na konci roka 2024. Neistota spojená s domácou aj obchodnou politikou je vysoká. Hoci základný scenár vývoja zohľadňuje len vplyv nových cieľ na obchodnú výmenu medzi Spojenými štátmi a Čínou, predpokladá sa, že negatívne účinky neistoty v súvislosti s možnosťou ďalších zmien svetových obchodných politík, najmä vo vzťahu k Európskej únii, budú mať nepriaznivý vplyv na vývoz a investičnú aktivitu eurozóny. To má v spojení s pretrvávajúcimi problémami v oblasti konkurencieschopnosti viesť k ďalšiemu poklesu podielu eurozóny na vývoznom trhu. Napriek týmto nepriaznivým vplyvom naďalej vládnu podmienky na ďalšie zrýchlenie rastu HDP eurozóny počas sledovaného obdobia. K oživeniu, v ktorom rast v rozhodujúcej miere naďalej podporuje spotreba, by mali prispievať rastúce reálne mzdy a zamestnanosť v kontexte silného, aj keď ochladzujúceho sa trhu práce. Domáci dopyt by malo podporiť aj uvoľňovanie podmienok financovania, ako vyplýva z trhových očakávaní budúceho vývoja úrokových mier. Trh práce by mal zostať stabilný, pričom miera nezamestnanosti by mala v roku 2025 dosahovať v priemere 6,3 % a v roku 2027 by mala mierne klesnúť na 6,2 %. Vzhľadom na ústup niektorých cyklických faktorov, ktoré v poslednom období znižovali produktivitu, sa v priebehu sledovaného obdobia očakáva jej zvýšenie, hoci štrukturálne problémy pretrvávajú. Celkovo sa očakáva, že priemerný ročný rast reálneho HDP v roku 2025 dosiahne 0,9 % a následne stúpne na 1,2 % v roku 2026 a 1,3 % v roku 2027. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2024 bol výhľad rastu HDP na roky 2025 aj 2026 upravený o 0,2 percentuálneho bodu nadol, pričom na rok 2027 zostáva nezmenený. Slabší výhľad je spôsobený najmä úpravou vývozu a v menšej miere

investícií smerom nadol v dôsledku výraznejšieho než pôvodne odhadovaného vplyvu neistoty, ako aj v dôsledku očakávaní, že problémy v oblasti konkurencieschopnosti budú pravdepodobne pretrvávať dlhšie, než sa predpokladalo.

Rozpočtová a štrukturálna politika by mala zvyšovať produktivitu, konkurencieschopnosť a odolnosť ekonomiky. Kompas konkurencieschopnosti Európskej komisie vytyčuje akčný plán konkrétnych opatrení a jeho návrhy by mali byť bezodkladne prijaté. Vlády jednotlivých krajín by mali zabezpečiť udržateľné verejné financie v súlade s rámcom správy hospodárskych záležitostí EÚ, pričom by mali prioritne presadzovať zásadné prorastové štrukturálne reformy a strategické investície.

Inflácia

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla ročná miera inflácie vo februári 2025 úroveň 2,4 %, po 2,5 % v januári a 2,4 % v decembri 2024. Inflácia cien energií sa po výraznom januárovom raste z decembrových 0,1 % na 1,9 % vo februári spomalila na 0,2 %. Inflácia cien potravín naopak vzrástla na 2,7 % z 2,3 % v januári a 2,6 % v decembri. Inflácia cien tovarov sa zvýšila na 0,6 % a inflácia služieb sa mierne znížila na 3,7 % z 3,9 % v januári a 4,0 % v decembri.

Väčšina ukazovateľov základnej inflácie poukazuje na trvalý návrat inflácie na úroveň dvojpercentného strednodobého cieľa Rady guvernérov. Domáca inflácia, ktorá tesne sleduje vývoj inflácie cien služieb, v januári 2025 klesla. Zostáva však vysoká vzhľadom na pokračujúce výrazne oneskorené prispôsobovanie miezd a cien niektorých služieb predchádzajúcemu prudkému nárastu inflácie. Z nedávneho mzdového vyjednávania zároveň vyplýva pokračujúce zmiernenie tlakov na rast nákladov práce.

Celková inflácia HICP sa v posledných mesiacoch zvýšila, ale podľa projekcií sa v priebehu roka 2025 má nepatrne zmierniť. Následne má klesať a od prvého štvrťroka 2026 sa má pohybovať v blízkosti inflačného cieľa Rady guvernérov na úrovni 2 %. Očakáva sa, že kladné bázické efekty v energetickej zložke a vyššia inflácia cien potravín budú na začiatku sledovaného obdobia vo všeobecnosti kompenzovať tlmiace účinky poklesu inflácie HICP bez energií a potravín (HICPX). Nárast cien energetických komodít na prelome rokov sa prenesie do ročnej miery zmeny cien energií v roku 2025. Hoci sa predpokladá, že ceny ropy a plynu budú v súlade s cenami futures klesať, inflácia cien energií bude počas celého sledovaného obdobia pravdepodobne naďalej zaznamenávať kladné miery rastu, aj keď pod historickým priemerom. V roku 2027 by infláciu cien energií malo tlačiť nahor zavedenie nových klimatických opatrení. Inflácia cien potravín by mala podľa projekcií do polovice roka 2025 rásť, najmä v dôsledku nedávneho výrazného zvýšenia cien potravinových komodít, a následne klesnúť na priemernú úroveň 2,2 % v roku 2027. Očakáva sa, že inflácia HICPX začne od začiatku roka 2025 klesať, odrážajúc odznievanie účinkov oneskoreného preceňovania, ústup mzdových tlakov a pokračujúce premietanie vplyvu predchádzajúceho sprísňovania menovej

politiky do spotrebiteľských cien. Pokles inflácie HICPX by mal byť spôsobený najmä znižovaním inflácie cien služieb, ktorá bola doteraz relatívne neústupná. Celkovo by sa mala inflácia HICPX zmierniť z 2,2 % v roku 2025 na 1,9 % v roku 2027. Rast miezd, ktorý v súčasnosti zostáva na zvýšenej úrovni, by mal vzhľadom na ústup tlakov inflačnej kompenzácie naďalej pokračovať v klesajúcom trende, čo by spolu s očakávaným oživením rastu produktivity malo viesť k výrazne pomalšiemu rastu jednotkových nákladov práce. V dôsledku toho by sa domáce cenové tlaky mali podľa projekcií aj naďalej zmiernovať a počas sledovaného obdobia by malo dôjsť k oživeniu ziskových marží. Vonkajšie cenové tlaky, ktoré sa odrážajú v dovozných cenách, by mali za predpokladu nezmenených politík obchodných cieľ EÚ zostať mierne. V porovnaní s projekciami z decembra 2024 bol výhľad celkovej inflácie HICP na rok 2025 upravený nahor o 0,2 percentuálneho bodu v dôsledku vyšších predpokladaných cien energetických komodít a znehodnotenia eura, zatiaľ čo na rok 2027 bol upravený mierne nadol v dôsledku o niečo slabšieho výhľadu energetickej zložky na konci sledovaného obdobia.

Celkovo možno konštatovať, že vzhľadom na predpoklad vyššej inflácie cien energií odborníci ECB zvýšili projekcie celkovej inflácie na rok 2025. Projekcie však počítajú s ďalším spomaľovaním rastu jadrovej inflácie, keďže tlaky nákladov práce sa ďalej zmiernujú a predchádzajúce sprísňovanie menovej politiky naďalej tlmí rast cien. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa naďalej pohybuje v okolí 2 %. Všetky tieto faktory podporia trvalý návrat inflácie na cieľovú úroveň Rady guvernérov.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu zostávajú naklonené na stranu pomalšieho rastu. Eskalácia obchodného napätia by spomalila hospodársky rast v eurozóne utlmením vývozu a oslabením svetovej ekonomiky. Pretrvávajúca neistota spojená so svetovými obchodnými politikami by mohla znížiť investičnú aktivitu. Geopolitické napätie, ako je neoprávnená vojna Ruska proti Ukrajine a tragický konflikt na Blízkom východe, naďalej predstavujú zásadný zdroj neistoty. Rast by mohol byť pomalší, ak budú oneskorené účinky sprísnenia menovej politiky trvať dlhšie, než sa očakáva. Rast by zároveň mohol byť rýchlejší, ak by miernejšie podmienky financovania a klesajúca inflácia umožnili rýchlejšie oživenie domácej spotreby a investícií. Rast by mohlo podporiť aj zvýšenie výdavkov na obranu a infraštruktúru.

Čoraz vyššie napätie vo svetovom obchode zvyšuje neistotu spojenú s výhľadom vývoja inflácie v eurozóne. Celková eskalácia obchodného napätia by mohla mať za následok znehodnotenie eura a nárast dovozných nákladov, čo by viedlo k tlaku na rast inflácie. Nižší dopyt po vývoze z eurozóny v dôsledku vyšších cieľ a presmerovanie vývozu do eurozóny z krajín s nadmernou výrobnou kapacitou by však zároveň infláciu tlmili. Geopolitické napätie vytvára obojstranné inflačné riziká, pokiaľ ide o trhy s energiami, spotrebiteľskú dôveru a obchodné investície. Extrémne prejavy počasia a celkové napredovanie klimatickej krízy by mohli spôsobiť väčší než očakávaný nárast cien potravín. Inflácia by mohla byť vyššia v prípade

rýchlejšieho než očakávaného rastu miezd alebo ziskov. K zvýšeniu inflácie by mohol prispieť aj nárast výdavkov na obranu a infraštruktúru prostredníctvom účinku na agregátny dopyt. Mohla by však byť i nečakane nižšia, ak by menová politika tlmila dopyt vo väčšej miere, než sa očakáva.

Finančné a menové podmienky

Trhové úrokové miery v eurozóne po zasadnutí Rady guvernérov 30. januára 2025 klesli, ale v reakcii na revidovaný výhľad rozpočtovej politiky pred jej zasadnutím 6. marca vzrástli. V dôsledku znižovania úrokových sadzieb postupne klesá cena úverov pre podniky a domácnosti a úverový rast sa zrýchľuje. Na uvoľňovanie podmienok financovania však zároveň nepriaznivo vplyva pokračujúce premietanie predchádzajúceho zvyšovania úrokových sadzieb do existujúcich úverov, pričom úverová aktivita je stále celkovo tmená.

Priemerná úroková sadzba nových podnikových úverov klesla zo 4,4 % v decembri 2024 na 4,2 % v januári 2025. Cena trhových emisií podnikových dlhopisov sa naopak oproti decembru zvýšila o 0,2 percentuálneho bodu na 3,7 %. Priemerná úroková miera nových hypoték v tom istom časovom úseku klesla z 3,4 % na 3,3 %.

Tempo rastu bankových úverov poskytovaných podnikom v januári stúplo z decembrových 1,7 % na 2,0 %, odrážajúc mierny mesačný objem nových úverov. Rast objemu vydaných podnikových dlhopisov v ročnom vyjadrení stúpol na 3,4 %. Dynamika hypotekárnych úverov naďalej postupne rástla, hoci celkovo zostávala tmená, s ročnou mierou rastu 1,3 %.

Rozhodnutia o menovej politike

Úrokové sadzby jednodňových sterilizačných operácií, hlavných refinančných operácií a jednodňových refinančných operácií sa s účinnosťou od 12. marca 2025 znížili na 2,50 %, 2,65 % a 2,90 %.

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

Záver

Rada guvernérov sa na svojom zasadnutí 6. marca 2025 rozhodla znížiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Rozhodnutie znížiť sadzbu jednodňových sterilizačných operácií – sadzbu, prostredníctvom ktorej Rada guvernérov riadi nastavenie menovej politiky – vychádza z jej aktualizovaného hodnotenia inflačného výhľadu, dynamiky základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov je odhodlaná zabezpečiť trvalé ustálenie inflácie na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Predovšetkým za súčasných

podmienok rastúcej neistoty sa pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky bude riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadnutia na zasadnutie. Rozhodnutia Rady guvernérov o úrokových sadzbách budú vychádzať predovšetkým z jej hodnotenia inflačného výhľadu na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, 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.

1 Vonkajšie prostredie

V sledovanom období od 30. januára do 5. marca 2025 zostala globálna hospodárska aktivita stabilná, hoci súčasná obchodná politika Spojených štátov naznačuje, že v budúcnosti sa vyskytnú silnejšie nepriaznivé vplyvy. Rast svetového obchodu sa koncom roka 2024 zmiernil a americké clá predstavujú riziko pre existujúce obchodné siete. V dôsledku nedávno zavedených amerických ciel a zvýšenej neistoty súvisiacej s obchodnou politikou bol výhľad globálneho rastu a obchodu oproti makroekonomickým projekciám odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2025 upravený nadol. Celková inflácia v členských krajinách Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) sa mierne zvýšila v dôsledku vyšších cien energií a potravín, kým jadrová inflácia naďalej klesala. Hoci sa očakáva, že celková inflácia vo významných vyspelých a rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách bude počas sledovaného obdobia (2025 – 2027) naďalej postupne klesať, projekcie celkovej inflácie na rok 2025 boli upravené nahor, aby odrážali premietnutie ciel do spotrebiteľských cien v Spojených štátoch a v menšej miere aj v Číne. Aktuálne politické vyhlásenia Spojených štátov celkovo značne zvyšujú neistotu výhľadu.

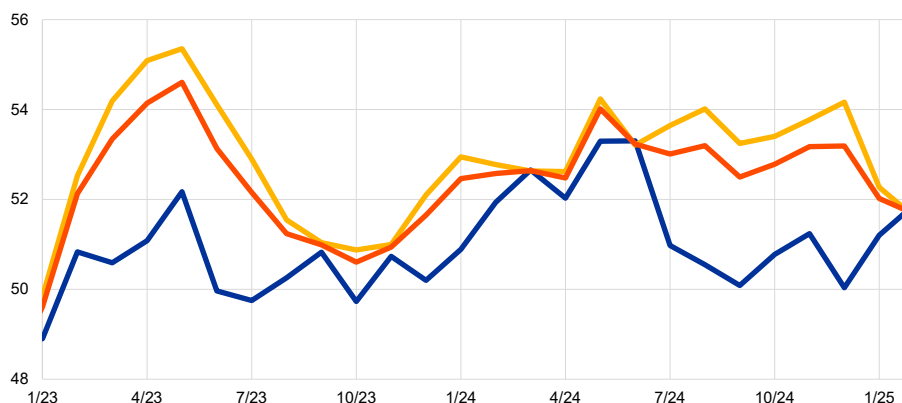
Rast globálnej aktivity zostal na prelome rokov stabilný, ale aktuálne zmeny v nastavení obchodnej politiky Spojených štátov môžu naznačovať vznik silnejšieho negatívneho vplyvu. Hoci sa globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu (bez eurozóny) stále pohybuje v pásme expanzie, vo februári 2025 klesol v dôsledku spomalenia v sektore služieb (graf 1), ktorý bol hlavnou hnacou silou rastu v druhom polroku 2024. Pokles nálady v sektore služieb sa zaznamenal vo všetkých hlavných ekonomikách, ale najvýraznejšie v Spojených štátoch. Najnovší nowcast model odborníkov ECB pre globálny HDP, ktorý okrem indexov PMI zahŕňa aj širokú škálu makroekonomických ukazovateľov, celkovo naďalej poukazuje na stabilný rast, v prvom štvrtroku 2025 na medzištvrtročnej úrovni približne 1,0 %. Krátkodobý výhľad rastu je však zatienený nedávnymi zmenami obchodnej politiky Spojených štátov, čo zahŕňa nielen zavedenie nových ciel pre Čínu, ale aj zvýšenie neistoty súvisiacej s obchodnou politikou, ktorá bude podľa očakávaní pôsobiť ako brzda globálnych investícií.

Graf 1

Globálny PMI pre výrobu (bez eurozóny)

(difúzný index)

■ Priemyselná výroba
■ Služby
■ Kompozitný PMI



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

Predpokladá sa, že výhľad rastu globálnej aktivity zostane mierny a v sledovanom období o niečo klesne. Globálny reálny HDP by sa mal podľa projekcií v roku 2025 zvýšiť o 3,4 % a následne v rokoch 2026 – 2027 klesnúť na 3,2 %. Hoci presné načasovanie a rozsah nedávnych oznámení o obchodnej politike Spojených štátov sú stále nejasné, makroekonomické projekcie odborníkov ECB z marca 2025 zahŕňajú clá uvalené Spojenými štátmi na dovoz z Číny, ktoré nadobudli účinnosť 4. februára (t. j. pred dátumom uzávierky projekcií 19. februára 2025), ako aj odvetné opatrenia zo strany Číny.¹ V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2024 bol globálny rast na roky 2025 a 2026 upravený nadol o 0,1 percentuálneho bodu, keďže sa očakáva, že na aktivitu budú mať vplyv novo zavedené clá a väčšia neistota súvisiaca s obchodnou politikou. Mierny pokles rastu globálneho HDP v rokoch 2026 – 2027 je odrazom pomalšieho rastu v Číne v dôsledku nepriaznivej demografickej dynamiky a v Spojených štátoch v dôsledku negatívneho strednodobého vplyvu politik Spojených štátov (napr. nižšie prísťahovalectvo).² Prevládajú riziká zhoršenia globálneho výhľadu spôsobené hrozbou ďalších ciel zo strany Spojených štátov (napr. clá na oceľ a hliník, ako aj clá na dovoz z Kanady, Mexika a Európskej únie) a pretrvávajúcim geopolitickým napätím.

Rast svetového obchodu sa koncom roka 2024 zmiernil a predpokladá sa, že sa ďalej spomalí v dôsledku vplyvu ciel, zvýšenej neistoty súvisiacej s obchodnou politikou, menej priaznivého zloženia dopytu a ukončenia

¹ Spojené štáty 1. februára 2025 oznámili ďalšie clo vo výške 10 percentuálnych bodov na všetok čínsky tovar, čo predstavuje zásadný krok v prebiehajúcom obchodnom spore. V rámci odvetných opatrení Čína uvalila clá na 80 výrobkov zo Spojených štátov vrátane skvapalneného zemného plynu (LNG), uhlia a poľnohospodárskych zariadení, čím zvýšila clá na dovoz zo Spojených štátov o 1 percentuálny bod. Americké clá na čínsky dovoz nadobudli účinnosť 4. februára a čínske odvetné clá 10. februára. Čína okrem toho zaviedla zákaz vývozu kritických kovov, ako je telúr a volfrám, ktorý takisto nadobudol účinnosť 4. februára.

² Viac v [Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2025](#), zverejnených 6. marca 2025 na internetovej stránke ECB.

skoršieho predzásobenia dovozom. Zatiaľ čo mierne zlepšenie tak nálady vo výrobnom sektore, ako aj priemyselnej produkcie môže podporiť dynamiku svetového obchodu v prvom štvrtroku 2025, ťahúňmi rastu globálnej aktivity na prelome rokov boli najmä komponenty s nízkou intenzitou obchodu, t. j. verejná a súkromná spotreba. Okrem toho sa očakáva, že zvýšená neistota súvisiaca s obchodnou politikou a pomalšie uvoľňovanie menovej politiky v Spojených štátoch budú mať v budúcnosti nepriaznivý vplyv na investície a disproporčne ovplyvnia obchod, keďže investície zvyknú byť výrazne obchodne náročné. Predpokladá sa, že v dôsledku účinnosti nových ciel sa v roku 2025 bude postupne znižovať predzásobenie obchodu, ktoré podporilo svetový obchod v roku 2024, keď si podniky najmä v Spojených štátoch pred možným narušením obchodu vytvárali zásoby dovážaných zahraničných vstupov. Ďalej sa očakáva, že v priebehu roka 2025 bude čiastočné rozpúšťanie predzásobenia dovozom vplývať tiež na dopyt, a to najmä v tých vyspelých ekonomikách, ktoré sa v roku 2024 predzásobili dovozom z rozvíjajúcich sa trhových ekonomík. Nakoniec sa tiež očakáva, že obchodné toky budú počas sledovaného obdobia výrazne ovplyvnené clami, pričom prognózy v marci 2025 zahŕňajú rozsiahle úpravy dovozu a vývozu v Spojených štátoch a Číne smerom nadol, v oboch prípadoch o kumulovaných 1,0 – 1,5 percentuálneho bodu v rokoch 2025 až 2027. Za týchto okolností sa predpokladá, že rast zahraničného dopytu eurozóny sa zmierni z 3,4 % v roku 2024 na 3,2 % v roku 2025 a na 3,1 % v rokoch 2026 a 2027, pričom v porovnaní s projekciami z decembra 2024 dôjde k výrazným úpravám nadol.

Prebiehajúca eskalácia obchodného napätia ohrozuje hladké fungovanie existujúcich obchodných sietí. Výhľad pre obchod zatiaľ neistota, pretože protekcionizmus by mohol výrazne zbrzdiť cezhraničné toky. Americké clá pre Kanadu a Mexiko by ovplyvnili približne jednu tretinu celkového dovozu tovarov do Spojených štátov a približne tri štvrtiny celkového objemu tovarov vyvázaných Kanadou a Mexikom, pričom vplyv ciel by pravdepodobne ešte zosilnila vzájomná prepojenosť dodávateľských reťazcov v Severnej Amerike.³ Americká administratíva 10. februára oznámila 25 % clo na dovoz ocele a hliníka do Spojených štátov s účinnosťou od 12. marca.⁴ Napriek tomu, že tento tovar má na dovoze do Spojených štátov len malý podiel (2 %), očakáva sa, že tento vývoj negatívne ovplyvní spotrebiteľov a priemyselné odvetvia v nadväzujúcich dodávateľských reťazcoch (napr. automobilový priemysel) v Spojených štátoch. Prezident Trump 12. februára tiež nariadil svojim poradcom, aby vypracovali komplexný plán recipročných ciel, a 18. februára oznámil globálne clá na automobily, lieky a polovodiče. Dňa 21. februára sa vyslovil za revíziu ciel obchodných partnerov uplatňovaných na digitálne služby Spojených štátov, 26. februára oznámil 25 % clo na európsky dovoz a 27. februára ďalšie 10 % clo na Čínu.

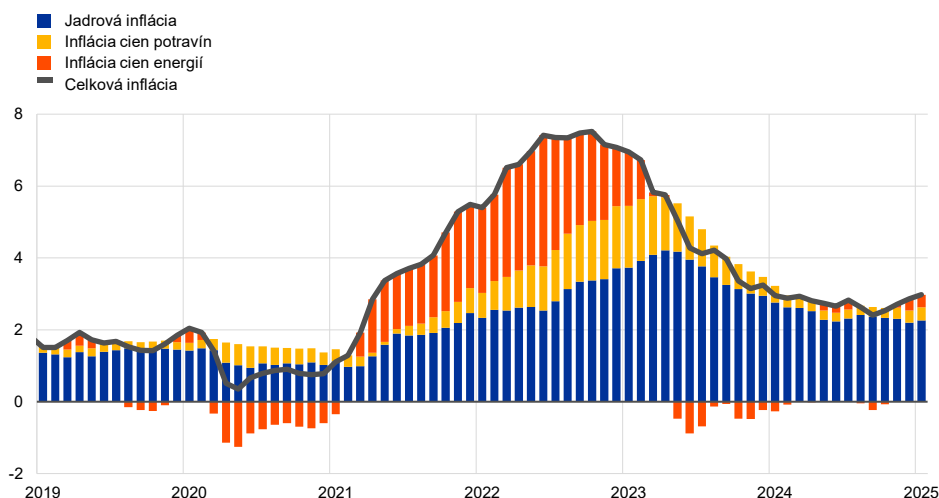
³ Americký prezident 1. februára podpísal vykonávacie nariadenia o zavedení ciel pre Kanadu a Mexiko s účinnosťou od 4. februára. Ich zavedenie bolo následne odložené o mesiac (do 4. marca). Americká administratíva 6. marca oznámila dočasné pozastavenie ciel na tovary, ktoré sú v súlade s dohodou Spojených štátov, Kanady a Mexica (USMCA), s účinnosťou do 2. apríla.

⁴ V dvoch nových oznámeniach sa predpokladá obnovenie plnej sadzby 25 % na oceľ a zvýšenie ciel na hliník z 10 % na 25 %. V súvislosti s tým americká administratíva ukončila všetky schválené výnimky udelené počas prvého funkčného obdobia prezidenta Trumpa. To znamená, že nové americké clá pravdepodobne najviac zasiahnu práve krajiny, ktoré si v minulosti vyrokovali výnimky. Okrem toho sa 25 % clo rozšíri tak, aby zahŕňalo aj odvodené výrobky z ocele a hliníka.

Celková inflácia v členských krajinách OECD sa zvýšila v dôsledku mierneho zvýšenia jadrovej inflácie. Ročná miera inflácie indexu spotrebiteľských cien (CPI) v krajinách OECD (bez Turecka) sa v januári 2025 zvýšila na 3,0 %, v porovnaní s 2,9 % v predchádzajúcom mesiaci (graf 2). Tento nárast celkovej inflácie CPI bol čiastočne spôsobený vyššími cenami energií, pričom príspevok cien potravín zostal v podstate stabilný. Jadrová inflácia CPI, ktorá nezahŕňa ceny energií a potravín, sa mierne zvýšila na 3,1 %.

Graf 2
Inflácia CPI v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v p. b.)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

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

Napriek nedávnomu nárastu v členských krajinách OECD sa predpokladá, že inflácia CPI bude v širšej skupine vyspelých a rozvíjajúcich sa krajín počas sledovaného obdobia naďalej klesať. Hoci sa zdá, že proces znižovania inflácie v členských štátoch OECD sa na konci roka 2024 zastavil, v širšej skupine vyspelých a rozvíjajúcich sa krajín sa v projekciách z marca 2025 očakáva postupný pokles inflácie CPI zo 4,2 % v roku 2024 na 2,5 % v roku 2027.⁵ Ochladenie trhov práce v členských štátoch OECD by podľa očakávaní malo znížiť infláciu nominálnych miezd, čo umožní postupné približovanie celkovej inflácie CPI k cieľom centrálnych bánk. V porovnaní s projekciami z decembra 2024 sa očakáva, že celková inflácia CPI v širšej skupine vyspelých a rozvíjajúcich sa krajín bude v roku 2025 vyššia, čo je odrazom premietnutia cieľ do spotrebiteľských cien v Spojených štátoch a v menšej miere aj v Číne. Inflácia CPI na roky 2026 a 2027 bola v globálnych ekonomikách upravená nadol, keďže prorastový vplyv cieľ viac než kompenzujú iné faktory, najmä úprava inflácie CPI v Číne smerom nadol, ktorá odráža zakorenenú defláciu cien výrobcov v podmienkach pretrvávajúcej nadmernej ponuky.

Počas sledovaného obdobia sa ceny ropy Brent znížili o 5 %, zatiaľ čo európske ceny plynu klesli o 12 %. Obavy z vplyvu obchodných sporov na svetovú

⁵ Projekcie odborníkov ECB zahŕňajú širšiu skupinu krajín, najmä veľké rozvíjajúce sa trhy (napr. Čínu, Indiu, Brazíliu a Rusko), ktoré nie sú zahrnuté do inflácie CPI OECD.

aktivitu vyvíjali tlak na znižovanie cien ropy, ktorý bol ďalej posilnený neočakávaným nárastom zásob ropy v Spojených štátoch, čo naznačuje slabší dopyt po rope v tejto krajine, než sa očakávalo. Európske ceny plynu zaznamenali výraznú volatilitu, keďže nižšie teploty a nízka produkcia energie z obnoviteľných zdrojov spočiatku viedli k vyšším cenám v dôsledku zvýšenia spotreby plynu na vykurovanie a výrobu energie. Spotové ceny plynu však klesli po oznámení mierových rokovaní na Ukrajine. Tlaky na znižovanie cien boli posilnené aj miernejším počasím a presmerovaním cisternových lodí na prepravu LNG do Európy. Ceny kovov sa zvýšili o 2 %, najmä v dôsledku preventívnych nákupov obchodníkov so sídlom v Spojených štátoch v nadväznosti na oznámenia z 10. februára o clách na oceľ a hliník, ako aj v dôsledku hrozieb z 25. februára, že budú zavedené clá na dovoz medi. Ceny potravín klesli o 2 %, keďže ceny kakaa sa po prudkom náraste koncom roka 2024 a začiatkom roka 2025 upravili mierne nadol.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2025 by aktivita v Spojených štátoch mala v krátkodobom horizonte zostať dobrá vďaka silnému rastu spotreby, hoci sa akumulujú riziká vyplývajúce z americkej politiky. Rast reálneho HDP v poslednom štvrtroku 2024 (0,6 % medzištvrtročne) možno pripísať najmä súkromnej spotrebe v dôsledku vyšších reálnych disponibilných príjmov, zatiaľ čo pri podnikových investíciách bol zaznamenaný pokles. Najnovšie odhady odborníkov ECB očakávajú, že medzištvrtročný rast HDP Spojených štátov zostane v prvom štvrtroku 2025 silný na úrovni 0,6 %. Finančné obmedzenia, ktoré majú vplyv na spotrebiteľov v Spojených štátoch, podľa všetkého rastú, hoci dominový efekt na spotrebu sa zdá byť obmedzený. Zatiaľ čo počet nesplácaných úverov z kreditných kariet stúpol nad priemery pred pandémie, počet prípadov zabavenia majetku a bankrotov spotrebiteľov zostáva z historického hľadiska nízky a ukazovateľ dlhovej služby domácností zostáva blízko úrovne pred pandémie. Najväčší nárast nesplácania úverov z kreditných kariet sa navyše týka nízkopríjmových domácností, ktoré tvoria len 12 % celkových spotrebiteľských výdavkov. Hoci index spotrebiteľských cien zverejnený v januári bol vyšší, než sa očakávalo, z nominálneho hľadiska naznačuje pokles celkovej aj jadrovej inflácie výdavkov osobnej spotreby (PCE) v krátkodobom horizonte, čo podporuje aj nedávne spomalenie indexu cien výrobcov (PPI). Hlavné zdroje inflácie sa celkovo ochladzujú v Spojených štátoch, kde ukazovatele nedostatku pracovných síl na trhu práce postupne klesajú späť na úroveň pred pandémie. Výhľad inflácie však stále podlieha značnej neistote a politika Spojených štátov by mohla postupné znižovanie inflácie ešte viac spomaliť, keďže sa očakáva, že clá na dovoz do Spojených štátov sa premietnu do spotrebiteľských cien, zatiaľ čo sprísnenie imigrácie a deportácií by mohlo viesť k opätovnému zhoršeniu situácie na trhu práce. V tejto súvislosti sa v Spojených štátoch začali zvyšovať krátkodobé a dlhodobé inflačné očakávania spotrebiteľov, čo môže ešte viac spomaliť proces znižovania inflácie. Federálny výbor pre voľný trh na svojom januárovom zasadnutí napokon rozhodol ponechať sadzbu federálnych fondov na nezmenenej úrovni, čím vzhľadom na stále silnú ekonomiku signalizoval, že sa s úpravou úrokovej sadzby neponáhľa.

Výhľad Číny sa zhoršuje, keďže domáci dopyt zostáva slabý a vývoz zasiahlo zvýšenie amerických ciel. Po zrýchlení rastu reálneho HDP v poslednom štvrtroku 2024 najnovšie ukazovatele naznačujú spomalenie aktivity vo výrobe aj v službách.

Vysokofrekvenčný ukazovateľ súkromnej spotreby sa v januári 2025 znížil, čo naznačuje, že stimul z predchádzajúcej fiškálnej podpory bol krátkodobý. Spotrebiteľská dôvera je naďalej negatívna, čo brzdí širšie oživenie výdavkov, pričom hlavné ukazovatele trhu s nehnuteľnosťami zostávajú taktiež nevýrazné. Hoci sa odhaduje, že nové clá Spojených štátov majú pomerne mierny nepriaznivý vplyv na rast HDP, ďalšia eskalácia americko-čínskeho konfliktu so sebou prináša riziká horšieho vývoja, hoci tento vplyv by mohli zmierniť dodatočné fiškálne stimuly, ktoré čínske orgány signalizovali už v decembri 2024. Inflácia CPI v Číne sa v januári zvýšila na 0,5 %, zatiaľ čo inflácia PPI zostala v zápornom pásme na úrovni -2,3 %. Jadrová inflácia spotrebiteľských cien (bez cien potravín a energií) sa v januári mierne zvýšila na 0,6 % z 0,4 % v predchádzajúcom mesiaci, a to predovšetkým v dôsledku dočasného zvýšenia cien služieb po oživení aktivity, ku ktorému prispela zvýšená fiškálna podpora spotreby. Pomalý domáci dopyt a nadprodukcia celkovo podnecujú silnú cenovú konkurenciu medzi firmami, čo v strednodobom horizonte naznačuje tlmené inflačné tlaky.

Aktivita v Spojenom kráľovstve zostáva vzhľadom na pretrvávajúcu infláciu mierna. Reálny HDP v poslednom štvrtroku 2024 mierne rástol (0,1 % medzištvrtročne), keďže súkromný dopyt a čistý obchod zaznamenali záporné príspevky, ktoré boli čiastočne kompenzované pozitívnym vplyvom zásob a vyšších verejných výdavkov. Slabé krátkodobé ukazovatele súkromného dopytu naznačujú, že tlmený rast by mohol pokračovať aj v roku 2025. Celková inflácia CPI vzrástla z 2,5 % v decembri 2024 na 3,0 % v januári 2025, a to najmä v dôsledku inflácie cien potravín. Očakáva sa, že celková inflácia CPI zostane počas celého roka 2025 zvýšená a bude ju podporovať nárast cien energií a zmeny regulovaných cien, ako aj vládne politiky oznámené v jesennom rozpočte na rok 2024 (napr. zvýšenie miery príspevkov zamestnávateľov do systému národného poistenia). Bank of England na svojom februárovom zasadnutí znížila kľúčovú sadzbu menovej politiky o 25 bázických bodov, keď usúdila, že domáce cenové tlaky zostali stabilné a že nedávne zvýšenie celkovej inflácie CPI nepovedie k dodatočným sekundárnym účinkom na základné domáce inflačné tlaky.

2 Hospodárska aktivita

Podľa informácií dostupných ku dňu uzávierky hospodárstvo eurozóny v prostredí rastúceho domáceho dopytu a klesajúceho vývozu vzrástlo v poslednom štvrtroku 2024 o 0,1 % po tom, ako v treťom štvrtroku stúplo o 0,4 %. Zamestnanosť v poslednom štvrtroku narástla o 0,1 %, rovnakým tempom ako HDP. Pokiaľ ide o jednotlivé sektory, predpokladá sa, že aktivita v priemysle v poslednom štvrtroku naďalej klesala, odrážajúc slabý dopyt po tovaroch, stratu konkurencieschopnosti a zvýšenú neistotu. Sektor služieb, podporovaný najmä netrhovými službami, naproti tomu ďalej rástol. Ukazovatele z prieskumov naznačujú mierny rast na začiatku roka. Index nákupných manažérov (Purchasing Managers' Index – PMI) pre služby zostal v porovnaní s posledným štvrtkom 2024 celkovo stabilný a stále naznačuje rast. Index priemyselnej výroby sa v poslednom čase zlepšil, aj keď naďalej signalizuje klesajúcu produkciu. Ďalšie nepriaznivé vplyvy budú pravdepodobne plynúť z rastúceho protekcionizmu a z opatrení narúšajúcich obchod, ktoré by mohli neúmerne ovplyvniť výrobný sektor v porovnaní s inými časťami hospodárstva. Napriek tomu, že situácia na trhu práce sa v posledných mesiacoch uvoľnila, stále zostáva robustný. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, očakáva sa, že vysoká miera neistoty a pretrvávajúca strata konkurencieschopnosti do istej miery obmedzia rýchlosť oživenia hospodárstva eurozóny. Predpokladané oživenie by malo byť podporené vyššími pracovnými príjmami a dostupnejšími úvermi.

Tento výhľad sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2025, podľa ktorých má ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 0,9 % v roku 2025, 1,2 % v roku 2026 a 1,3 % v roku 2027.⁶

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa reálny HDP v poslednom štvrtroku 2024 medzištvrtročne mierne zvýšil o 0,1 % (graf 3).⁷ To znamená, že produkcia stúpala vo všetkých štvrtrokoch roka. V dôsledku toho sa odhaduje, že HDP v roku 2024 vzrástol o 0,7 %, čo predstavuje zlepšenie oproti roku 2023, keď sa zvýšil o 0,4 %.⁸ Krátkodobé ukazovatele a dostupné údaje za jednotlivé krajiny poukazujú na pozitívne príspevky súkromnej spotreby a investícií kompenzované klesajúcim čistým vývozom, zatiaľ čo príspevok zmien zásob bol vo všeobecnosti neutrálny. Priemyselný sektor zároveň pravdepodobne zostal slabý, kým sektor služieb bol odolnejší. Výsledok eurozóny za posledný štvrtrok vytvára pozitívny prenesený účinok na ročný rast v roku 2025.⁹

⁶ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2025, zverejnené 6. marca 2025 na internetovej stránke ECB.

⁷ Štvrtročný rast reálneho HDP eurozóny sa revidoval nahor na 0,2 % vo vydaní zo 7. marca, čo bolo dva dni po dátume uzávierky údajov v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

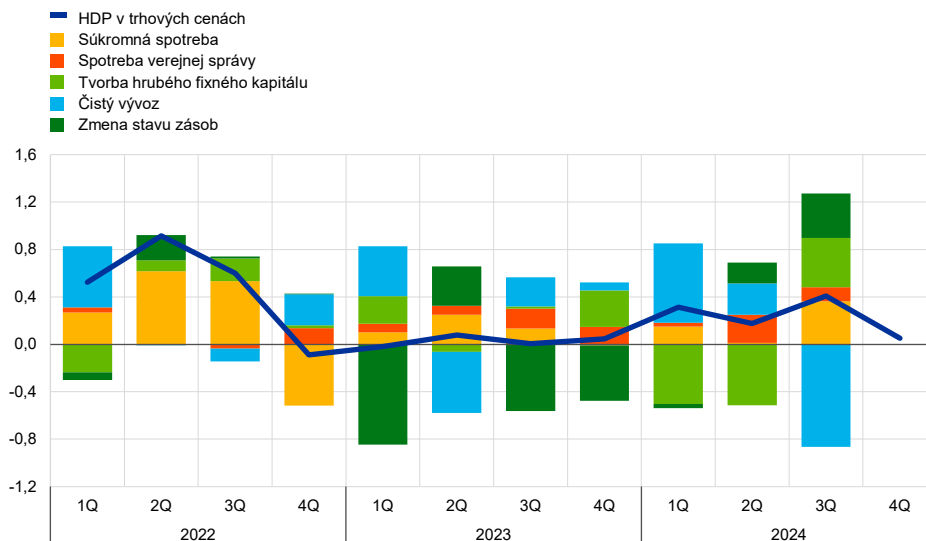
⁸ Ročná miera rastu za rok 2024 je založená na údajoch očistených od sezónnych a kalendárnych vplyvov. Neočistené údaje nie sú k dispozícii za všetky členské štáty zahrnuté do rýchlych odhadov HDP.

⁹ To znamená, že HDP by v roku 2025 vzrástol o 0,3 %, keby všetky štvrtročné miery rastu v tomto roku boli nulové (teda keby štvrtročný HDP zostal na rovnakej úrovni ako v poslednom štvrtroku 2024).

Graf 3

Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena; príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje v prípade HDP sú z posledného štvrtroka 2024 a v prípade členenia výdavkov z tretieho štvrtroka 2024.

Údaje z prieskumov naznačujú, že v prvom štvrtroku 2025 v prostredí zvýšenej neistoty pokračuje mierny rast vedený sektorom služieb.

Neistota v oblasti hospodárskej politiky – vrátane obchodnej – nepriaznivo ovplyvňuje krátkodobý výhľad. Hlavný zdroj neistoty na globálnej scéne sa týka politiky Spojených štátov, najmä v oblasti bezpečnosti a obchodu. Rastúci protekcionizmus by mohol neúmerne ovplyvniť výrobný sektor v porovnaní s inými časťami hospodárstva. Zložený PMI však v januári a vo februári vzrástol v priemere na 50,2 (zo 49,3 v poslednom štvrtroku 2024), a to najmä v dôsledku rastu priemyselnej výroby. Napriek tomuto nedávnomu zlepšeniu výrobný PMI stále poukazuje na klesajúcu aktivitu, pričom index je už takmer dva roky pod úrovňou 50 (graf 4). PMI pre nové objednávky sa v poslednom čase tiež zlepšil, ale stále zostáva pod úrovňou 50, čo poukazuje na slabý krátkodobý výhľad pre priemysel. V sektore služieb zostáva PMI nad hranicou nulového rastu, hoci najnovšie údaje sú pod dlhodobým priemerom. Ukazovatele podnikateľskej dôvery Európskej komisie poskytujú v zásade podobný obraz.

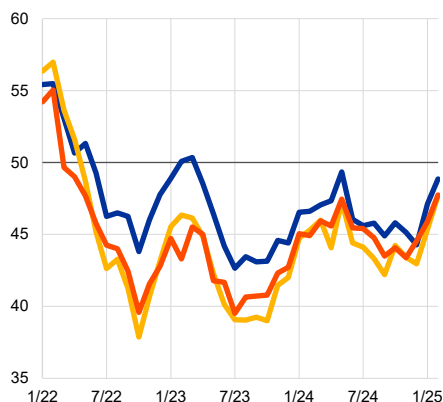
Graf 4

Ukazovatele PMI v hospodárskych sektoroch

a) Priemyselná výroba

(difúzný index)

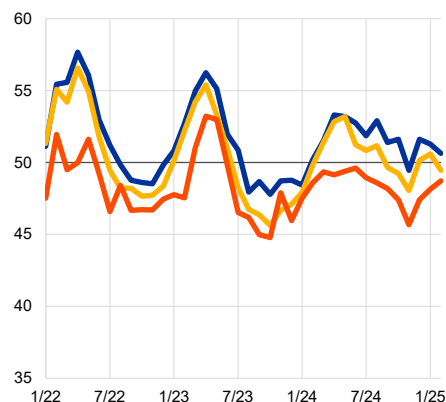
— Produkcia
— Nové objednávky
— Nové vývozné objednávky



b) Služby

(difúzný index)

— Podnikateľská aktivita
— Nové obchody
— Nové vývozné objednávky



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.

Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2025.

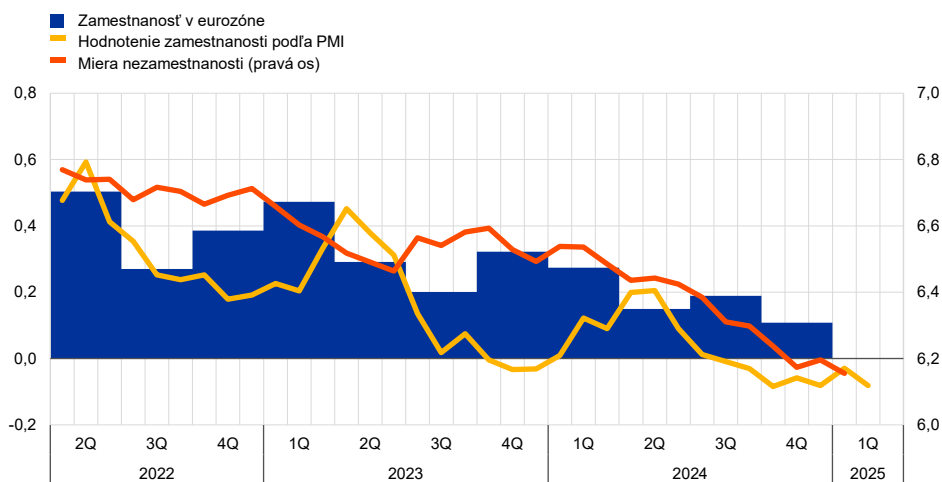
Zamestnanosť sa v poslednom štvrťroku 2024 zvýšila o 0,1 %, čo bolo menej ako v ostatných štvrťrokoch daného roka (graf 5). Rast zamestnanosti bol však v pomere k rastu HDP odolný, čo viedlo k poklesu produktivity o 0,1 %. Miera nezamestnanosti dosiahla v decembri 6,3 %, teda o 0,1 percentuálneho bodu viac ako v novembri, čím zostala blízko najnižšej úrovni od zavedenia eura. Dopyt po pracovnej sile mierne klesol z vysokých úrovní zaznamenaných po pandémii, pričom miera voľných pracovných miest zostala v poslednom štvrťroku nezmenená na úrovni 2,5 %, čo je o 0,8 percentuálneho bodu menej ako maximum dosiahnuté v druhom štvrťroku 2022.¹⁰

¹⁰ Viac v boxe s názvom Využitie konferenčných hovorov podnikov o hospodárskych výsledkoch na predpovedanie dopytu po pracovnej sile v eurozóne v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf 5

Zamestnanosť v eurozóne, hodnotenie zamestnanosti a miery nezamestnanosti podľa PMI

(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 50 a následne vydelený desiatimi, čím sa meria medzištvrtročný rast zamestnanosti. Posledné údaje v prípade zamestnanosti sú z posledného štvrtroka 2024, v prípade hodnotenia miery zamestnanosti podľa PMI z februára 2025 a v prípade miery nezamestnanosti z januára 2025.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce poukazujú na stabilný rast zamestnanosti v prvom štvrtroku 2025. Mesačný kompozitný ukazovateľ PMI pre zamestnanosť klesol zo 49,7 v januári na 49,3 vo februári, čo naznačuje, že zamestnanosť v prvom štvrtroku pravdepodobne zostala v porovnaní s posledným štvrtrokom 2024 v podstate nezmenená. Ukazovateľ PMI pre zamestnanosť v službách klesol z januárových 50,9 na 50,8 vo februári, zatiaľ čo ukazovatele PMI pre zamestnanosť vo výrobe a v stavebníctve zostali v pásme kontrakcie.

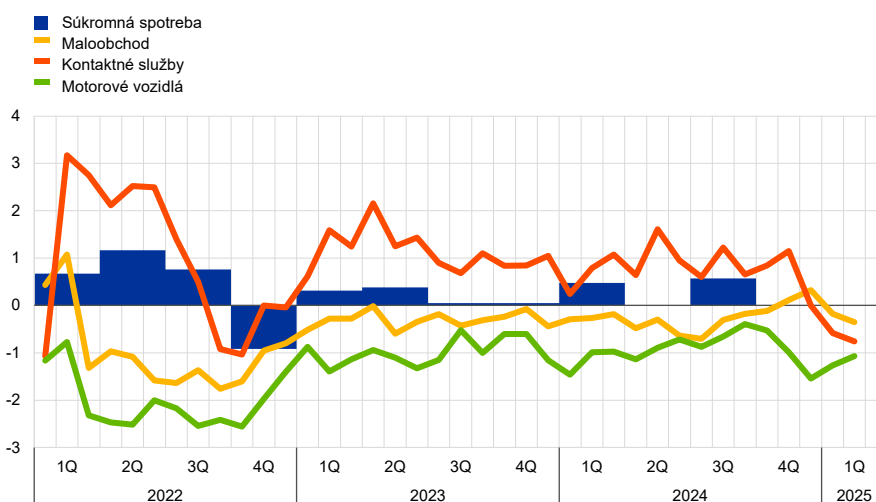
Rast súkromnej spotreby sa v poslednom štvrtroku 2024 pravdepodobne zmiernil. Po medzištvrtročnom náraste o 0,7 % v treťom štvrtroku 2024 (graf 6) sa zdá, že rast súkromnej spotreby sa v poslednom štvrtroku zmiernil, čo zároveň odráža doznievanie niektorých dočasných faktorov, ktoré podporovali jej expanziu v predchádzajúcom štvrtroku, ako boli napr. olympijské a paralympijské hry v Paríži v roku 2024. Potvrďuje to medzištvrtročný rast maloobchodných tržieb o 0,4 % a medzištvrtročný rast produkcie v sektore služieb o 0,5 %. Najnovšie údaje poukazujú aj na spomalenie dynamiky rastu výdavkov domácností v krátkodobom horizonte, čo sa odráža v najnovších makroekonomických projekciách odborníkov ECB. Ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie sa vo februári ďalej mierne zvýšil, ale celkovo zostáva utlmený v dôsledku stále vysokej neistoty. Ukazovatele podnikových očakávaní Európskej komisie týkajúce sa dopytu v kontaktných službách vo februári ďalej klesali, zatiaľ čo najnovší prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB naznačuje, že očakávaný nákup dovoleniek zostáva robustný aj napriek nedávnomu oslabeniu. Očakávania spotrebiteľov týkajúce sa veľkých nákupov v nasledujúcich 12 mesiacoch sa zároveň vo februári mierne zvýšili po zhoršení v predchádzajúcom mesiaci. Pretrvávajúca neistota týkajúca sa hospodárskej politiky, najmä v kontexte globálneho hospodárskeho

vývoja, by mala naďalej tlmieť rozhodnutia domácností o výdavkoch. Očakáva sa však, že vyššia kúpna sila – odrážajúca spomalenie inflácie – ako aj pokračujúci rast reálnych pracovných príjmov budú v nasledujúcich štvrtrokoch podporovať spotrebu.

Graf 6

Súkromná spotreba a očakávania podnikov v oblasti maloobchodu, kontaktných služieb a motorových vozidiel

(medzištvrtročná percentuálna zmena; štandardizovaný percentuálny zostatok)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Očakávania podnikov v oblasti maloobchodu (okrem motorových vozidiel), očakávaný dopyt po kontaktných službách a očakávaný predaj motorových vozidiel sa vzťahujú na nasledujúce tri mesiace; kontaktné služby sa vzťahujú na ubytovanie, cestovné a stravovacie služby. Časový rad kontaktných služieb je štandardizovaný na obdobie január 2005 – 2019 z dôvodu dostupnosti údajov, zatiaľ čo motorové vozidlá a maloobchod sú štandardizované na obdobie 1999 – 2019. Posledné údaje v prípade súkromnej spotreby sú z tretieho štvrtroka 2024 a v prípade očakávaní podnikov v oblasti maloobchodu, kontaktných služieb a motorových vozidiel sú z februára 2025.

Podnikové investície pravdepodobne zostali na prelome roka tlmené v dôsledku vysokej neistoty.

Po výraznom poklese v treťom štvrtroku 2024 sa očakáva, že podnikové investície (v národných účtoch zastúpené nestavebnými investíciami bez írskeho nehmotného majetku) sa v poslednom štvrtroku mierne zvýšili. Investície do hmotného majetku však boli v posledných štvrtrokoch obzvlášť slabé. V sektore kapitálových tovarov klesla priemyselná produkcia v poslednom štvrtroku 2024 medzištvrtročne o 1,2 %, čo bolo v súlade s očakávaniami ukazovateľov PMI pre produkciu, ktoré sa počas minulého roka výrazne prepadli do negatívneho pásma, a ukazovateľa dôvery v priemysle, ktorý sa nachádzal na úrovniach naposledy zaznamenaných počas lockdownu v roku 2020 (graf 7, panel a). Nehmotné investície naďalej rastú, aj keď výrazne pomalšie ako v Spojených štátoch (box 1). Aktuálne údaje naznačujú slabý vývoj na začiatku roka 2025 v kontexte zvýšenej neistoty súvisiacej s geopolitickou a hospodárskou politikou, ako aj neistoty v oblasti obchodnej politiky. Najnovší telefonický prieskum podnikov, prieskum o prístupe podnikov v eurozóne k financovaniu aj prieskum bankových úverov predpokladajú na začiatku roka utlmené investície, pričom prieskum bankových úverov očakáva v prvom štvrtroku ďalší mierny pokles dopytu po dlhodobějších úveroch, ktoré sa zvyčajne spájajú s fixnými investíciami.¹¹ Tieto

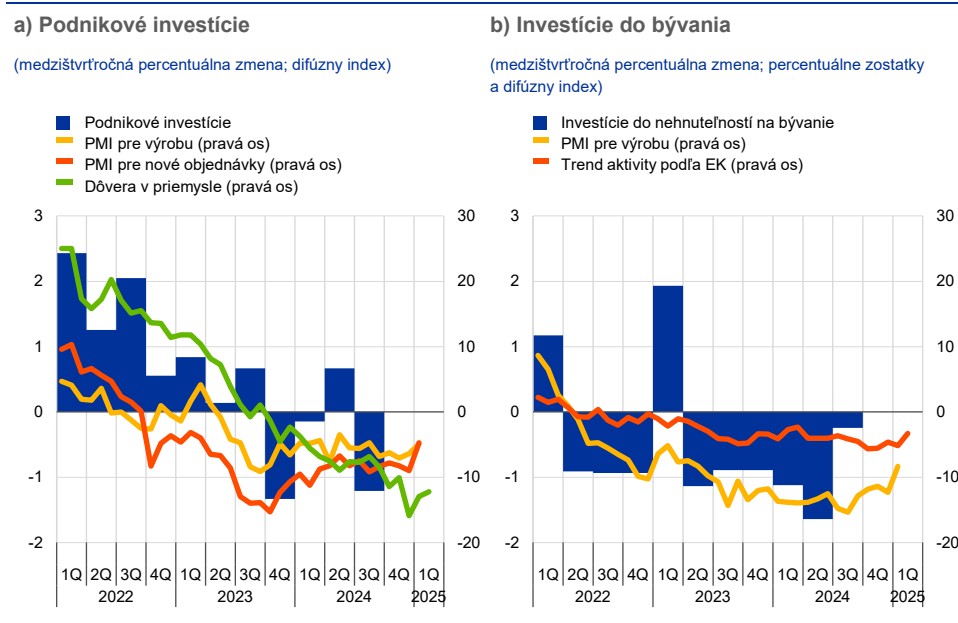
¹¹ Viac v boxe s názvom [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2025, v najnovšom [prieskume ECB o prístupe k financiám podnikov v eurozóne](#) zverejnenom v januári 2025 a v [prieskume bankových úverov v eurozóne z januára 2025](#).

faktory budú spolu pravdepodobne tmiť investície na začiatku roka.

Z dlhodobejšieho hľadiska by však – za predpokladu, že nedôjde k výrazným narušeniam obchodu – mali byť investície podporené postupným oživením širšieho hospodárstva, uvoľnením podmienok financovania a odstránením niektorých zdrojov neistoty. Okrem toho bude podnikové investície ďalej stimulovať pokračujúce čerpanie prostriedkov z programu Next Generation EU.

Graf 7

Dynamika reálnych investícií a údaje z prieskumov



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

Poznámka: Čiary označujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. PMI sú vyjadrené ako odchýlka od 50. V paneli a) sa podnikové investície merajú nestavebnými investíciami bez írskeho nehmotného majetku. Krátkodobé ukazovatele sa týkajú sektora investičných tovarov. Posledné údaje o podnikových investíciách sú z tretieho štvrtroka 2024, o indexoch PMI z januára 2024 a o dôvere v priemysle z februára 2025. V paneli b) sa krivka ukazovateľa trendu aktivity Európskej komisie vzťahuje na vážený priemer hodnotenia trendu aktivity v stavebníctve a špecializovanej výstavbe v porovnaní s predchádzajúcimi tromi mesiacmi, ktorý je prepočítaný tak, aby mal rovnakú štandardnú odchýlku ako PMI. Krivka indexu PMI pre produkciu sa týka aktivity v oblasti nehnuteľností na bývanie. Posledné údaje o investíciách do nehnuteľností na bývanie sú z tretieho štvrtroka 2024, o PMI pre produkciu z januára 2025 a o trende aktivity Európskej komisie z februára 2025.

Investície do nehnuteľností na bývanie zostali v poslednom štvrtroku 2024 prevažne stabilné.

Po výraznom poklese od roku 2022 sa zdá, že investície do nehnuteľností na bývanie sa v poslednom štvrtroku 2024 odrazili od dna, keďže dostupné údaje za jednotlivé krajiny naznačujú ich mierny nárast v uvedenom štvrtroku, zatiaľ čo produkcia v stavebníctve a špecializovanej výstavbe zostala v porovnaní s tretím štvrtkom nezmenená. Ukazovatele aktivity založené na prieskumoch sa začiatkom tohto roka zlepšili. Celkovo však naďalej poukazujú na tlmennú dynamiku investícií do nehnuteľností na bývanie v prvom štvrtroku 2025, pričom ukazovateľ PMI pre produkciu nehnuteľností na bývanie a ukazovateľ Európskej komisie týkajúci sa stavebnej a špecializovanej stavebnej činnosti za posledné tri mesiace zostávajú v pásme kontrakcie (graf 7, panel b). Investície do nehnuteľností na bývanie by však v roku 2025 mali postupne naberať na obrátkach. Podľa prieskumu Európskej komisie sa krátkodobé zámery domácností kúpiť alebo postaviť dom v prvom štvrtroku ďalej zvýšili. K tomuto zlepšeniu nálady prispievajú klesajúce sadzby hypotekárnych úverov a odráža aj postupné oživovanie úverov na bývanie, čo naznačuje, že dopyt po nehnuteľnostiach na bývanie sa pomaly zvyšuje.

Vývoz z eurozóny v poslednom štvrtroku 2024 klesal pomalším tempom.

Celkový vývoz z krajín eurozóny sa v poslednom štvrtroku medzištvrtročne znížil o 0,1 %. Tento pokles potvrdzuje pretrvávajúce problémy s konkurencieschopnosťou, ktorým čelia vývozcovia z eurozóny (box 2), a to aj v čase oživenia svetového dopytu. Čo sa týka budúceho vývoja, prieskumy naznačujú, že výkonnosť vývozu bude v blízkej budúcnosti naďalej tlmená. Najnovšie PMI pre nové vývozné objednávky zostali vo februári výrazne pod prahom expanzie v priemyselnej výrobe aj v službách. Mesačné údaje o obchode s tovarom zároveň naznačujú, že štvrtročný rast dovozu sa v poslednom štvrtroku 2024 spomalil, čo svedčí o celkovom negatívnom príspevku čistého vývozu k HDP.

V makroekonomických projekciách z marca 2025 sa predpokladá, že hospodárske oživenie bude pomalšie, ako sa očakávalo v projekciách z decembra 2024, kým neistota sa zvyšuje. Podľa projekcií odborníkov ECB z marca 2025 by malo hospodárstvo v roku 2025 narásť o 0,9 %, v roku 2026 o 1,2 % a v roku 2027 o 1,3 %. Revízie smerom nadol na roky 2025 a 2026 odrážajú nižší vývoz a pretrvávajúce oslabenie investícií, ktoré čiastočne vyplývajú z vysokej neistoty v oblasti obchodnej politiky, ako aj zo širšej politickej neistoty. Rastúce reálne príjmy a postupne slabnúce účinky predchádzajúceho zvyšovania úrokových sadzieb zostávajú kľúčovými faktormi podporujúcimi očakávané zvýšenie dopytu v priebehu času.

Celková inflácia eurozóny klesla vo februári 2025 z januárových 2,5 % na 2,4 %, odrážajúc predovšetkým pokles inflácie cien energií. Inflácia cien potravín vzrástla, zatiaľ čo inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) zaznamenala vo februári mierny pokles, za ktorým sa skrývala nižšia inflácia cien služieb a vyššia inflácia cien neenergetických priemyselných tovarov (non-energy industrial goods – NEIG). Podľa väčšiny ukazovateľov sa základná inflácia trvalo ustáli v blízkosti dvojpercentného strednodobého cieľa. V niektorých sektoroch naďalej prebieha výrazne oneskorené prispôsobovanie miezd a cien predchádzajúcemu prudkému nárastu inflácie. Rast miezd sa však v súlade s očakávaniami zmiernuje a rast jednotkových ziskov aj naďalej čiastočne tlmí vplyv stále zvýšených tlakov nákladov práce na infláciu. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa naďalej pohybuje v okolí 2 %. Inflácia sa naďalej vyvíja zhruba v súlade s očakávaniami našich odborníkov, pričom najnovšie projekcie sa nachádzajú v tesnej blízkosti predchádzajúceho inflačného výhľadu. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2025 by mala celková inflácia dosiahnuť v priemere 2,3 % v roku 2025, 1,9 % v roku 2026 a 2,0 % v roku 2027. Revízia projekcií celkovej inflácie na rok 2025 nahor je odrazom výraznejšej dynamiky cien energií.¹²

Celková inflácia eurozóny meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) vo februári klesla z januárových 2,5 % na 2,4 % (graf 8).

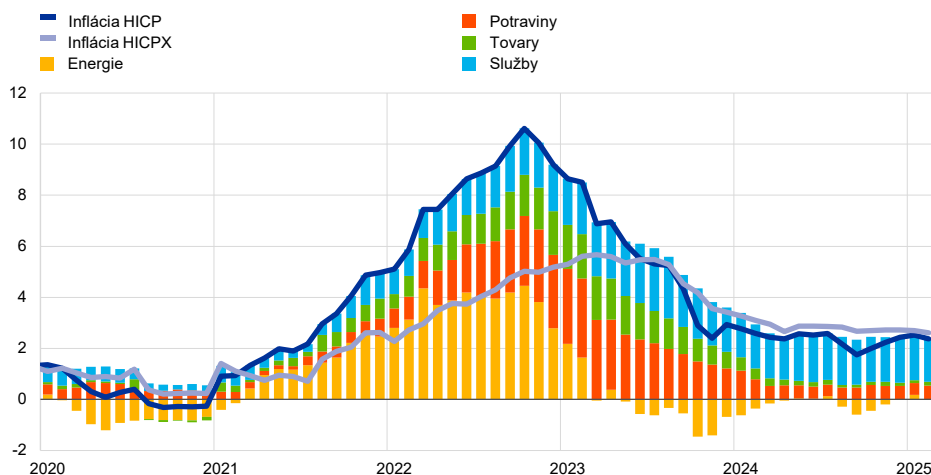
Príčinou bol najmä očakávaný pokles inflácie cien energií, ktorá sa vo februári znížila z januárových 1,9 % na 0,2 %, najmä v dôsledku tlmiaceho bázického efektu a medzimesačného poklesu cien energií. Inflácia cien potravín naopak vo februári stúpila z januárových 2,3 % na 2,7 %, odrážajúc vyššiu ročnú mieru rastu cien nespracovaných potravín, zatiaľ čo miera rastu cien spracovaných potravín sa nezmenila. Inflácia HICPX sa vo februári mierne znížila z januárových 2,7 % na 2,6 %. Ide o prvý pokles od septembra 2024, ktorý je odrazom nižšej inflácie služieb (3,7 % vo februári, oproti 3,9 % v januári) a súčasného nepatrného nárastu inflácie NEIG (z januárových 0,5 % na 0,6 % vo februári). Februárový pokles inflácie cien služieb je v súlade s predchádzajúcimi očakávaniami počiatočného zmiernovania v dôsledku postupného spomaľovania rastu miezd i slabších účinkov preceňovania začiatkom roka 2025 než v roku 2024.

¹² Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2025, zverejnené 6. marca 2025 na internetovej stránke ECB.

Graf 8

Celková inflácia a jej hlavné zložky

(ročná percentuálna zmena; príspevok v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

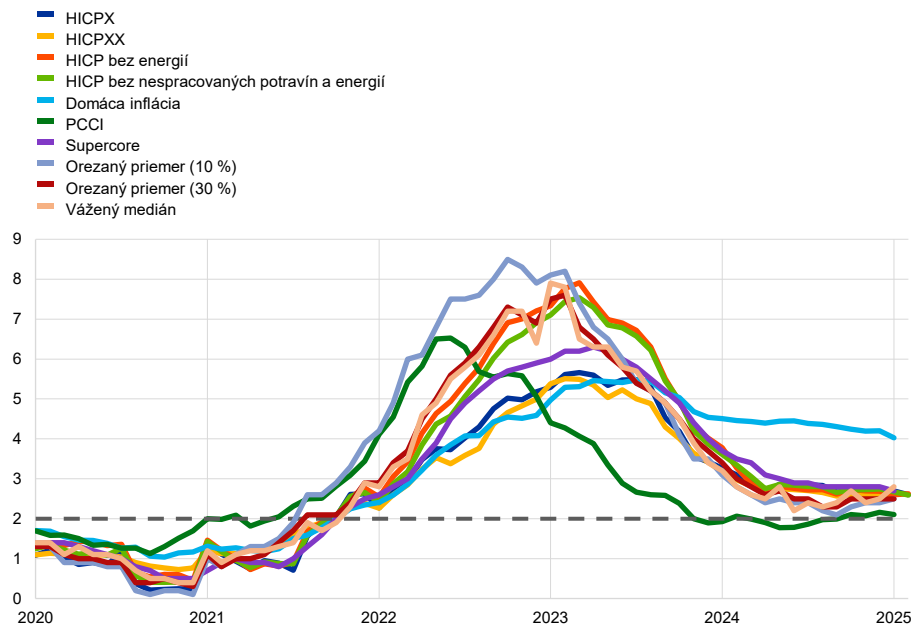
Poznámky: „Tovar“ znamená neenergetické priemyselné tovary. Posledné údaje sú z februára 2025 (rýchly odhad Eurostatu).

Väčšina ukazovateľov základnej inflácie je v súlade s očakávaniami trvalého ustálenia inflácie v blízkosti strednodobého cieľa 2 % (graf 9). V januári 2025 (v poslednom mesiaci, za ktorý sú k dispozícii údaje) sa hodnoty väčšiny ukazovateľov pohybovali v rozpätí od 2,1 % do 2,8 %. Ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI), ktorý zvyčajne najlepšie predpovedá budúcu celkovú infláciu, bol stále v spodnej časti tohto rozpätia, zatiaľ čo vážený medián sa zvýšil na 2,8 %. Inflácia HICPX bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi (HICPXX) zostala nezmenená na úrovni 2,6 %, zatiaľ čo ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus, klesol na 2,7 %. Hoci bol ukazovateľ domácej inflácie naďalej na dlhodobu vysokú úroveň, v januári sa mierne znížil na 4,0 %, zo 4,2 % v decembri 2024. Išlo o prvý pokles od októbra 2024, spôsobený najmä nižšími príspevkami cien v reštauráciách a kaviarňach, ako aj nákladov na poistenie v zdravotníctve a doprave.

Graf 9

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

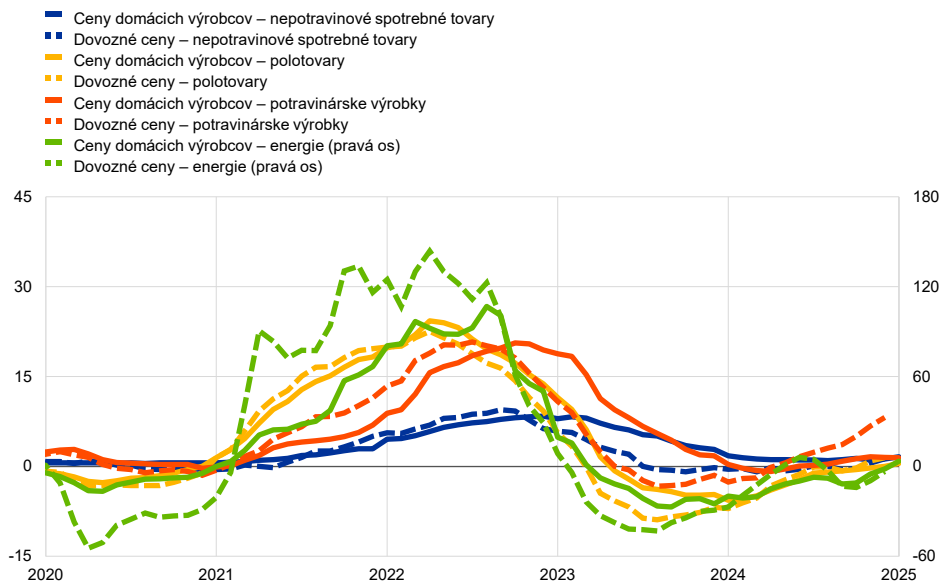
Poznámky: Šedá prerušovaná čiara predstavuje inflačný cieľ ECB na úrovni 2 % v strednodobom horizonte. V prípade HICPX, HICP bez energií a HICP bez nespracovaných potravín a energií sú posledné údaje z februára 2025 (rýchly odhad Eurostatu) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z januára 2025.

Väčšina ukazovateľov tlakov v cenovom reťazci v prípade tovarov vzrástla, ale stále len miernym tempom (graf 10). V počiatočných fázach cenového reťazca sa inflácia cien výrobcov energií, ktorá bola od apríla 2023 záporná, preniesla do kladných hodnôt – v januári sa zvýšila z decembrových -1,6 % na 3,5 %. Ročná miera rastu cien výrobcov pri domácom predaji polotovarov vzrástla z 0,0 % v decembri na 0,5 % v januári. V neskorších fázach cenového reťazca sa inflácia cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov v januári zvýšila na 1,6 % (z decembrových 1,2 %), zatiaľ čo ceny výrobcov potravinárskych výrobkov v januári mierne klesli na 1,4 % (z decembrových 1,5 %). Najnovšie dostupné údaje o dovozných cenách k dátumu uzávierky tejto správy sú za december 2024. V prípade polotovarov ročná miera rastu dovozných cien pokračovala v raste (1,5 % v decembri oproti 0,9 % v novembri). Inflácia dovozných cien výrobcov potravinárskych výrobkov sa v decembri zvýšila na 8,2 %, k čomu pravdepodobne prispeli dvojciferné miery rastu medzinárodných cien potravinových komodít. Rast inflácie dovozných cien odráža aj znehodnotenie eura. Najnovšie údaje o cenách výrobcov a dovozných cenách celkovo potvrdzujú, že postupné zmierňovanie nahromadených tlakov v cenovom reťazci na spotrebný tovar postupne odznieva, no nevedie k viditeľnému zrýchľovaniu rastu.

Graf 10

Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2015 v prípade cien domácich výrobcov a z decembra 2024 v prípade dovozných cien.

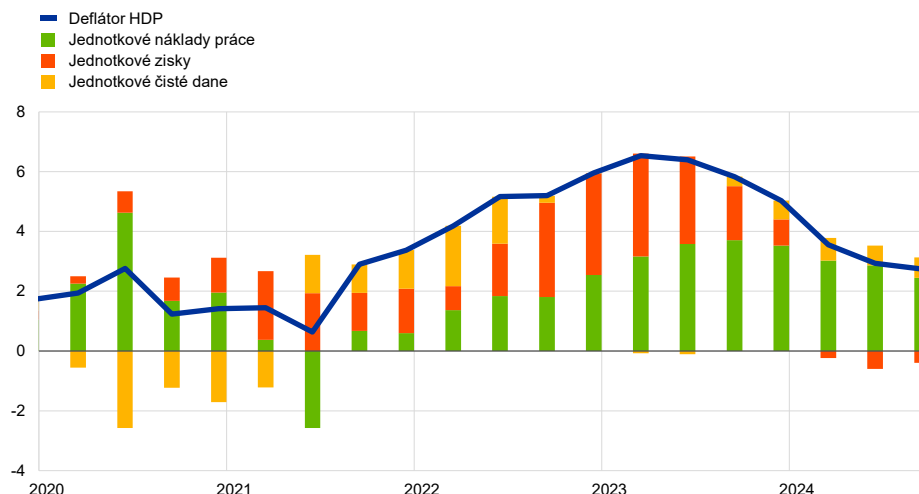
Domáce nákladové tlaky merané rastom deflátoru HDP v treťom štvrtroku 2024 ďalej klesali, no boli naďalej na zvýšenej úrovni (graf 11).

Najnovšie dostupné údaje z národných účtov týkajúce sa domácich nákladových tlakov za eurozónu sú aj naďalej z tretieho štvrtroka 2024. Ročná miera rastu deflátoru HDP klesla na 2,7 %, z 2,9 % v predchádzajúcom štvrtroku, odrážajúc menší príspevok miezd a jednotkových nákladov práce. Rast jednotkových ziskov zostal v zápornom pásme, čo naznačuje, že naďalej tlmí stále zvýšené tlaky vyplývajúce z nákladov práce. Dostupné údaje z národných účtov za väčšinu krajín eurozóny naznačujú, že zmierňovanie rastu nákladov práce a tlmiaci účinok ziskov pokračovali aj v poslednom štvrtroku. Ďalšie zmierňovanie tlakov vyplývajúcich z nákladov práce potvrdzujú aj ďalšie ukazovatele, ktoré sú v poslednom štvrtroku k dispozícii za eurozónu, ako je index nákladov práce a ukazovateľ dojednaných miezd. Rast hodinových miezd a mzdovej zložky indexu nákladov práce podľa rýchleho odhadu Eurostatu klesol zo 4,4 % v treťom štvrtroku na 4,1 %. Rast ukazovateľa dojednaných miezd v poslednom štvrtroku dosiahol 4,1 % (pokles oproti 5,4 % v treťom štvrtroku). Výhľadový mzdový monitor ECB, ktorý obsahuje údaje o dojednaných mzdách do polovice februára, naďalej poukazuje na zmierňovanie tlakov mzdového rastu začiatkom tohto roka. Čo sa týka ďalšieho vývoja, podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2025 má rast kompenzácií na zamestnanca v roku 2025 dosiahnuť v priemere 3,4 % a následne sa má ďalej zmierňovať až na 2,6 % v roku 2027.

Graf 11

Zložky deflátoru HDP

(ročná percentuálna zmena; príspevok v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Príspevok kompenzácie na zamestnanca k zmenám jednotkových nákladov práce je kladný, príspevok produktivity práce záporný. Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2024.

Ukazovatele dlhodobejších inflačných očakávaní odvodené z prieskumov sa takmer nezmenili, zatiaľ čo trhové ukazovatele strednodobej až dlhodobejšej inflačnej kompenzácie mierne vzrástli, pričom väčšina bola na úrovni okolo 2 % (graf 12). Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za prvý štvrťrok 2025 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za marec 2025 zostal priemer a medián dlhodobejších inflačných očakávaní na úrovni 2 %.

V blízkosti 2 % sa pohybovali aj krátkodobejšie očakávania na rok 2025 odvodené z prieskumov, no v závislosti od zohľadnenia najnovších údajov a pohybov cien energetických komodít vykazovali menšie zmeny. Trhové ukazovatele krátkodobej inflačnej kompenzácie, merané jednoročnou forwardovou sadzbou inflačných swapov o jeden rok, sa v poslednom čase mierne zvýšili a pohybujú sa na úrovni približne 1,8 %. Nárast zaznamenali i trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie v prípade strednodobého a dlhodobejšieho horizontu. Päťročná forwardová sadzba inflačných swapov o päť rokov sa od decembrového zasadnutia Rady guvernérov zvýšila o približne 20 bázických bodov, prevažne v reakcii na pohyby v súvislosti s nedávno oznámenými plánmi fiškálnej expanzie v Európe, a pohybuje sa na úrovni približne 2,2 %. Tento nárast sa pripisuje najmä vyšším inflačným rizikovým prémiami. Modelové odhady skutočných inflačných očakávaní bez inflačných rizikových prémii tak naďalej naznačujú inflačné očakávania účastníkov trhu v dlhodobejšom horizonte na úrovni okolo 2 %. Čo sa týka spotrebiteľov, inflačné očakávania začali vo väčšine prípadov opäť klesať. Podľa prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB za január 2025 sa medián očakávaní celkovej inflácie na nasledujúcich 12 mesiacov znížil na 2,6 % (z 2,8 % v decembri 2024), zatiaľ čo očakávania na obdobie o tri roky zostali nezmenené na úrovni 2,4 %. Medián vnímanej inflácie za predchádzajúcich dvanásť mesiacov v januári mierne klesol na 3,4 %.

Graf 12

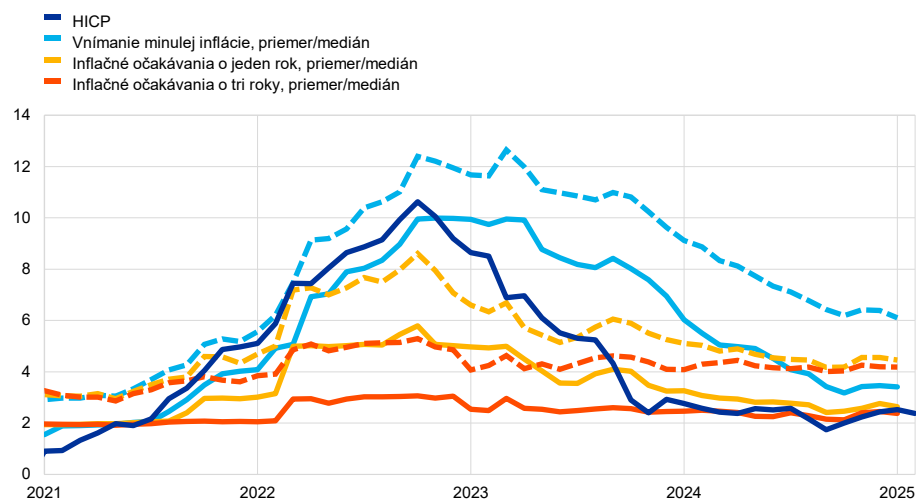
Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie a inflačné očakávania spotrebiteľov

a) Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie

(ročná percentuálna zmena)

**b) Celková inflácia HICP a prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB**

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: LSEG, Eurostat, prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB a výpočty ECB.
 Poznámky: Panel a) znázorňuje forwardové sadzby inflačných swapov v rôznych horizontoch za eurozónu. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 12. decembra 2024. Prerušované čiary v paneli b) označujú priemer, neprerušované čiary medián. V prípade forwardových sadzieb sú posledné údaje zo 6. marca 2025, v prípade HICP z februára 2025 (rýchly odhad Eurostatu) a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z januára 2025.

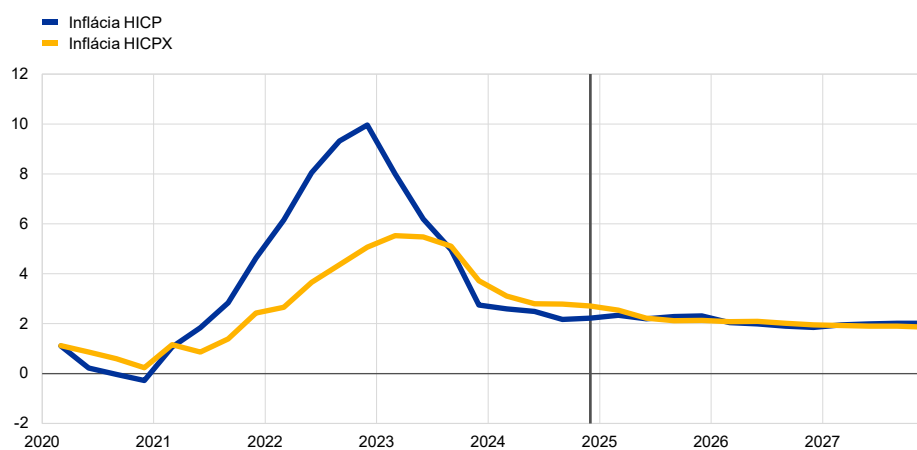
Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2025 má celková inflácia v roku 2025 dosiahnuť v priemere 2,3 % a neskôr má ďalej klesať na 1,9 % v roku 2026 a 2,0 % v roku 2027 (graf 13). Celková inflácia by mala v roku 2025 zostať pomerne stabilná, odrážajúc najmä vyššiu infláciu cien potravín a základné efekty cien energií, ktoré celkovo kompenzujú nižšiu jadrovú infláciu. Následne by sa mala s ústupom základných efektov v rámci inflácie cien energií začiatkom roka 2026 postupne ďalej zmiernovať. Projektovaný nárast celkovej inflácie v roku 2027 odráža najmä dočasný rastový vplyv inflácie cien energií v dôsledku fiškálnych opatrení súvisiacich s klimatickou transformáciou, najmä zavedením nového systému obchodovania s emisiami (ETS2). V porovnaní

s projekciami z decembra 2024 bol výhľad vývoja celkovej inflácie na rok 2025 upravený o 0,2 percentuálneho bodu nahor, na rok 2026 zostáva nezmenený a na rok 2027 bol upravený o 0,1 percentuálneho bodu nadol. Zvýšenie projekcie na rok 2025 je spôsobené najmä nečakane vyššími údajmi v prípade inflácie cien energií a vyššími predpokladmi cien ropy a elektriny. Inflácia HICPX by mala klesnúť z 2,8 % v roku 2024 na 2,2 % v roku 2025, 2,0 % v roku 2026 a 1,9 % v roku 2027, predovšetkým v dôsledku zníženia inflácie cien služieb. V porovnaní s projekciami z decembra 2024 bola inflácia HICPX na rok 2025 upravená o 0,1 percentuálneho bodu nadol a na rok 2026 o 0,1 percentuálneho bodu nahor.

Graf 13

Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2025.

Poznámky: Sivá zvislá čiara označuje posledný štvrťrok pred začiatkom sledovaného obdobia. Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2024 (skutočné údaje) a štvrtý štvrťrok 2027 (projekcie). Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2025 boli dokončené 19. februára 2025 a redakčná uzávierka technických predpokladov bola 6. februára 2025. Historické i projektované údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrťročnú periodicitu.

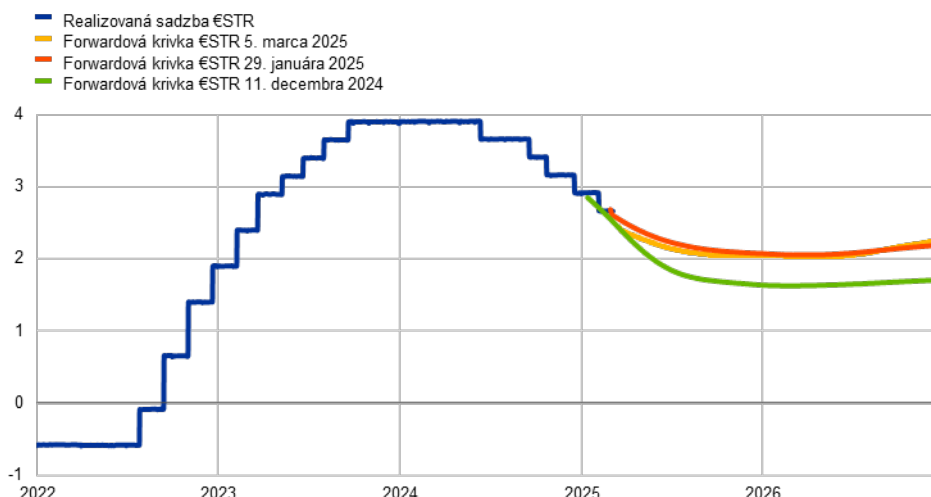
V sledovanom období od 12. decembra 2024 do 5. marca 2025 sa forwardová krivka bezrizikovej krátkodobej eurovej sadzby (€STR) posunula nahor s občasnými výraznými výkyvmi. Po decembrovom zasadnutí Rady guvernérov sa krátkodobé úrokové miery vo významných vyspelých ekonomikách zvýšili v dôsledku obáv z pomalšieho znižovania inflácie v Spojených štátoch v porovnaní s očakávaniami. Po dosiahnutí vrcholu v polovici januára sa krivka eurozóny znížila, keďže trhy očakávali pokračujúce znižovanie inflácie a slabší výhľad rastu. V kontexte plánov výdavkov na obranu a infraštruktúru v európskych krajinách však následne opäť začala rásť. Do konca sledovaného obdobia forwardová krivka eurozóny zohľadnila kumulatívne zníženie úrokových sadzieb približne o 65 bázických bodov do konca roka 2025. Vývoj na trhoch so štátnymi dlhopismi v eurozóne vo všeobecnosti kopíroval vývoj bezrizikových sadzieb, pričom spready výnosov oproti sadzbám jednoduchých indexových swapov (OIS) sa o niečo zväčšili. Napriek slabému makroekonomickému výhľadu a oznámeniam americkej administratívy o clách sa ceny akcií eurozóny zvýšili vďaka obdobiu dobrých ziskov a prekonalí vývoj v Spojených štátoch. Na trhoch podnikových dlhopisov eurozóny sa spready zúžili tak v prípade emitentov s investičným ratingom, ako aj emitentov vysoko výnosových dlhopisov. Na devízových trhoch sa euro vážene zahraničným obchodom posilnilo, pričom výraznejšie posilnenie zaznamenalo voči americkému doláru.

Po decembrovom zasadnutí Rady guvernérov sa forwardová krivka jednoduchých indexových swapov posunula nahor s občasnými výraznými výkyvmi (graf 14). Po všeobecne očakávaných rozhodnutiach Rady guvernérov znížil kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov na decembrovom aj januárovom zasadnutí dosiahla referenčná sadzba €STR počas sledovaného obdobia v priemere 2,8 %. Nadbytočná likvidita sa znížila približne o 75 mld. € na 2 826 mld. €. Bolo to predovšetkým odrazom decembrového splatenia finančných prostriedkov požičaných v rámci tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií a poklesu portfólií cenných papierov držaných na účely menovej politiky, keďže Eurosystem už nereinvestuje splátky istiny zo splatných cenných papierov. Krátky koniec forwardovej krivky OIS založenej na €STR sa počas sledovaného obdobia posunul nahor, čo poukazuje na vyššie úrokové sadzby menovej politiky, a zároveň vykazoval občasný výrazný výkyv. Po decembrovom zasadnutí Rady guvernérov sa krátkodobé úrokové miery vo významných vyspelých ekonomikách zvýšili v dôsledku obáv z pomalšieho znižovania inflácie v Spojených štátoch v porovnaní s očakávaniami. Po dosiahnutí vrcholu v polovici januára krivka eurozóny klesla, keďže účastníci trhov očakávali pokračujúce spomaľovanie domácej inflácie a slabší výhľad rastu, ktorý bol čiastočne spôsobený rastúcou neistotou v oblasti obchodu. Následne sa však krivka eurozóny pred marcovým zasadnutím Rady guvernérov opäť zvýšila, a to najmä v kontexte plánov výdavkov na obranu a infraštruktúru v európskych krajinách. Na konci sledovaného obdobia forwardová krivka úplne zohľadnila zníženie sadzieb o 25 bázických bodov z marcového zasadnutia Rady guvernérov a kumulatívne zníženie približne o 65 bázických bodov do konca roka 2025.

Graf 14

Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



Zdroj: Bloomberg a výpočty ECB.

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

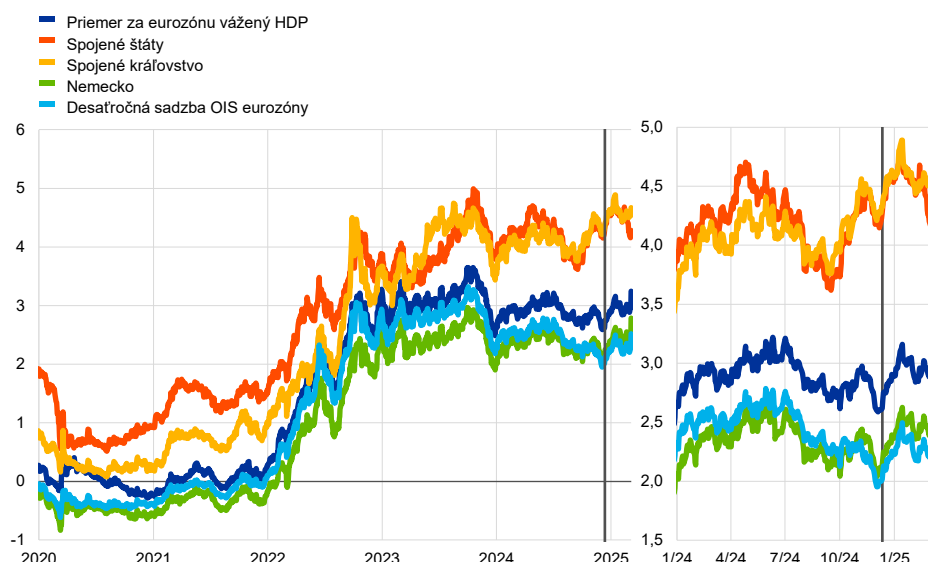
Dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne počas sledovaného obdobia kolísali a celkovo sa zvýšili (graf 15).

Na konci sledovaného obdobia sa desaťročná sadzba jednodňových indexových swapov v eurozóne aj napriek výrazným výkyvom v tomto období zvýšila zhruba o 45 bázických bodov na približne 2,5 %. V dôsledku silných tlakov na jej zvyšovanie pochádzajúcich z vývoja v Spojených štátoch sa desaťročná sadzba jednodňových indexových swapov od začiatku sledovaného obdobia do polovice januára zvýšila približne o 40 bázických bodov. Následne však klesla späť, keď účastníci trhu svoju pozornosť presunuli na výhľad vývoja inflácie a reálnej ekonomiky v eurozóne. Na konci sledovaného obdobia viedlo zvýšenie plánov fiškálnych výdavkov v Európe k nárastu dlhodobých bezrizikových sadzieb približne o 25 bázických bodov. V Spojených štátoch sa dlhodobé bezrizikové sadzby spočiatku zvýšili približne o 45 bázických bodov a v polovici januára dosiahli svoj vrchol. Následne od polovice februára začali klesať. Toto klesanie, ktoré v poslednom čase upevnili náznaky možného spomalenia hospodárskeho rastu Spojených štátov, spôsobilo, že sadzby v krajine sa znížili približne na 4,3 %, teda mierne pod úroveň zo začiatku sledovaného obdobia. V dôsledku toho sa diferenciál medzi desaťročnými bezrizikovými sadzbami v eurozóne a v Spojených štátoch zúžil o 49 bázických bodov. Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojeného kráľovstva sa zvýšili o 31 bázických bodov a na konci sledovaného obdobia dosahovali približne 4,7 %.

Graf 15

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

(v % p. a.)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

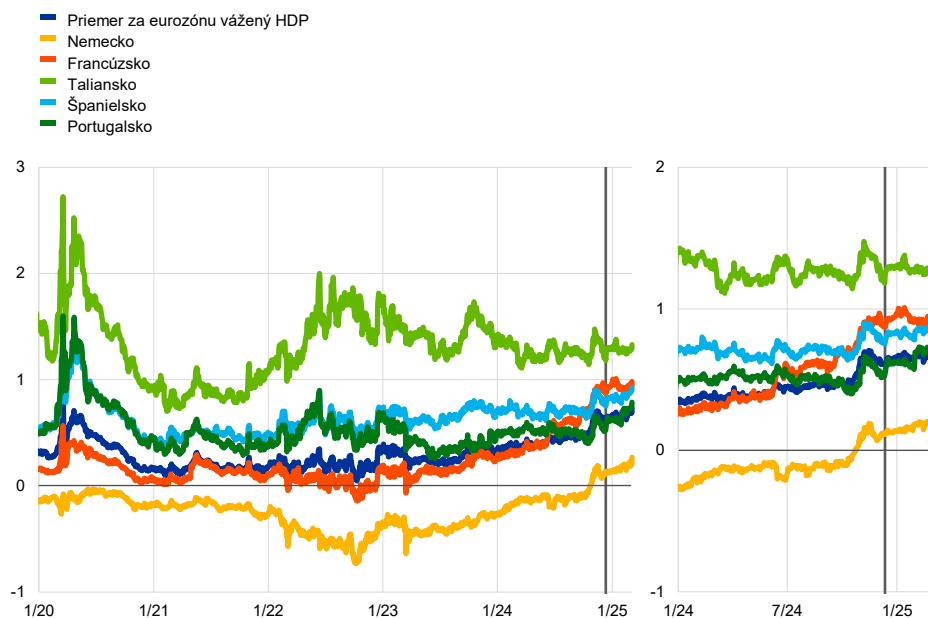
Poznámka: Zvislé sivé čiary označujú začiatok sledovaného obdobia (12. december 2024). Posledné údaje sú z 5. marca 2025.

Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov v eurozóne vo všeobecnosti sledovali pohyb bezrizikových sadzieb, pričom niektoré výnosové spready sa zväčšili (graf 16). Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP dosiahli na konci sledovaného obdobia úroveň približne 3,2 %, teda zhruba o 55 bázických bodov viac ako na začiatku obdobia. Toto zvýšenie viedlo k rozšíreniu spreadu oproti sadzbe OIS založenej na €STR približne o 10 bázických bodov. Výnosy francúzskych štátnych dlhopisov zaznamenali podobný vývoj ako výnosy štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP, napriek nedávnomu vnímanému zlepšeniu politickej situácie v krajine po tom, ako francúzsky parlament schválil rozpočet na rok 2025. Spread nemeckých štátnych dlhopisov sa zvýšil o 16 bázických bodov a zostal pevne v kladnom pásme. Spready štátnych dlhopisov sa zvýšili aj v iných krajinách eurozóny, pričom v Španielsku sa zvýšil o 16 bázických bodov a v Portugalsku o 24 bázických bodov.

Graf 16

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

(v p. b.)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislé sivé čiary označujú začiatok sledovaného obdobia (12. december 2024). Posledné údaje sú z 5. marca 2025.

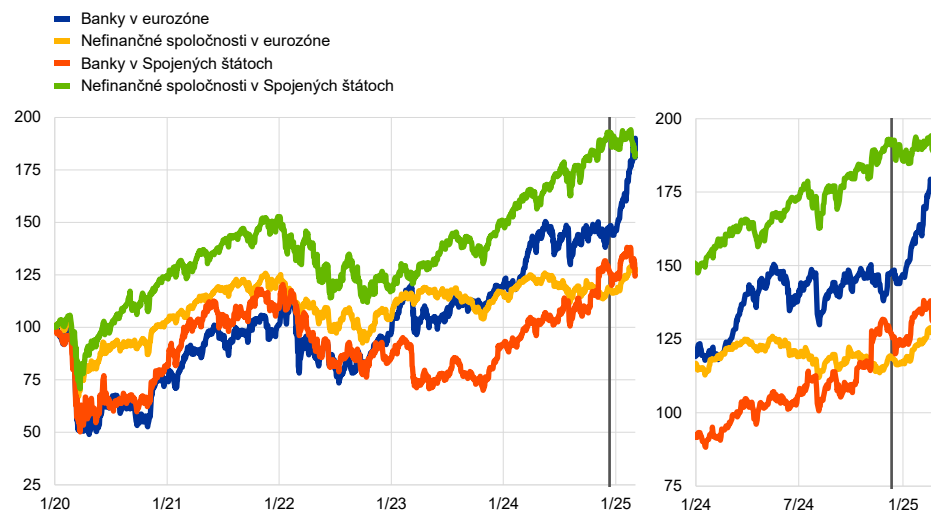
Napriek slabému makroekonomickému výhľadu a rastúcej obchodnej neistote ceny akcií v eurozóne rástli, podporované obdobím dobrých ziskov (graf 17).

Ceny akcií v eurozóne sa v sledovanom období zvýšili celkovo o 10,1 %. Rast cien akcií bánk (28,8 %) prekonal rast cien akcií nefinančných spoločností (7,5 %). Ceny akcií v eurozóne podporil zdravý vývoj ziskov počas prebiehajúceho obdobia a nedávno oznámené plány zvýšenia fiškálneho rozpočtu v Európe. Podniky vo finančnom a priemyselnom sektore vykázali v porovnaní s očakávaniami mimoriadne vysoké zisky a následne aj jedny z najväčších nárastov cien akcií. V Spojených štátoch sa široký akciový index znížil o 3,8 %, k čomu prispeli isté obavy v súvislosti s výhľadom hospodárskeho vývoja v Spojených štátoch a pokles hodnoty akcií sektora IT v dôsledku vnímaného výrazného pokroku v oblasti umelej inteligencie v Číne. Ceny akcií amerických nefinančných spoločností sa znížili o 4,4 %, kým ceny akcií bánk poklesli o 1,2 %.

Graf 17

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2020 = 100)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislé sivé čiary označujú začiatok sledovaného obdobia (12. december 2024). Posledné údaje sú z 5. marca 2025.

Spready podnikových dlhopisov s vysokým výnosom aj podnikov

s investičným ratingom sa zúžili, pričom nasledovali pohyby na akciových trhoch.

Zdravý vývoj ziskov sa odrazil aj v spreadoch podnikových dlhopisov, ktoré sa v prostredí určitej volatility znížili tak v segmente dlhopisov investičného stupňa, ako aj v segmente vysoko výnosových dlhopisov. Spready podnikových dlhopisov investičného stupňa sa zúžili približne o 15 bázických bodov, pričom spready dlhopisov finančných spoločností sa zúžili menej ako spready podnikových dlhopisov nefinančných spoločností. V segmente vysoko výnosových dlhopisov došlo k výraznejšiemu zúženiu asi o 30 bázických bodov, ktoré odrážalo zníženie spreadov dlhopisov nefinančných spoločností približne o 35 bázických bodov a finančných spoločností približne o 20 bázických bodov.

Na devízových trhoch sa euro vážené zahraničným obchodom posilnilo a ešte výraznejšie posilnenie zaznamenalo voči americkému doláru (graf 18).

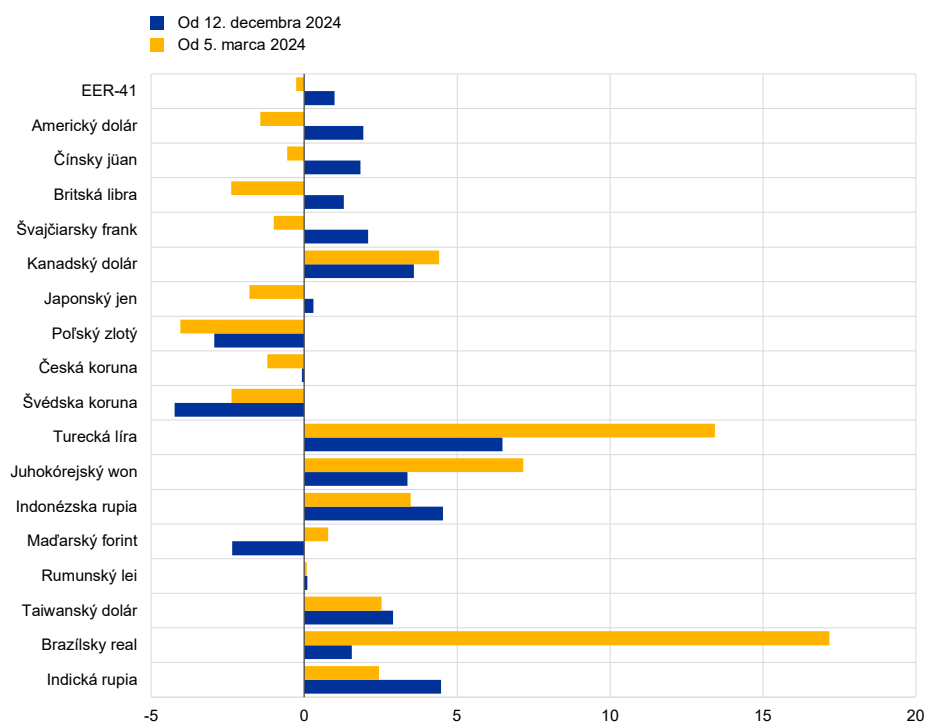
Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny sa počas sledovaného obdobia posilnil o 1 %. Po nových správach týkajúcich sa fiškálnej pozície Európy ku koncu sledovaného obdobia sa euro tiež výrazne posilnilo voči americkému doláru o 1,9 %. Euro bolo podporené – hoci v menšej miere – aj celkovým zvýšením globálneho rizikového apetítu napriek oznámeniam o zavedení cieľ a určitým obavám z makroekonomického výhľadu Spojených štátov, ktoré sa odrazili v poklese diferenciálu úrokových mier v Spojených štátoch a eurozóne. Zhodnocovanie eura bolo, napriek výrazným výkyvom, rovnomerne rozložené medzi jednotlivými menami. Spomedzi najväčších obchodných partnerov eurozóny sa euro posilnilo voči britskej libe (o 1,3 %), indickej rupii (o 4,5 %) a tureckej líre (o 6,5 %). Oslabilo sa voči poľskému zlotému (o 2,9 %), čo odrážalo očakávania účastníkov trhu týkajúce sa relatívne prísnejšieho nastavenia menovej politiky v Poľsku, a voči švédскеj korune (o 4,2 %) čiastočne v dôsledku znižovania očakávaných diferenciálov úrokových

mier. Euro bolo vo všeobecnosti stabilné voči japonskému jenu (+0,3 %), keďže vplyv prísnejšieho nastavenia menovej politiky Bank of Japan v sledovanom období bol kompenzovaný zvýšením výnosov dlhopisov v eurozóne.

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 12. decembra 2024.

5 Podmienky financovania a úvery

Znižovanie úrokových sadzieb ECB vedie k tomu, že náklady firiem a domácností na úvery postupne klesajú a rast úverov sa zrýchľuje. Uvoľňovanie podmienok financovania však zároveň brzdia predchádzajúce zvýšenia úrokových sadzieb, ktoré sa stále prenášajú do objemu úverov, a poskytovanie úverov zostáva celkovo utlmené. V januári 2025 zostali náklady na financovanie bánk v podstate nezmenené na vysokých úrovniach, zatiaľ čo úrokové sadzby bankových úverov pokračovali v postupnom poklese z maximálnych úrovní. Priemerná úroková sadzba nových podnikových úverov klesla v januári na 4,2 % a nových hypotekárnych úverov na 3,3 %. Rast úverov podnikom a domácnostiam sa v januári zvýšil, no zostal slabý a stále výrazne pod historickým priemerom, čo odráža stále tlmený dopyt a prísne úverové štandardy. V období od 12. decembra 2024 do 5. marca 2025 sa náklady podnikov na financovanie prostredníctvom akcií a na dlhové financovanie na trhu zvýšili v dôsledku vyššej dlhodobej bezrizikovej úrokovej sadzby. Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu (M3) sa v januári mierne posilnila na 3,6 %.

Náklady na financovanie bánk v eurozóne zostali v januári 2025 v podstate nezmenené napriek predchádzajúcim znižovaniam menovopolitických sadzieb.

Zložené náklady na dlhové financovanie bánk v eurozóne sa v januári zmenili relatívne málo (graf 19, panel a). Tlak na rast nákladov na financovanie bánk vyvolali predovšetkým vyššie výnosy bankových dlhopisov (graf 19, panel b) spôsobené zmenami dlhodobej bezrizikovej sadzby, ako naznačujú údaje dostupné do 5. marca. Priemerné sadzby vkladov zostali relatívne stabilné, pričom kompozitná depozitná sadzba v januári dosiahla 1,2 %. Kým úrokové sadzby termínovaných vkladov podnikov a domácností ďalej klesali, sadzby jednodňových vkladov a vkladov splatných na požiadanie zaznamenali len malú zmenu.

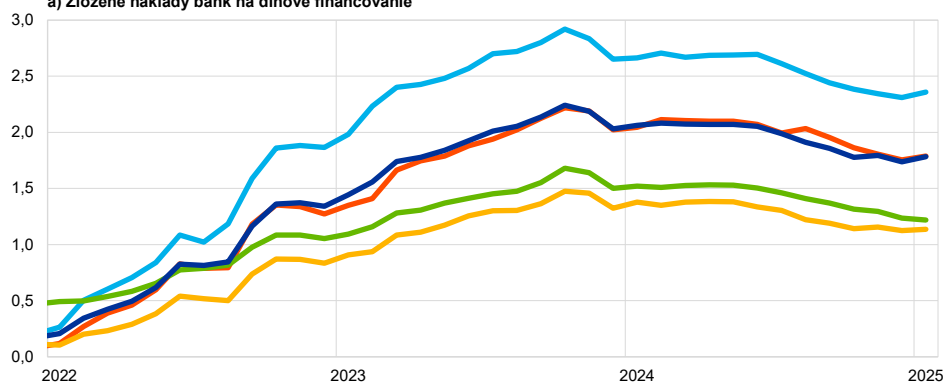
Graf 19

Zložené náklady bánk na financovanie vo vybraných krajinách eurozóny

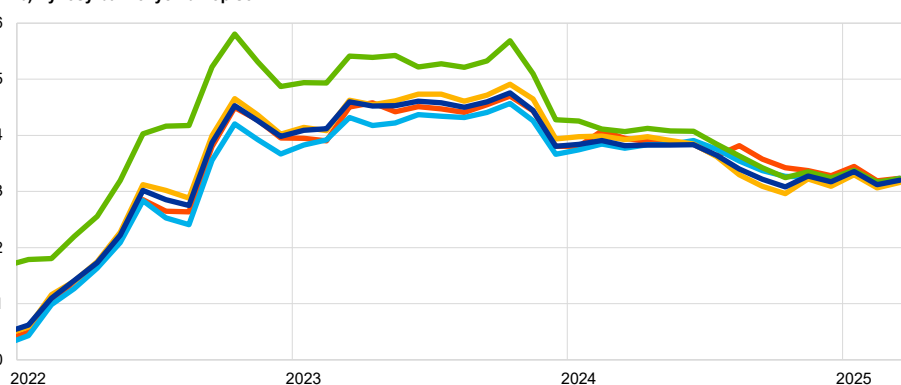
(v % za rok)



a) Zložené náklady bánk na dlhové financovanie



b) Výnosy bankových dlhopisov



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

Poznámka: Zložené náklady bánk na financovanie predstavujú vážené priemery zložených nákladov na vklady a dlhové financovanie na nezabezpečenom trhu. Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených jednodňovými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi splatnými na požiadanie, ktoré sú vážené príslušnými nesplatenými sumami. Výnosy bankových dlhopisov predstavujú mesačné priemery dlhopisov prioritnej tranže. Posledné údaje o zložených nákladoch bánk na dlhové financovanie sú z januára 2025 (panel a) a o výnosoch bankových dlhopisov z 5. marca 2025 (panel b).

Úrokové sadzby bankových úverov podnikom a domácnostiam ďalej klesali.

Úrokové sadzby úverov podnikom a domácnostiam od leta 2024 klesli, čo odráža nižšie menovopolitické sadzby (graf 20). V januári 2025 sa úrokové sadzby nových úverov nefinančným spoločnostiam znížili o 12 bázických bodov na 4,24 %, čo je približne 1 percentuálny bod pod ich maximom z októbra 2023 (graf 20, panel a). Tento pokles bol rozšírený naprieč najväčšími krajinami eurozóny a sústredil sa najmä v úveroch so splatnosťou do piatich rokov. Sadzby úverov so splatnosťou viac ako päť rokov sa naproti tomu zvýšili o 11 bázických bodov, čo odráža nárast dlhodobých bezrizikových sadzieb. Pre podniky sa náklady na dlhové financovanie na trhu v januári zvýšili na 3,7 %, čo je o 0,2 percentuálneho bodu viac ako v decembri. Spread medzi úrokovými sadzbami malých a veľkých úverov podnikom sa v januári znížil na 0,31 percentuálneho bodu, teda v blízkosti historického minima, pričom medzi jednotlivými krajinami panovali rozdiely. Úrokové sadzby nových úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie v novembri mierne klesli

o 14 bázických bodov na 3,25 %, čo je približne 80 bázických bodov pod ich maximom z novembra 2023 (graf 20, panel b), s rozdielmi medzi krajinami. Pokles bol spôsobený výlučne nižšími sadzbami pri znovu prerokovaných úveroch, zatiaľ čo sadzby nových úverov bez opätovného prerokovania zostali vo všeobecnosti nezmenené.

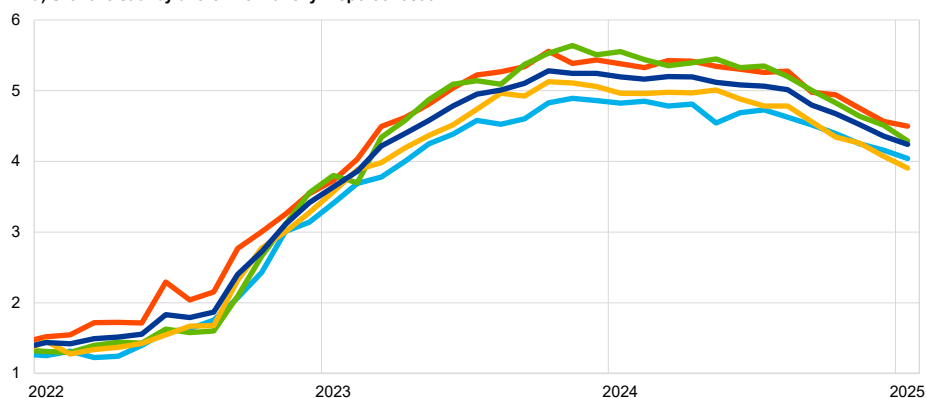
Graf 20

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

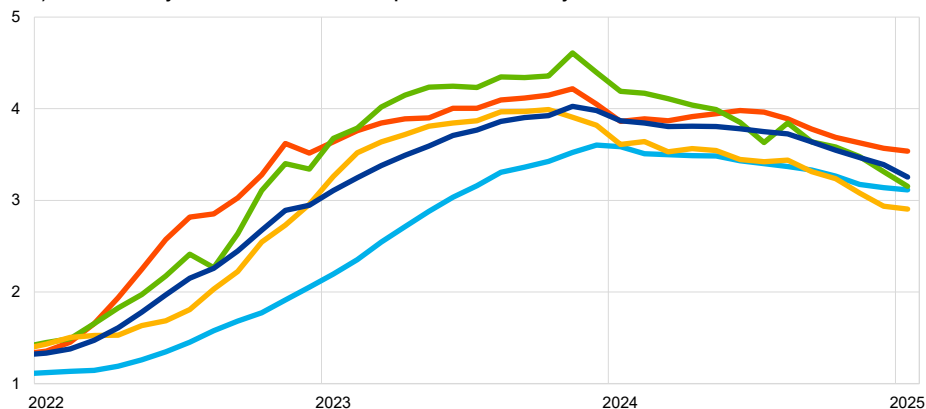
(v % za rok)

- 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: NFC znamená nefinančné spoločnosti. Zložené úrokové sadzby bankových úverov sa počítajú agregovaním krátkodobých a dlhodobých úrokových sadzieb na základe 24-mesačného kľúčového priemeru objemu nových obchodov. Posledné údaje sú z januára 2025.

V období od 12. decembra 2024 do 5. marca 2025 vzrástli náklady podnikov na financovanie prostredníctvom akcií aj na dlhové financovanie na trhu.

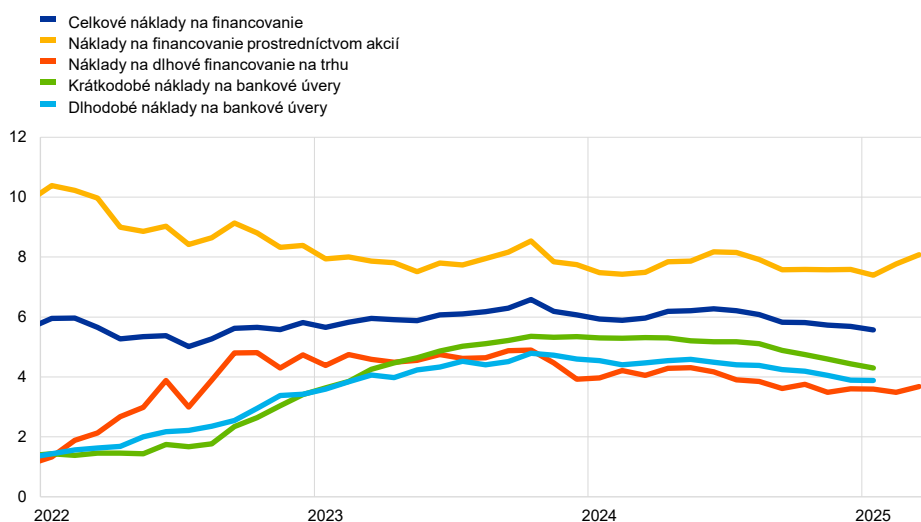
Na základe mesačných údajov dostupných do januára 2025 celkové náklady nefinančných spoločností na financovanie – teda zložené náklady na bankové úvery, na dlhové financovanie na trhu a na financovanie prostredníctvom akcií – v januári klesli v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom na 5,6 %, čo bolo nižšie ako

viacročné maximum dosiahnuté v októbri 2023 (graf 21).¹³ Z denných údajov za obdobie od 12. decembra 2024 do 5. marca 2025 vyplýva, že náklady na dlhové financovanie na trhu sa zvýšili v dôsledku nárastu krivky jednodňových indexových swapov (overnight index swap – OIS) pre strednodobé a dlhodobé splatnosti, ktorý bol len čiastočne vyvážený zúžením spreadov podnikových dlhopisov v súvislosti s obdobím priaznivých výnosov (časť 4), ktoré boli výraznejšie v segmente s vysokým výnosom. Náklady na financovanie prostredníctvom akcií vzrástli v dôsledku posilnenia rizikovej prémie akcií a najmä vyššej dlhodobej bezrizikovej úrokovej sadzby aproximovanej desaťročnou sadzbou OIS.

Graf 21

Nominálne náklady na vonkajšie financovanie podnikov v eurozóne podľa zložiek

(v % za rok)



Zdroj: ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, 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 financovanie prostredníctvom akcií (údaje z konca mesiaca) na základe ich príslušných zostatkov. Posledné údaje v prípade nákladov na dlhové financovanie na trhu a nákladov na financovanie prostredníctvom akcií (denné údaje) sú z 5. marca 2025 a v prípade celkových nákladov na financovanie a nákladov na bankové úvery (mesačné údaje) sú z januára 2025.

Rast úverov podnikom a domácnostiam sa v januári zvýšil, ale zostal slabý a výrazne pod historickým priemerom, čo odráža stále tlmený dopyt a prísne úverové štandardy.

Ročná miera rastu bankových úverov podnikom sa v januári 2025 v dôsledku volatilných mesačných tokov zvýšila na 2,0 % z 1,7 % v decembri 2024, ale stále bola výrazne pod historickým priemerom 4,8 % (graf 22, panel a). K nárastu došlo napriek relatívne slabému mesačnému toku v januári a dal sa pripísať predovšetkým základným efektom, keďže záporný tok z januára 2024 už nebol zahrnutý do ročnej hodnoty. Rast dlhových cenných papierov vydaných podnikmi sa medziročne zvýšil na 3,4 %. Ročná miera rastu úverov domácnostiam pokračovala v stabilnom oživovaní. V januári 2025 vzrástla na 1,3 % z 1,1 % v decembri 2024, hoci zostala výrazne pod historickým priemerom 4,1 % (graf 22, panel b). Hlavnou zložkou tohto vzostupného trendu boli naďalej hypotéky, aj keď spotrebiteľské úvery sa naďalej posilňovali a ich ročný rast v januári stúpil na 4,0 %.

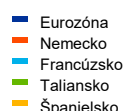
¹³ Vzhľadom na oneskorenú dostupnosť údajov o nákladoch na úvery od bánk sú údaje o celkových nákladoch nefinančných spoločností na financovanie k dispozícii len do januára 2025.

Ostatné úvery domácnostiam vrátane úverov samostatne zárobkovo činným osobám boli naopak stále slabé. Z [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#) ECB z januára 2025 vyplynulo, že percentuálny podiel domácností, ktoré vnímajú prístup k úverom ako horší, stále prevažuje nad tými, ktoré ho považujú za jednoduchší.

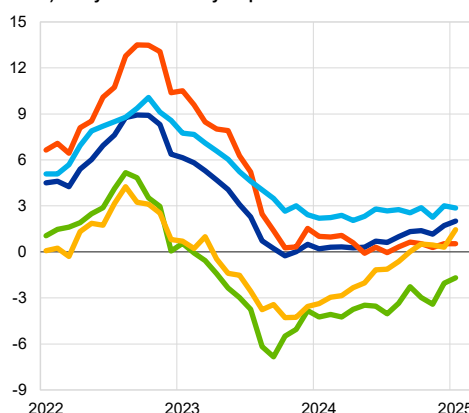
Graf 22

Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny

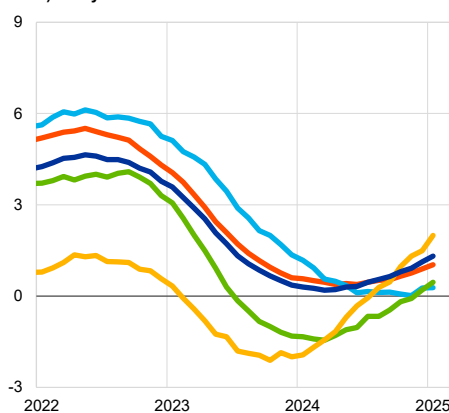
(ročná percentuálna zmena)



a) Úvery PFI nefinančným spoločnostiam



b) Úvery PFI domácnostiam



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

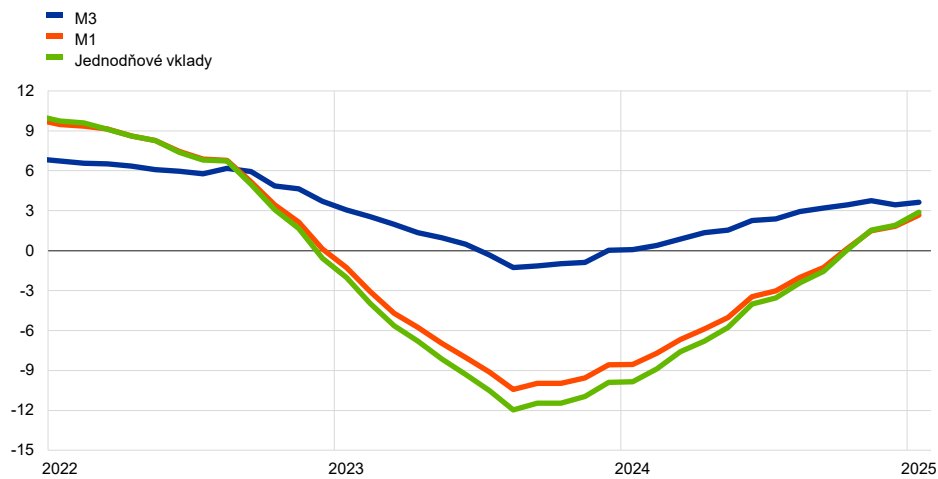
Poznámka: Úvery poskytované peňažnými finančnými inštitúciami (PFI) sú očistené od predaja úverov a sekuritizácie. V prípade nefinančných spoločností sú úvery očistené aj od účelovo vytváraných spoločných účtov (tzv. cash pooling). Posledné údaje sú z januára 2025.

Rast širokého peňažného agregátu (M3) zostal v januári relatívne stabilný, podporený nákupmi štátnych cenných papierov bankami, zatiaľ čo čistý zahraničný prílev naďalej slabol. Ročný rast agregátu M3 v januári 2025 dosiahol 3,6 %, čo predstavuje nárast z 3,4 % v decembri 2024, ale pokles z 3,8 % v novembri (graf 23). Ročný rast úzkeho peňažného agregátu (M1), ktorý zahŕňa najlikvidnejšie aktíva agregátu M3, sa v januári 2025 zvýšil na 2,7 %, v porovnaní s 1,8 % v decembri 2024. Tento nárast bol spôsobený prudkým zvýšením ročnej miery rastu jednoduchých vkladov, ktorá v januári stúpila na 2,9 % z decembrových 1,8 %, čo odráža zvýšenú preferenciu likvidity medzi investormi. Štruktúra tvorby peňazí sa ďalej menila. Kým príspevok čistých zahraničných tokov sa ďalej oslaboval, čisté nákupy štátnych cenných papierov bankami sa v januári zvýšili a stúpila aj váha príspevku úverov podnikom a domácnostiam, hoci bol stále tlmený. K rastu agregátu M3 zároveň naďalej negatívne prispievalo pokračujúce znižovanie súvahy Euro systému a nárast emisie dlhodobých bankových dlhopisov (nezahrnuté v agregáte M3).

Graf 23

Agregáty M3 a M1 a jednodňové vklady

(ročná percentuálna zmena, očistené od sezónnych a kalendárnych vplyvov)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2025.

6 Fiškálny vývoj

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2025 sa odhaduje, že deficit verejných financií eurozóny v roku 2024 klesol na 3,2 % HDP a do konca sledovaného obdobia v roku 2027 by mal zostať celkovo nezmenený. Odhaduje sa, že fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2024 výrazne sprísnila a mierne sprísnenie sa očakáva aj v roku 2025 najmä v dôsledku zvýšenia daní. Hoci sa predpokladá, že fiškálna pozícia bude v roku 2026 neutrálna, v roku 2027 sa očakáva pomerne výrazné sprísnenie, vzhľadom na plánované ukončenie programu Next Generation EU (NGEU). Podľa projekcií sa bude pomer dlhu k HDP eurozóny pomaly zvyšovať z už bežtakov zvýšenej úrovne a v roku 2027 sa priblíži k 90 %. Vlády by mali zabezpečiť udržateľné verejné financie v súlade s rámcom správy hospodárskych záležitostí EÚ a uprednostniť základné štrukturálne reformy na podporu rastu a strategické investície. Európska komisia 4. marca 2025 oznámila plán ReArm Europe, v ktorom načrtla súbor návrhov na využitie dostupných finančných nástrojov s cieľom pomôcť členským štátom EÚ rýchlo a výrazne zvýšiť výdavky na obranné kapacity.¹⁴ Súčasťou plánu je aj využitie flexibility v revidovanom rámci správy hospodárskych záležitostí s cieľom umožniť členským štátom konať rýchlo, ako si vyžaduje súčasná situácia.¹⁵

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2025 by deficit verejných financií eurozóny mal v roku 2025 zostať nezmenený na úrovni 3,2 % HDP a do roku 2027 by mal zostať v podstate rovnaký (graf 24).¹⁶

Rozpočtový deficit eurozóny sa podľa odhadov znížil z 3,6 % v roku 2023 na 3,2 % HDP v roku 2024 v dôsledku kombinácie značných nediskrečných faktorov a zrušenia väčšiny podporných opatrení zavedených v súvislosti s cenami energií a infláciou. Deficit by mal v roku 2025 zostať nezmenený na úrovni 3,2 % a v nasledujúcich dvoch rokoch by mal byť zhruba rovnaký, na úrovni 3,3 % v roku 2026 aj 2027. Relatívne stabilný výhľad odráža pomalé zlepšovanie cyklicky upravených primárnych sald, ktoré je vo všeobecnosti kompenzované postupným zvyšovaním úrokových nákladov. Toto zvyšovanie odráža prenos vplyvu predchádzajúceho rastu úrokových sadzieb, ktoré vzhľadom na dlhú zostatkovú splatnosť nesplateného štátneho dlhu postupuje pomalým tempom. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2024 sa rozpočtové saldo na rok 2025 okrajovo upravilo nadol a výraznejšie do konca sledovaného obdobia (o 0,4 percentuálneho bodu v roku 2027). Tieto revízie odrážajú predovšetkým zhoršenie makroekonomického výhľadu, ale aj určité fiškálne uvoľnenie diskrečných fiškálnych opatrení.

¹⁴ Viac informácií je uvedených v [tlačovom vyhlásení predsedníčky von der Leyenovej o obrannom balíku](#), Európska komisia, Brusel, 4. marca 2025.

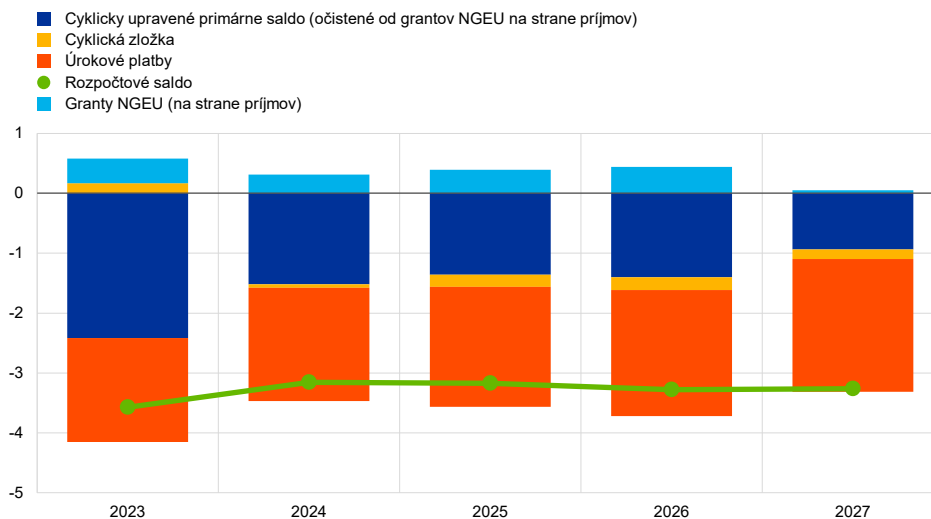
¹⁵ Po zasadnutí Rady guvernérov 6. marca 2025 nemeckí zákonodarcovia 18. marca 2025 prijali zmeny ústavnej dlhovej brzdy, najmä aby umožnili vyššie výdavky na obranu. Schválili tiež vytvorenie osobitného fondu dodatočných investícií do infraštruktúrnych a klimatických projektov v hodnote do 500 mld. €.

¹⁶ [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2025](#), zverejnené 6. marca 2025 na internetovej stránke ECB.

Graf 24

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



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

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy 20 krajín eurozóny.

Fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2024 výrazne sprísnila, v roku 2025 sa očakáva jej mierne sprísnenie, kým v roku 2027 sa opäť značne sprísni.¹⁷

Odhadovaná ročná zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od grantov poskytnutých krajinám v rámci programu NGEU ukazuje výrazné sprísnenie fiškálnych politík v eurozóne v roku 2024 (0,9 percentuálneho bodu HDP). Je to predovšetkým odrazom postupného ukončovania veľkej časti vládnych podporných opatrení v oblasti energií a inflácie, ako aj značných nediskrečných faktorov odzrkadľujúcich silný vývoj príjmov v niektorých krajinách. V roku 2025 sa očakáva sprísnenie o 0,2 percentuálneho bodu najmä v dôsledku vyšších daní, čo je čiastočne kompenzované záporným príspevkom nediskrečných faktorov. Hoci sa očakáva, že fiškálna pozícia zostane v roku 2026 vo všeobecnosti neutrálna, po skončení programu NGEU v roku 2027 by sa mala výrazne sprísniť – o 0,5 percentuálneho bodu HDP. V dôsledku toho kumulatívne sprísnenie fiškálnej pozície v sledovanom období 2024 až 2027 predstavuje 1,6 percentuálneho bodu HDP.

Predpokladá sa, že pomer dlhu k HDP eurozóny sa bude počas celého sledovaného obdobia zvyšovať z už beztak zvýšenej úrovne (graf 25). Počas pandémie sa pomer dlhu výrazne zvýšil, približne na 97 % v roku 2020, a od roku 2021 postupne klesal. Podľa projekcií z marca 2025 sa však toto zlepšenie zvrátilo a očakáva sa, že pomer dlhu sa bude postupne zvyšovať z približne 87 % HDP v roku 2023 na približne 90 % HDP v roku 2027. Tento nárast počas sledovaného obdobia je spôsobený pokračujúcimi primárnymi deficitmi a očakávanými pozitívnymi

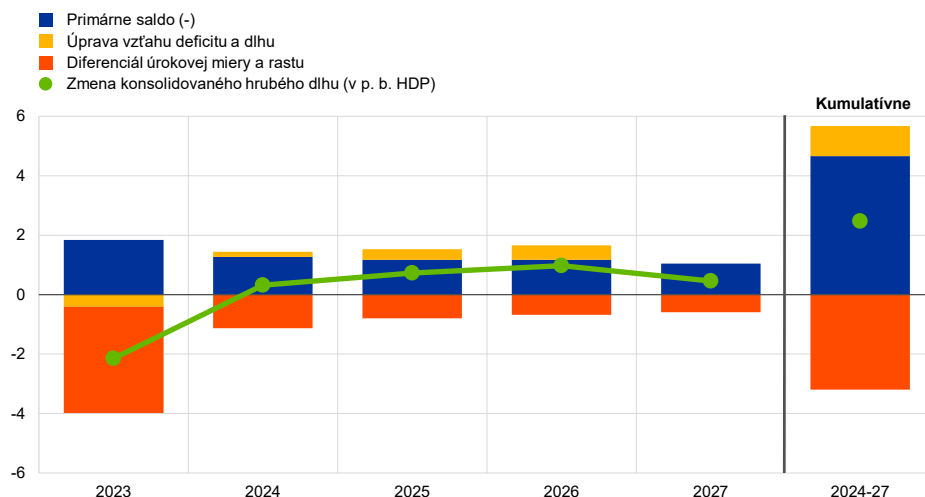
¹⁷ Fiškálna pozícia odráža smerovanie a rozsah vplyvu fiškálnych stimulov na hospodárstvo nad rámec automatickej reakcie verejných financií na vývoj obchodného cyklu. Meria sa tu ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od štátnej pomoci finančnému sektoru. Keďže vyššie rozpočtové príjmy súvisiace s grantmi nástroja NGEU z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa očisťuje od týchto príjmov. Konceptcia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom *The euro area fiscal stance*, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

úpravami deficitu a dlhu, ktoré sú len čiastočne kompenzované priaznivými (zápornými) diferenciálmi úrokovej miery a rastu.

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, marec 2025.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy 20 krajín eurozóny.

Rada EÚ pre hospodárske a finančné záležitosti (Rada ECOFIN) 21. januára 2025 schválila odporúčania týkajúce sa prvého súboru národných strednodobých fiškálnych štrukturálnych plánov. Štyri krajiny eurozóny (Belgicko, Nemecko, Litva a Rakúsko) zatiaľ svoje plány nepredložili. Pokiaľ ide o postup pri nadmernom deficite, Rada ECOFIN prijala odporúčania podľa článku 126 ods. 7 Zmluvy o fungovaní Európskej únie, v ktorých sa stanovujú spôsoby a lehoty na nápravu nadmerných deficitov.¹⁸ Taliansko a Maďarsko boli požiadané, aby znížili svoj deficit verejných financií pod 3 % HDP do roku 2026, Belgicko, Malta a Slovensko do roku 2027, Poľsko do roku 2028, Francúzsko do roku 2029 a Rumunsko do roku 2030. V odporúčaní sa pre každú z týchto krajín stanovuje lehota do 30. apríla 2025 na prijatie účinných opatrení a predstavenie potrebných opatrení na odstránenie nadmerného deficitu.

Európska komisia 4. marca 2025 oznámila plán ReArm Europe, v ktorom načrtla súbor piatich návrhov, ako možno využiť dostupné finančné nástroje s cieľom pomôcť členským štátom rýchlo a výrazne zvýšiť výdavky na obranné kapacity. Prvý návrh zahŕňa uvoľnenie verejných finančných prostriedkov na obranu na vnútroštátnej úrovni aktiváciou národnej únikovej doložky Paktu stability a rastu za predpokladu, že sa zachová fiškálna udržateľnosť. To by členským štátom umožnilo zvýšiť výdavky na obranu, napríklad o 1,5 % HDP, bez spustenia postupu pri nadmernom deficite, a tým konať rýchlo, ako si vyžaduje súčasná situácia. Podľa posúdenia Komisie by to predstavovalo dodatočné výdavky v období rokov 2025 – 2028 až do výšky 650 mld. €. Druhým návrhom je nový nástroj, ktorý by členským štátom poskytol pôžičky vo výške 150 mld. € na investície

¹⁸ Zmluva o fungovaní Európskej únie (Ú. v. EÚ C, 202, 7.6.2016, s. 13).

do obrany s cieľom posilniť celoeurópske obranné schopnosti. Tretí návrh je založený na využití rozpočtu EÚ na nasmerovanie finančných prostriedkov do investícií súvisiacich s obranou. Posledné dve oblasti činnosti sú zamerané na mobilizáciu súkromného kapitálu prostredníctvom urýchlenia únie úspor a investícií a prostredníctvom Európskej investičnej banky.

Boxy

1 Podnikové investície: prečo eurozóna zaostáva za Spojenými štátmi?

Malin Andersson, Valerie Jarvis a Michel Soudan

Podnikové investície v eurozóne rástli menej dynamicky a ich výhľad zostáva menej priaznivý ako v Spojených štátoch.¹ V období po pandémie medzi posledným štvrťrokom 2021 a posledným štvrťrokom 2024 podnikové investície v Spojených štátoch vzrástli o 15,4 %, čo je viac ako dvojnásobok kumulatívneho rastu 6,8 % v eurozóne za rovnaké obdobie (graf A).² Z hľadiska jednotlivých zložiek k tomuto rozdielu najviac prispeli nehmotné investície, teda produkty duševného vlastníctva, pričom rast nehmotných investícií v eurozóne (bez volatilných írskych produktov duševného vlastníctva) bol len polovičný v porovnaní so Spojenými štátmi. Pokiaľ ide o ostatné hlavné triedy aktív, dopravné zariadenia prispeli k investíciám v eurozóne len o niečo menej ako v Spojených štátoch. Investície do strojov a zariadení zároveň v eurozóne klesli, kým v Spojených štátoch mierne rástli.

¹ Predchádzajúca analýza je v boxe s názvom [Oživenie po pandémii – prečo eurozóna rastie pomalšie ako Spojené štáty?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2024.

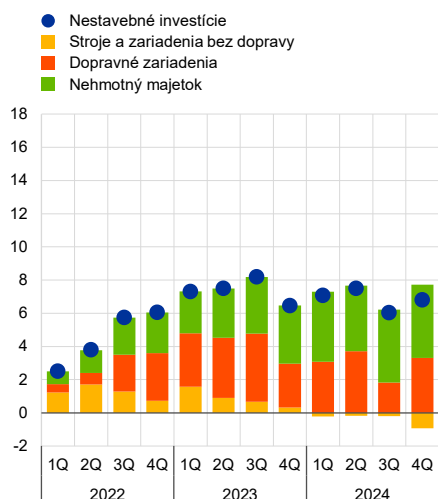
² Podrobné údaje o národných účtoch boli sprístupnené krátko po dátume uzávierky tohto vydania Ekonomického bulletinu. Podnikové investície sú zastúpené nestavebnými investíciami za celú ekonomiku v eurozóne (bez volatilných írskych produktov duševného vlastníctva) a súkromnými fixnými nerezidenčnými investíciami bez stavieb v Spojených štátoch. Viac informácií o eurozóne je v publikácii [Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#), *Occasional Paper Series*, No 350, ECB, 2024.

Graf A

Podnikové investície a členenie podľa aktív

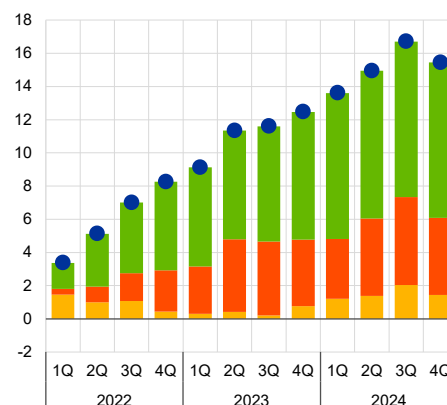
a) Eurozóna

(kumulatívna percentuálna zmena a príspevky v p. b.)



b) Spojené štáty

(kumulatívna percentuálna zmena a príspevky v p. b.)



Zdroj: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis a výpočty ECB.

Poznámka: Nestavebné investície a nehmotný majetok eurozóny nezahŕňajú produkty duševného vlastníctva v Írsku. Nestavebné investície v Spojených štátoch sa vzťahujú na súkromné fixné nerezidenčné investície bez stavieb. Nehmotný majetok sa vzťahuje na produkty duševného vlastníctva. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2024.

Slabšie hmotné investície v eurozóne možno čiastočne vysvetliť nižším dopytom.

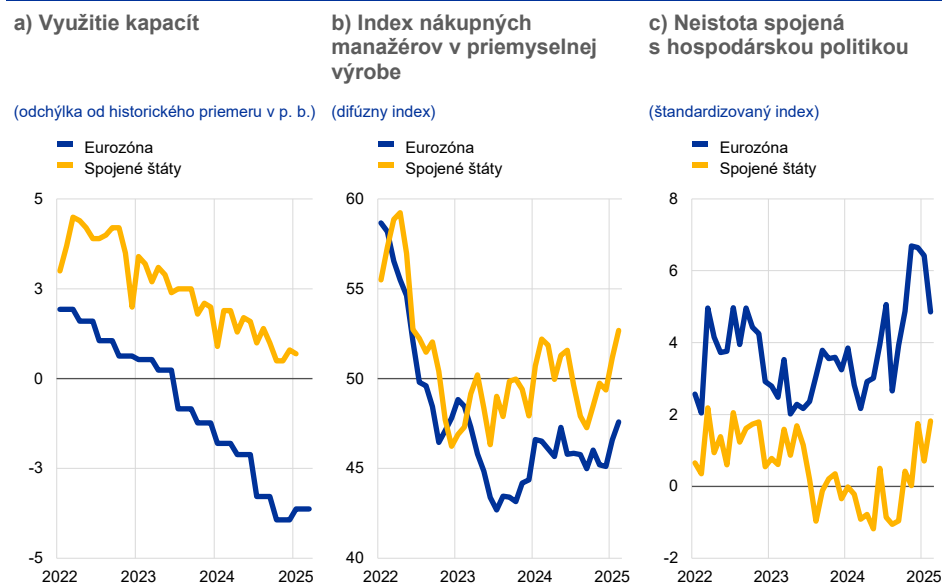
Domáci dopyt po tovaroch, ktorý je kľúčovým faktorom hmotných investícií do strojov a zariadení vrátane dopravy, bol v eurozóne od začiatku roka 2022 výrazne tlmenejší. Viedlo to k tomu, že využitie kapacít od polovice roka 2023 kleslo výrazne pod svoj historický priemer (graf B, panel a). Silnejší agregátny dopyt v Spojených štátoch podporený rýchlym zavádzaním opatrení na podporu investícií udržal využitie výrobných kapacít nad priemerom pred pandémie. Okrem toho prudší rast cien energií v eurozóne spolu so zvýšenou geopolitickou neistotou po invázii Ruska na Ukrajinu pravdepodobne tlmili dopyt po investíciách v eurozóne vo väčšej miere ako v Spojených štátoch, a to vzhľadom na väčšiu závislosť EÚ od ruského plynu ako zdroja energie a na blízkosť vojnovnej zóny. Mohlo to mať vplyv priamo, prostredníctvom vyšších výrobných nákladov a nižšej dôvery, ako aj nepriamo, prostredníctvom straty konkurencieschopnosti na vývozných trhoch.³ Dôvera v eurozóne vykazuje od roku 2022 zvlášť výrazný a dlhodobý pokles (graf B, panel b). Dopyt po investíciách v eurozóne v porovnaní so Spojenými štátmi výraznejšie brzdila aj skutočnosť, že neistota v oblasti hospodárskej politiky bola v eurozóne v tomto období vyššia ako v Spojených štátoch (graf B, panel c).⁴

³ Viac v článku s názvom [Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2024.

⁴ Zhodnotenie nepriaznivého vplyvu politickej neistoty na investície je napríklad v boxe [Aké ekonomické signály vyplývajú z ukazovateľov neistoty](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2024, a v článku Chen et al., *Economic policy uncertainty and firm investment: evidence from the U.S. market*, *Applied Economics*, Vol. 51, No 31, 2019, s. 3423 – 3435.

Graf B

Využitie kapacít, index nákupných manažérov v priemyselnej výrobe a neistota spojená s hospodárskou politikou



Zdroj: Generálne riaditeľstvo Európskej komisie pre hospodárske a finančné záležitosti; S&P Global Market Intelligence; Baker et al. *Measuring Economic Policy Uncertainty*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No 4, november 2016, s. 1593 – 1636 a výpočty zamestnancov ECB.

Poznámka: Využitie kapacít sa zobrazuje ako odchýlka od priemeru rokov 1999 – 2019 a neistota spojená s hospodárskou politikou v eurozóne je vyjadrená ako vážený priemer HDP za štyri najväčšie ekonomiky eurozóny (štandardizovaný na roky 1999 – 2019). Posledné údaje o využití kapacít v Spojených štátoch sú z januára 2025, o indexe nákupných manažérov a neistote súvisiacej s hospodárskou politikou sú z februára 2025 a o využití kapacít v eurozóne sú z prvého štvrtroka 2025.

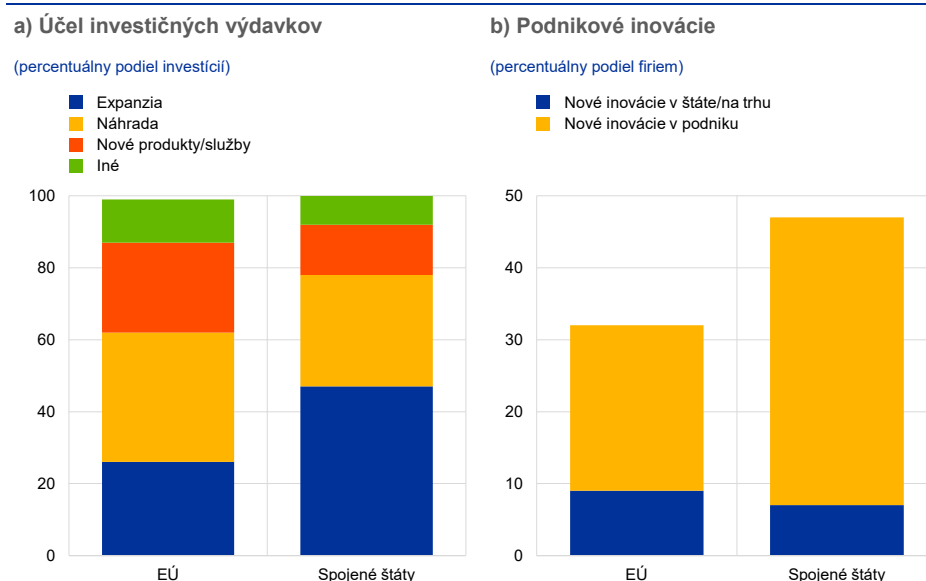
Medzi EÚ a Spojenými štátmi existuje aj významný rozdiel v nehmotných investíciách, pokiaľ ide o výdavky na inovácie a výskum a vývoj, ktorý prispieva k prehlbovaniu medzery v produktivite týchto regiónov. Podľa [investičného prieskumu](#) Európskej investičnej banky z roku 2024, ktorý poskytuje komparatívne údaje z veľkého prieskumu podnikov v Spojených štátoch a EÚ, rozširovanie kapacít podporilo investície v Spojených štátoch viac než v EÚ. Naopak, v EÚ bolo hlavným účelom investícií nahrádzanie existujúcich aktív (graf C, panel a).⁵ Investície amerických podnikov sú okrem toho viac zamerané na inovácie ako investície podnikov v EÚ (graf C, panel b). Z [hodnotiacej tabuľky výskumu a vývoja v priemysle EÚ za rok 2024](#) vyplýva, že investície do výskumu a vývoja v eurozóne sa sústreďujú vo vyspelých odvetviach, ako sú automobily a zariadenia, zatiaľ čo v Spojených štátoch sa čoraz viac koncentrujú na činnosti súvisiace s informačnými a komunikačnými technológiami (IKT) vrátane dátových centier a zariadení súvisiacich s umelou inteligenciou. Nehmotné investície sú kľúčové pre dlhodobejší rast a pravdepodobne prispievajú k zväčšujúcemu sa rozdielu v produktivite medzi týmito dvoma ekonomikami.⁶

⁵ Členenie pre eurozónu zatiaľ nie je k dispozícii.

⁶ McKinsey & Company, *Getting tangible about intangibles: The future of growth and productivity?*, 2021, box s názvom *Rast produktivity práce v eurozóne a Spojených štátoch: krátkodobý a dlhodobý vývoj*, *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB, 2024, a Herzog, Stein a Horn, *The Productivity Puzzle: It's the Lack of Investment, Stupid!*, *Intereconomics*, No 2, 2018.

Graf C

Investície a inovácie



Zdroj: Investičný prieskum Európskej investičnej banky (EIB) za rok 2024.

Poznámka: V paneli a) sa číselné hodnoty nemusia rovnať 100 z dôvodu zaokrúhľovania. Údaje v paneli b) vychádzajú z odpovedí na dve otázky týkajúce sa podielu celkových investícií do vývoja alebo zavádzania nových produktov, procesov alebo služieb s rozdelením na inovácie, ktoré sú nové pre podnik, krajinu alebo globálny trh. Posledné údaje sú za rok 2024.

Podniky poukazujú na väčšie prekážky pre investície v EÚ ako v Spojených štátoch. Podľa investičného prieskumu EIB z roku 2024 sa hlavné prekážky, ktoré uvádzajú podniky v EÚ, týkajú nedostatku kvalifikovaných zamestnancov, vysokých nákladov na energie, zvýšenej neistoty a zaťažujúcej regulácie (graf D). Zdá sa, že náklady na energie a neistota sú v EÚ o niečo dôležitejšími faktormi ako v Spojených štátoch, čo čiastočne odráža väčšiu expozíciu podnikov z EÚ voči vplyvu vojny Ruska proti Ukrajine. Hoci neistotu možno považovať za dočasný faktor, veľké a dlhodobé rozdiely v nákladoch na energie, v regulácii na trhu tovarov a služieb a na trhu práce, ako aj v aspektoch súvisiacich s rozdielmi v produktivite budú pravdepodobne trvalejšie.⁷ Prísnejšia regulácia prispieva aj k menej dynamickému podnikovému prostrediu v eurozóne s menším počtom podnikov, ktoré vstupujú na trh alebo z neho odchádzajú, a k typicky slabšiemu rastu podnikov. To pravdepodobne brzdí investície, najmä do nehmotného majetku.⁸

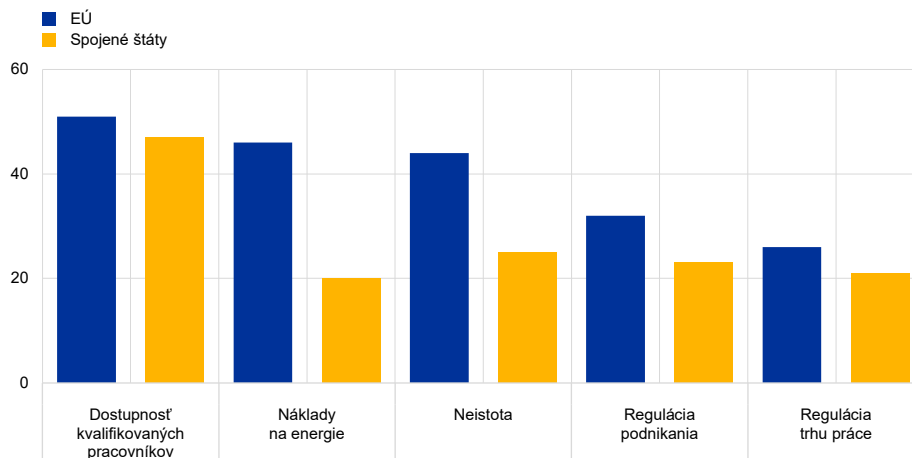
⁷ Viac v článku s názvom [European competitiveness: the role of institutions and the case for structural reforms](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2025.

⁸ Thum-Thysen et al., [Investment dynamics in Europe: Distinct drivers and barriers for investing in intangible versus tangible assets?](#), Vol. 51, December 2019, s. 77 – 88.

Graf D

Vnímané hlavné prekážky brániace investíciám

(príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Investičný prieskum EIB 2024.

Poznámka: Posledné údaje sú za rok 2024.

Rýchlejšie zavádzanie politík na podporu investícií prispelo k rýchlejšiemu a silnejšiemu oživeniu investícií v Spojených štátoch.

Hoci sa očakáva, že finančné prostriedky z programu Next Generation EU (NGEU) vo výške 750 mld. € podpora investície podnikov v EÚ do digitalizácie a zelenej transformácie, ich využívanie je veľmi postupné a oneskorené. Veľkosť súvisiacich fiškálnych multiplikátorov je tiež neistá.⁹ Americký zákon o znížení inflácie (Inflation Reduction Act – IRA) a zákon o čipoch a vede spoločne predstavujú výdavky na čistú energiu a výrobu čipov v hodnote približne 835 mld. USD. V absolútnom vyjadrení je to o niečo viac ako program NGEU v EÚ, ale predstavuje to menší podiel na HDP. Tieto programy už výrazne podporili americké súkromné nerezidenčné investície do stavieb, ktoré nie sú zahrnuté v grafe A. Vplyv je zvlášť viditeľný v investíciách do výroby (najmä do závodov), ktoré sa zvýšili viac ako v EÚ.¹⁰ Rýchlejšie využívanie finančných prostriedkov na základe IRA v porovnaní s NGEU môže čiastočne odrážať väčšiu vyspelosť jednotného trhu v Spojených štátoch. Okrem toho sa IRA zameriava na federálne priame daňové úľavy pre podniky a domácnosti, zatiaľ čo daňové politiky EÚ zostávajú na vnútroštátnej úrovni.¹¹

Nedávne politické iniciatívy EÚ na zlepšenie investičného prostredia v eurozóne by mali pomôcť preklenúť rozdiel v porovnaní so Spojenými štátmi.

Ohlásený kompas konkurencieschopnosti Európskej komisie je pritom

⁹ Viac informácií o ekonomickom vplyve je v článku s názvom [Four years into the Next Generation EU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2024, a o fiškálnych multiplikátoroch v publikácii [The real effects of Next Generation EU](#), *Recovery Watch*, 2024.

¹⁰ Zákon IRA podnietil investície do závodov a iných výrobných zariadení, najmä do výstavby dátových centier, čo je vývoj, ktorý bol v EÚ s výnimkou Írska oveľa menej výrazný. Keďže prezident Trump od 20. januára 2025 zastavil všetky platby súvisiace s IRA, potenciálne dlhodobé prínosy tohto zákona sú neisté. Investície do nerezidenčných výrobných stavieb v Spojených štátoch vzrástli od konca roka 2021 do tretieho štvrtroka 2024 o 112 %, hoci to predstavovalo len 0,5 % HDP a menej ako 4 % súkromných nerezidenčných fixných investícií.

¹¹ Cahen et al., [Is Next Generation EU a game changer? A Comparison with IRA and ways to respond](#), *Eurofi Regulatory Update*, február 2024.

vítaným krokom vpred. Cieľom kompasu je najmä posilniť konkurencieschopnosť a inovácie prostredníctvom týchto opatrení: zjednodušenie a zníženie regulačnej záťaže, odstránenie prekážok brániacich plnému využívaniu jednotného trhu, lepšia koordinácia politík na úrovni EÚ a vnútroštátnej úrovni a zlepšenie prístupu k financovaniu a jeho cenovej dostupnosti. Je teda nevyhnutné pokročiť v programe únie kapitálových trhov, najmä preto, lebo sofistikovanejšie trhy s rizikovým kapitálom by uľahčili prístup inovatívnych podnikov v EÚ k rizikovému kapitálu a ich rast. Rýchle zavedenie týchto opatrení je mimoriadne dôležité.

Zmeškal vývoz z eurozóny technologický vlak?

Mattia Banin, Virginia Di Nino, Laura Lebastard, Noémie Lecourt a Stefan Schaefer

Trhový podiel vývozu eurozóny sa od pandémie znížil. Podiel firiem z eurozóny na celosvetovom vývoze tovarov sa od roku 2019 znížil približne o 2 percentuálne body.¹ Slabý rast vývozu eurozóny je znakom nižších výnosov z produktivity európskych firiem v porovnaní s ostatnými veľkými ekonomikami. Hoci za problémami eurozóny v oblasti konkurencieschopnosti stojí viacero faktorov, Draghiho správa považuje nedostatočnú konkurencieschopnosť Európy v high-tech sektoroch za jeden z kľúčových faktorov slabej hospodárskej výkonnosti eurozóny.² V tomto boxe sa hodnotí sektorová štruktúra aktuálnej výkonnosti eurozóny na svetových trhoch prostredníctvom kategorizácie vývozu podľa intenzity jeho technologického obsahu vyjadrenej úrovňou výdavkov na výskum a vývoj v pomere k pridanej hodnote. Tento postup pomáha identifikovať sektorové faktory, ktoré spôsobujú straty trhového podielu. Box sa špecificky zameriava na to, či súhrnné straty trhového podielu vývozu eurozóny odrážajú obmedzené zastúpenie v rýchlo rastúcich high-tech sektoroch alebo zhoršujúcu sa výkonnosť v etablovaných sektoroch.

Pri analýze vplyvu politických nástrojov, ktoré boli v posledných rokoch použité na zvýšenie výroby v konkrétnych sektoroch, je dôležité pochopiť úlohu sektorovej štruktúry v dynamike vývozu. Spojené štáty aj Čína zaviedli od roku 2019 nové politiky, ktorých cieľom je okrem iného posilniť trhovú dynamiku vývozu v konkrétnych sektoroch. V Spojených štátoch sa zákon o znížení inflácie a zákon o čínoch a vede zameriavajú na zvýšenie investícií do high-tech sektorov a na presun výroby späť do Spojených štátov. V Číne vládna politika zameraná na rozvoj národných šampiónov uplatňuje dlhodobú stratégiu podpory technologického pokroku prostredníctvom významných dotácií do high-tech sektorov.³ Výsledkom týchto dotácií sú nadmerné kapacity, ktoré umožnili čínskym výrobcom prijať agresívne cenové stratégie na zahraničných trhoch. Tento prístup sa kombinuje s čínskou koncepciou „nových výrobných síl“, ktorá prioritizuje inovácie a technologický rozvoj ako kľúčové sily hospodárskeho rastu a zameriava sa na sektory, ako sú elektrické vozidlá, technológia mikročipov, umelá inteligencia a nové materiály.⁴ Keďže orgány v iných veľkých ekonomikách používajú takéto nástroje na podporu investícií a výroby v jednotlivých sektoroch, je dôležité pochopiť, ako sektorová dynamika formuje celkovú exportnú výkonnosť eurozóny.

Eurostat rozdeľuje výrobné sektory do štyroch kategórií podľa technologického obsahu vyrábaného tovaru. Medzi high-tech sektory patria

¹ Viac v článku s názvom [Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2024.

² Draghi, M., [The future of European competitiveness](#), Európska komisia, september 2024.

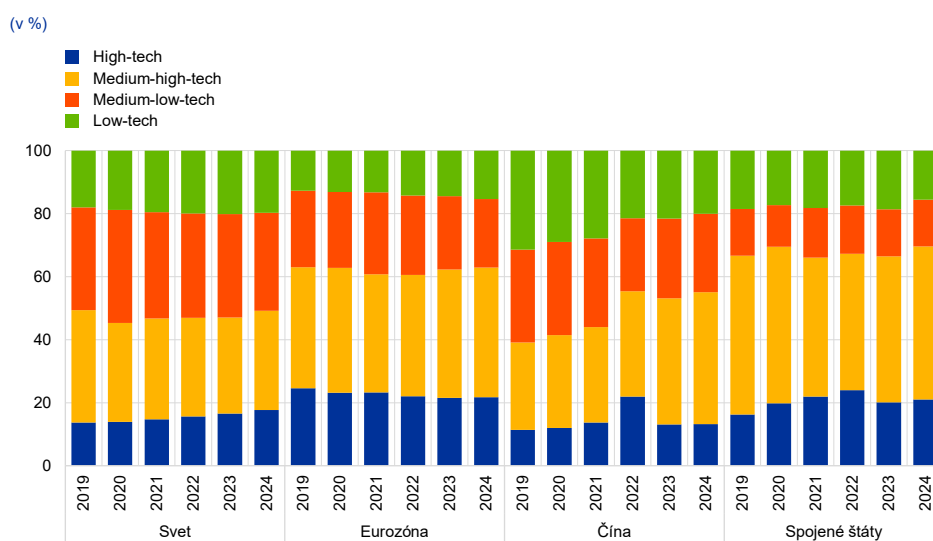
³ Viac v Institute for Security & Development Policy, [Made in China 2025, Backgrounder](#), jún 2018.

⁴ Viac v článku s názvom [The evolution of China's growth model: challenges and long-term growth prospects](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2024.

farmaceutický priemysel, telekomunikačné zariadenia a letecký priemysel, kým medium-high-tech sektory zahŕňajú motorové vozidlá, chemikálie a elektrické zariadenia.⁵ Medium-high-tech sektory predstavujú najväčší globálny vývozný trh (32 % v roku 2024), výrazne predstihujúci high-tech sektory (18 % v roku 2024) (graf A). Avšak kým medium-high-tech sektory sa od roku 2019 znižujú, high-tech sektory vzrástli o 6 percentuálnych bodov.

Graf A

Vývoz priemyselnej výroby podľa technologickej náročnosti



Zdroj: Trade Data Monitor (TDM), Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Vývoz sa uvádza v nominálnej hodnote. Údaje za rok 2024 sú neúplné. Posledné údaje sú z novembra 2024.

Technologické zloženie vývozu z eurozóny, Číny a Spojených štátov sa v posledných rokoch zblížuje.

Sektorové zloženie vývozu eurozóny je od roku 2019 relatívne stabilné, pričom v roku 2024 tvorili medium-high-tech sektory 41 % celkového vývozu priemyselnej výroby (graf A). V rovnakom období sa čínsky medium-high-tech vývoz výrazne zvýšil z 28 % na 42 %. Tento posun naznačuje, že čínsky vývoz sa posunul na vyššiu úroveň hodnotového reťazca a jeho štruktúra sa čoraz viac podobá štruktúre vývozu eurozóny.⁶ Najvýraznejší rast v high-tech vývoze zaznamenali Spojené štáty.

Shift-share analýza poukazuje na to, že eurozóna stratila pozície vo všetkých exportných výrobných sektoroch, pričom obzvlášť výrazné straty trhového podielu zaznamenala v medium-high-tech sektoroch.

Graf B zobrazuje rozklad vývoja agregovaných trhových podielov vývozu podľa jednotlivých sektorov. Pre každú ekonomiku rozlišuje dva aspekty príspevkov jednotlivých sektorov: i) zložku „výkonnosti“, ktorá meria zmeny trhového podielu ekonomiky za jednotlivé sektory (pomer rastu vývozu ekonomiky k rastu globálneho dovozu v jednotlivých sektoroch), a ii) zložku „globálneho vývoja“, ktorá meria globálny rast jednotlivých sektorov

⁵ Podrobný opis sektorov v kategóriách „high-tech“, „medium-high-tech“, „medium-low-tech“ a „low-tech“ sa nachádza v glosári [High-tech classification of manufacturing industries](#) na internetovej stránke Eurostatu.

⁶ Al-Haschimi, A., Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T. a Spital, T., [Why competition with China is getting tougher than ever](#), *The ECB Blog*, ECB, 3. september 2024.

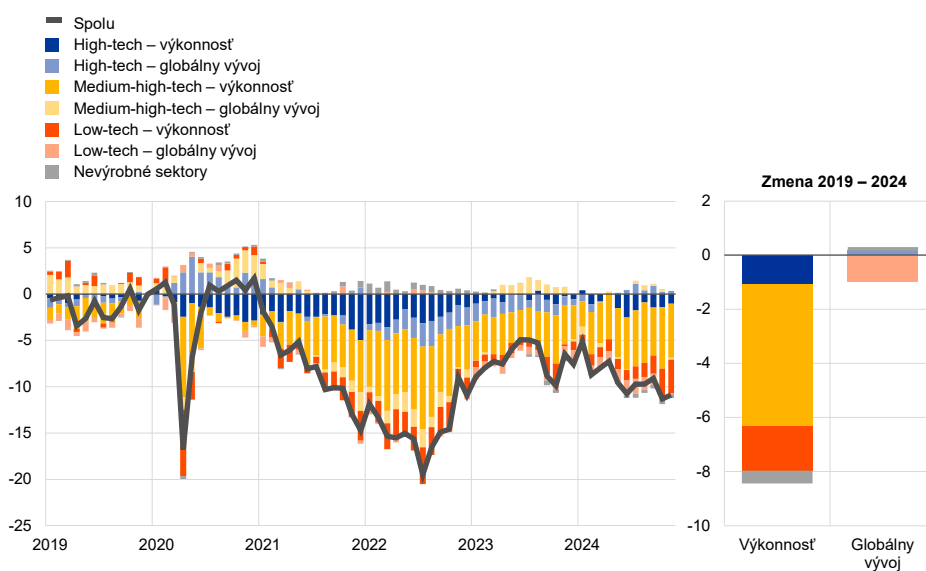
(meraný ako pomer globálneho dovozu v danom sektore k celkovému globálnemu dovozu). Inými slovami, táto analýza zisťuje, či zmeny v celkovom podiele ekonomiky na globálnom vývoznom trhu odrážajú nárast trhového podielu v rámci jednotlivých sektorov alebo celkový globálny rast týchto sektorov. Zatiaľ čo eurozóna stratila podiely na vývoznom trhu vo všetkých segmentoch, hlavným faktorom tohto trendu boli medium-high-tech sektory, ktoré sú zodpovedné za 55 % kumulovaných strát od roku 2019 (graf B, panel a). Pomerne slabá bola aj výkonnosť high-tech sektorov. Napriek tomu, že eurozóna ťažila zo silného globálneho dopytu v high-tech sektoroch, v porovnaní s ostatnými významnými ekonomikami začala zaostávať.

Graf B

Príspevky sektorov k vývoju podielov na vývoznom trhu

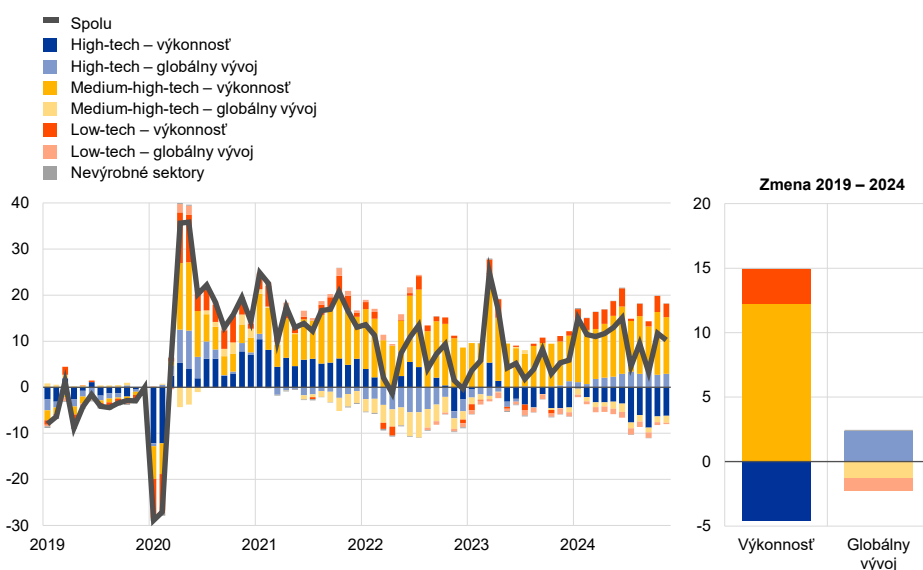
a) Eurozóna

(index: december 2019 = 0)



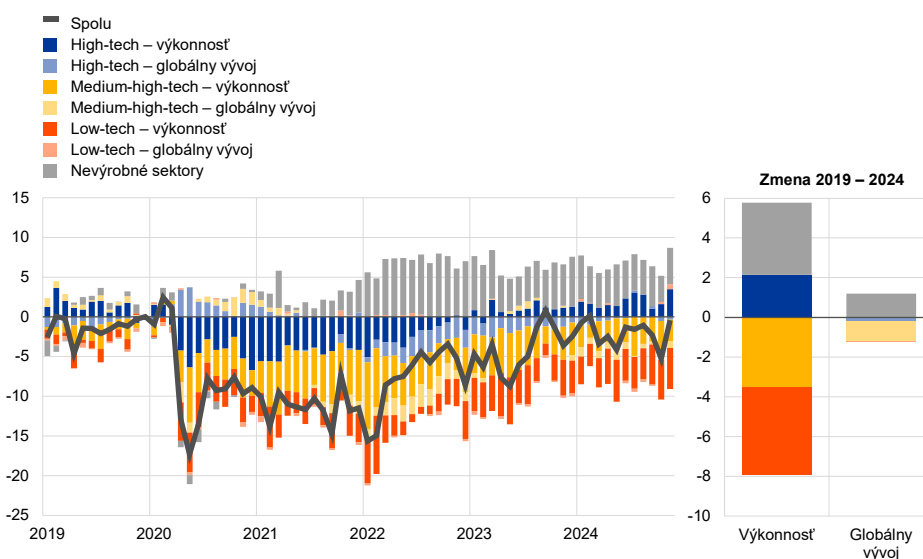
b) Čína

(index: december 2019 = 0)



c) Spojené štáty

(index: december 2019 = 0)



Zdroj: TDM, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Sezónne očistené údaje. Vývozné tržobné podiely sú vyjadrené z hľadiska hodnoty a len za tovary. Na výpočet súhrnných tržobných podielov sa použili údaje CPB. Na výpočet sektorových váh sa použili údaje TDM. Posledné údaje sú z novembra 2024.

Čína získala významný tržobný podiel vo vývoze medium-high-tech sektorov, zatiaľ čo Spojené štáty zvýšili svoj podiel v high-tech sektoroch.

Výkonosť čínskeho vývozu je podľa všetkého takmer opačná ako v eurozóne, s výrazným rastom tržobného podielu predovšetkým v medium-high-tech sektoroch (graf B, panel b). Spojené štáty dosiahli v roku 2024 v porovnaní s rokom 2019 takmer úplné oživenie svojich vývozných tržobných podielov, pričom prekonal ostatnú ekonomiku v high-tech sektoroch a v nevýrobných sektoroch – najmä v ťažbe ropy a plynu (graf B, panel c).

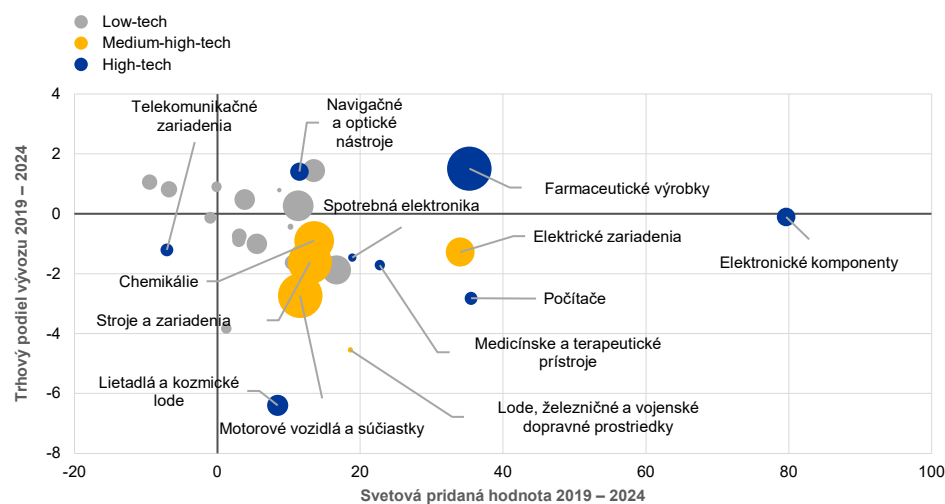
Vývozná výkonnosť eurozóny v high-tech sektoroch je zmiešaná, s pozoruhodnými výsledkami vo farmaceutickom priemysle a s výraznými slabunami v elektronike a počítačoch. Celkovo bol v high-tech sektoroch zaznamenaný najvýraznejší rast globálnej pridanej hodnoty od roku 2019 (graf C). Eurozóna je svetovým lídrom vo farmaceutickom sektore s 36 % celosvetového vývozu, pričom získala ďalšie podiely na trhu.⁷ Ďalším high-tech sektorom, v ktorom eurozóna dosiahla dobré výsledky, sú „navigačné a optické prístroje“. Vývoz v ostatných high-tech sektoroch bol však slabý a jeho tržové podiely neustále klesali. V najrýchlejšie rastúcich sektoroch eurozóna stratila pozíciu oproti iným veľkým ekonomikám, napr. oproti Číne v oblasti elektroniky a Spojeným štátom v oblasti počítačov.

Graf C

Rast tržového podielu a rast svetovej pridanej hodnoty podľa sektorov

a) Eurozóna

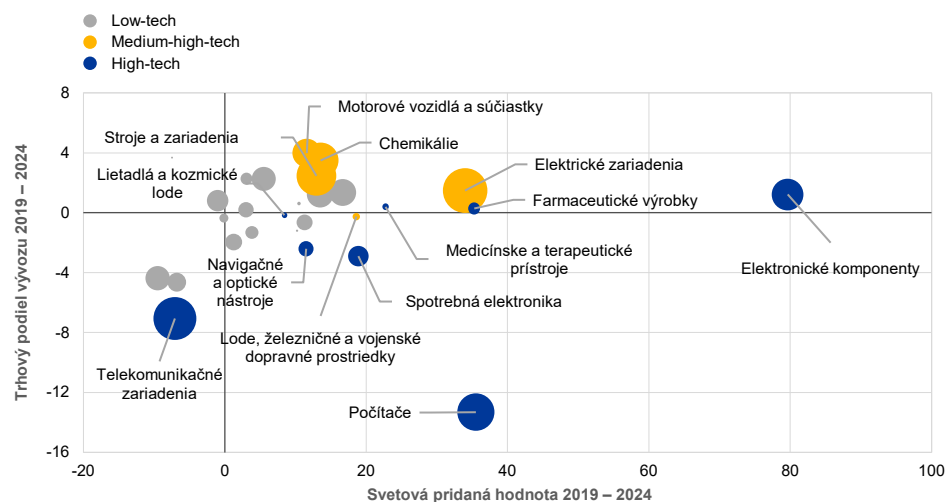
(os x: percentuálna zmena; od y: zmena v p. b.)



⁷ Americké firmy majú 42 % podiel na pridanej hodnote írskoho farmaceutického vývozu (ktorý v roku 2024 predstavoval 17 % farmaceutického vývozu eurozóny). Polovica tejto pridanej hodnoty sa vyváža späť do Spojených štátov.

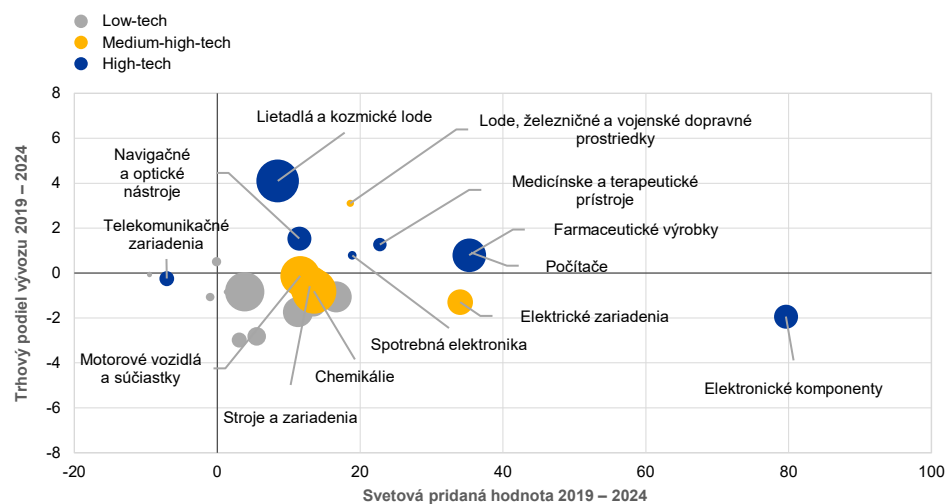
b) Čína

(os x: percentuálna zmena; od y: zmena v p. b.)



c) Spojené štáty

(os x: percentuálna zmena; od y: zmena v p. b.)



Zdroj: TDM, Oxford Economics, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Sektorová klasifikácia sa riadi klasifikáciou NACE Rev. 2. Zahnuté sú tieto high-tech a medium-high-tech sektory (v zátvorke sú uvedené divízie/skupiny NACE Rev. 2): výroba chemikálií a chemických produktov (20), výroba základných farmaceutických výrobkov a farmaceutických prípravkov (21), výroba elektronických komponentov a dosiek (26.1), výroba počítačov a periférnych zariadení (26.2), výroba komunikačných zariadení (26.3), výroba spotrebnej elektroniky (26.4), výroba prístrojov na ožarovanie, elektromedicínskych a elektroterapeutických prístrojov (26.6), výroba nástrojov a zariadení na meranie, testovanie a navigovanie hodín a hodiniek, výroba optických nástrojov a fotografických prístrojov, výroba magnetických a optických médií (26.5, 26.7, 26.8), výroba elektrických zariadení (27), výroba strojov a zariadení i n. (28), výroba motorových vozidiel návesov a prívesov (29), výroba lietadiel a kozmických lodí a podobných zariadení (30.3), výroba ostatných dopravných prostriedkov – stavba lodí a člnov, výroba železničných a vojenských dopravných prostriedkov (30 okrem 30.3). Technologickú náročnosť sektorov definuje klasifikácia Eurostatu *High-tech classification of manufacturing industries*. Veľkosť bubliny v grafe odráža podiel na celkovom nominálnom vývoze ekonomiky v roku 2024. Rast svetovej pridanej hodnoty v poslednom štvrtroku 2024 je podľa predikcie. Údaje o vývoze a podieloch na vývoznom trhu za rok 2024 nie sú úplné. Posledné údaje sú z novembra 2024.

Najvýraznejšia strata pozície eurozóny v prospech Číny je v medium-high-tech sektoroch. Vývoz v týchto sektoroch predstavuje veľkú časť celkového vývozu eurozóny, pričom výrazne prevyšuje úroveň vývozu v high-tech sektoroch. Podiel na trhu v tomto segmente stratili aj Spojené štáty, i keď v menšej miere. Čína získava trhové podiely na úkor trhových lídrov ako eurozóna, a to najmä v oblasti elektrických vozidiel, ktorú výrazne podporuje čínska priemyselná politika.

3 Zvyšujúci sa dopyt po energii spôsobený umelou inteligenciou a jeho vplyv na ceny komodít

Vlad Burian a Arthur Stalla-Bourdillon

Na celom svete sa prudko rozšírilo používanie modelov umelej inteligencie (AI), ktoré si vyžadujú značný výpočtový výkon. Spotreba energie súvisiaca s umelou inteligenciou v dátových centrách je v súčasnosti obmedzená a odhaduje sa približne na 20 terawatthodín (TWh) alebo 0,02 % celosvetovej spotreby energie.¹ Modely AI sa však čoraz častejšie používajú na vývoj inteligentných aplikácií, ktoré siahajú od asistentov s umelou inteligenciou až po autonómne vozidlá. Modely generatívnej AI, najmä tie, ktoré sa používajú na vytváranie textového a obrazového obsahu, vyžadujú na tréning aj prevádzku veľké množstvo energie. Napríklad spracovanie jedného dotazu v ChatGPT3 spotrebuje približne desaťkrát viac energie ako typické vyhľadávanie v Googli.² Očakáva sa, že s vývojom novších a výpočtovo náročnejších veľkých jazykových modelov (LLM) bude súvisiaca potreba energie ďalej rásť.³

Už teraz existuje jasná súvislosť medzi zvýšeným využívaním umelej inteligencie a spotrebou energie. Spotreba energie „veľkej sedmičky“ (siedmich najväčších amerických technologických spoločností vrátane spoločností Alphabet a Microsoft) a dátových centier rástla oveľa rýchlejšie ako spotreba spoločností z indexu S&P 500. Tento vývoj môže súvisieť s rastúcim využívaním umelej inteligencie. Zmeny v ročnej spotrebe energie v roku 2023 ukazujú, že zatiaľ čo sa mediánová spotreba energie spoločností z indexu S&P 500 nezmenila, v prípade veľkej sedmičky a dátových centier výrazne vzrástla, a to o 19 % a 7 %.

Do budúcnosti sa predpokladá, že nárast dopytu po energii v súvislosti s umelou inteligenciou bude pretrvávajúť, pričom jeho rozloženie medzi krajinami bude rozdielne. Aj keď v súvislosti s budúcim zavádzaním umelej inteligencie panuje veľká neistota, Medzinárodná energetická agentúra (IEA) predpokladá, že dátové centrá s umelou inteligenciou aj bez nej by mohli v roku 2026 spotrebovať o 80 % viac energie ako v roku 2022, a to aj pri zohľadnení vyššej účinnosti (graf A).⁴ Konkrétne sa očakáva, že spotreba elektrickej energie v dátových centrách využívajúcich umelú inteligenciu vzrastie o 90 TWh, čo prispeje k celkovému rastu spotreby energie v dátových centrách o 20 percentuálnych bodov. Zodpovedá to približne 4 % súčasnej spotreby elektrickej energie v EÚ. Podľa predpokladov IEA bude spotreba energie v dátových centrách, ktorá sa týka

¹ [World Energy Outlook 2023](#), International Energy Agency, október 2023.

² De Vries, A., [The growing energy footprint of artificial intelligence](#), *Joule*, Vol. 7, No 10, október 2023, s. 2191 – 2194.

³ Očakáva sa, že dopyt po energii v súvislosti s umelou inteligenciou sa zvýši napriek tomu, že licenčné poplatky niektorých LLM sa účtujú za každý dotaz, čo by mohlo viesť k ich menšiemu využívaniu v porovnaní s bezplatnými modelmi.

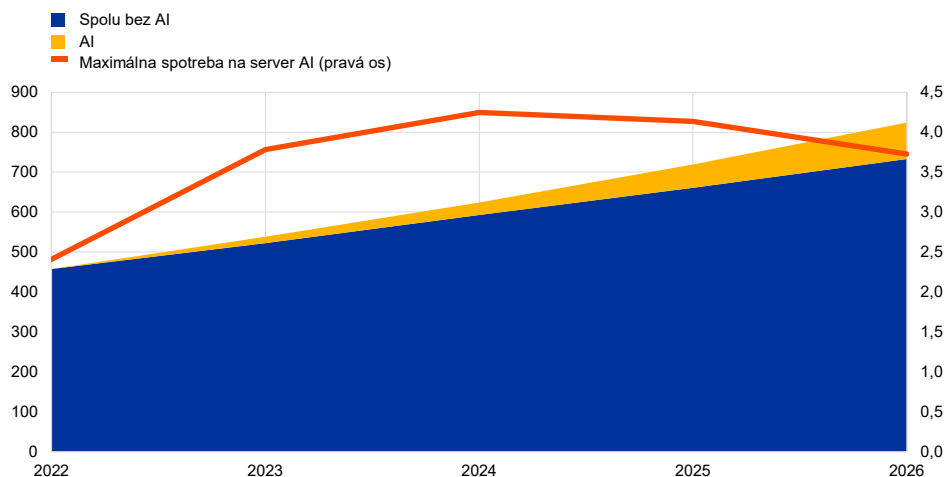
⁴ Viac v [Electricity 2024](#), Medzinárodná energetická agentúra, január 2024. IEA očakáva, že hlavnými faktormi spotreby elektrickej energie v dátových centrách bude nielen umelá inteligencia, ale aj cloud computing a kryptomeny.

aplikácií AI a iných aplikácií, najrýchlejšie rásť v Číne (o 70 TWh) a v Spojených štátoch (o 60 TWh).

Graf A

Predpokladaný rast dopytu po elektrickej energii v dátových centrách

(ľavá os: TWh; pravá os: kW)



Zdroj: IEA, Goldman Sachs a výpočty ECB.

Poznámka: Dopyt po elektrickej energii v súvislosti s AI v rokoch 2022 až 2026 je lineárne interpolovaný pomocou hodnôt pre rok 2026 prevzatými z prognóz IEA. Oranžová čiara znázorňuje predpokladanú maximálnu spotrebu energie servera AI s dôrazom na očakávané zvýšenie účinnosti.

Očakáva sa, že nárast dopytu po energii v súvislosti s umelou inteligenciou bude pokrytý elektrárnami na zemný plyn alebo obnoviteľnými zdrojmi energie. Regulačné snahy o zníženie uhlíkovej stopy vedú podniky k tomu, aby uprednostňovali uhlíkovo neutrálne energetické možnosti, najmä obnoviteľné zdroje energie. Technologickí giganti skúmajú aj alternatívy, ako sú nové jadrové elektrárne. Ale ani riešenia zahŕňajúce partnerstvá s novými veľkými elektrárnami, ani riešenia predstavujúce nákup špecializovaných malých modulárnych reaktorov pravdepodobne nebudú zrealizované pred rokom 2026. V prípade nedostatku elektrickej energie sa očakáva, že ako doplnok k obnoviteľným zdrojom sa bude využívať zemný plyn, pretože životné prostredie znečisťuje menej ako uhlie. Možno preto uvažovať o dvoch protikladných a extrémnych scenároch: v jednom sa celý dopyt po energii pokryje zemným plynom a v druhom obnoviteľnými zdrojmi energie.

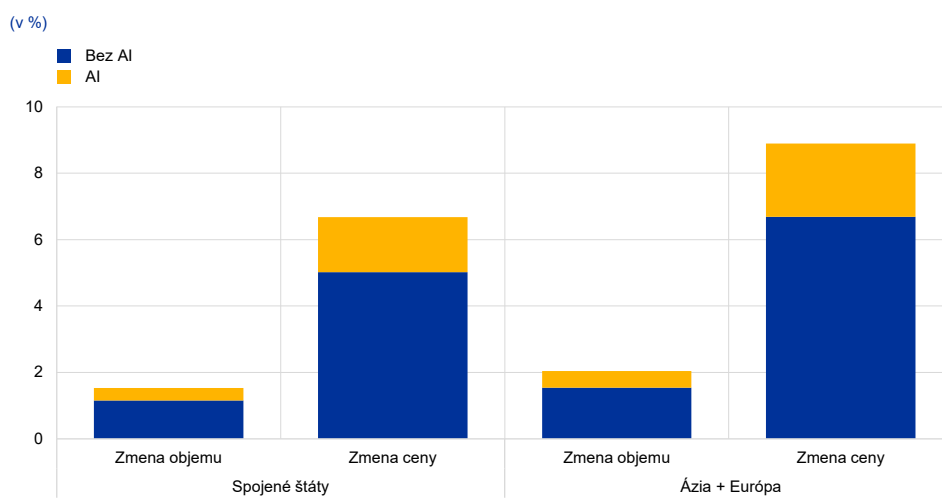
Dokonca aj v prípade prvého scenára, ktorý predpokladá, že dopyt po elektrickej energii dátových centier riadených umelou inteligenciou bude plne pokrytý zemným plynom, je vplyv na ceny plynu obmedzený. Škálovaním odhadovaného energetického dopytu dátových centier podľa IEA na základe veľkosti trhu s plynom v Spojených štátoch a kombinovanej veľkosti ázijského a európskeho trhu s plynom a následne použitím elasticít z literatúry sa zistilo, že ceny plynu by mohli vzrásť približne o 9 % v Ázii a Európe a o 7 % v Spojených štátoch (graf B).⁵ Okrem toho by dátové centrá riadené umelou inteligenciou zodpovedali približne za 2 percentuálne body nárastu rovnako na ázijsko-európskom trhu, ako aj na trhu Spojených štátov. Zavedenie umelej inteligencie by preto podľa očakávaní malo

⁵ Použité elasticity sú prevzaté z Albrizio, S. et al., [Sectoral Shocks and the Role of Market Integration: The Case of Natural Gas](#), *AEA Papers and Proceedings*, Vol. 113, máj 2023, s. 43 – 46.

vyvíjať len obmedzený tlak na rast cien plynu. Dôvodom je, že šok spojený s dopytom po energii pre umelú inteligenciu je aj v tomto extrémnom scenári minimálny vzhľadom na celkovú veľkosť amerického a ázijsko-európskeho trhu s plynom, hoci v absolútnom vyjadrení je veľký.

Graf B

Odhadovaný dopyt po plyne a zmeny v cenách plynu, keby sa celý dopyt po energii v dátových centrách do roku 2026 pokryl zemným plynom



Zdroj: IEA a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje vychádzajú z projekcií IEA týkajúcich sa budúceho dopytu po energii v dátových centrách za predpokladu, že všetky dodatočné energetické potreby v období rokov 2022 až 2026 by pokryli plynové elektrárne. Spotreba energie dátového centra sa prepočítava na spotrebu plynu pomocou konverzného kurzu 45 %. (pozri [More than 60% of energy used for electricity generation is lost in conversion](#), *Today in Energy*, U.S. Energy Information Administration, 21. júl 2020). Spotreba energie v súvislosti s umelou inteligenciou pre každý región sa odhaduje na základe predpokladu konštantného podielu spotreby elektrickej energie v súvislosti s umelou inteligenciou na celkovej spotrebe elektrickej energie dátových centier v oboch regiónoch.

V druhom scenári, v ktorom sa dodatočný dopyt po energii pokrýva z obnoviteľných zdrojov, sa dopyt po kritických nerastných surovinách zvyšuje, čo však pravdepodobne výrazne neovplyvní ich ceny.

Veterné elektrárne a solárne panely nevyhnutne potrebujú kritické suroviny, ako napríklad lítium a nikel. Už dnes je z dôvodu energetickej transformácie po nich vysoký dopyt, pričom ich ťažba je vysoko koncentrovaná v určitých krajinách, v dôsledku čoho sú mimoriadne zraniteľné voči narušeniu dodávateľských reťazcov a geopolitickému napätiu.⁶ Na rozdiel od elektriny však možno tieto nerastné suroviny podobne ako zemný plyn pomerne ľahko prepravovať medzi regiónmi. V dôsledku toho sa očakáva, že rast dopytu v súvislosti s umelou inteligenciou bude vzhľadom na celkovú veľkosť trhu mierny, takže tlak na zvyšovanie cien, ktorý možno pripísať práve umelej inteligencii, bude obmedzený.

Nárast dopytu po elektrickej energii v súvislosti s umelou inteligenciou by však mohol vytvoriť cenové tlaky na vnútroštátnych trhoch s elektrickou energiou. Vzhľadom na obmedzené kapacity prepojenia a straty energie pri prenose sú trhy s elektrinou zložené z viacerých čiastkových trhov, ktoré sú relatívne izolované. V krajinách, ako je Írsko, ktoré sú veľkými hráčmi v sektore dátových centier, môže byť preto mimoriadne náročné uspokojiť rastúci miestny dopyt

⁶ Adolfsen, J.F., Kedan, D. a Lappe, M-S., [The geopolitics of green minerals](#), *The ECB Blog*, ECB, 10. júl 2024.

súvisiaci s umelou inteligenciou. Celkový potenciálny vplyv na národné trhy s elektrickou energiou sa odhaduje ťažšie, pretože bude závisieť od koncentrácie dátových centier využívajúcich umelú inteligenciu v jednotlivých krajinách, od špecifických charakteristík ich trhov a od regulačných požiadaviek na dátové centrá, aby prispievali k dodávkam elektrickej energie.

Využitie konferenčných hovorov podnikov o hospodárskych výsledkoch na predpovedanie dopytu po pracovnej sile v eurozóne

Claudia Foroni a Christofer Schroeder

Výstupy z konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch podnikov eurozóny naznačujú, že dopyt po pracovnej sile postupne klesá. Konferenčný hovor o hospodárskych výsledkoch je konferenčný hovor, ktorý sa uskutočňuje medzi vedením verejne kótovanej spoločnosti a jej investormi, finančnými analytikmi a zástupcami médií. Konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch sú bohatým a aktuálnym zdrojom ekonomických údajov, ktoré sú k dispozícii s vysokou frekvenciou.¹

V tomto boxe aplikujeme textovú analýzu na rozsiahlu databázu prepisov konferenčných hovorov podnikov o hospodárskych výsledkoch s cieľom vytvoriť ukazovateľ dopytu po pracovnej sile v eurozóne. Náš ukazovateľ následne použijeme na prípravu aktuálnych prognóz (nowcastov) a prognóz miery voľných pracovných miest v eurozóne, čo je tradičný ukazovateľ dopytu po pracovnej sile a kľúčový ukazovateľ trhu práce.² Databáza konferenčných hovorov, ku ktorej máme prístup, obsahuje informácie o presnom dátume a čase každého konferenčného hovoru a aktualizuje sa každé dva týždne. Umožňuje nám to získavať informácie z konferenčných hovorov v dostatočnom predstihu pred zverejnením oficiálnych údajov vrátane údajov o miere voľných pracovných miest, ktoré sú k dispozícii až s výrazným oneskorením.³

Náš ukazovateľ dopytu po pracovnej sile na základe konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch verne kopíruje mieru voľných pracovných miest (graf A). Na jeho zostavenie najprv obmedzíme vzorku konferenčných hovorov tak, aby obsahovala len spoločnosti, ktoré mali v čase uskutočnenia konferenčného hovoru sídlo v eurozóne. Takto získame vzorku obsahujúcu približne 600 hovorov za štvrtrok. Ďalej v konferenčných hovoroch sčítame počet viet obsahujúcich aspoň jedno slovo zo zoznamu kľúčových slov zostaveného Dueholmom, Kalyanim a Ozkanom odkazujúcich na tlaky, ktorým firmy čelia v dôsledku neuspokojeného dopytu po pracovnej sile.⁴ Hoci je náš ukazovateľ o niečo volatilnejší, verne kopíruje mieru voľných pracovných miest v eurozóne s korelačným koeficientom približne 0,9. Zachytáva najmä stabilný rast miery voľných pracovných miest v rokoch 2016 až 2020 a jej prudké zvýšenie v roku 2021. Náš ukazovateľ dopytu po pracovnej sile aj

¹ Ďalšiemu využitiu konferenčných hovorov na získavanie podkladov pre makroekonomické ukazovatele sa venuje box s názvom [Konferenčné hovory o hospodárskych výsledkoch: nové údaje o ziskoch, investíciách a podmienkach financovania podnikov](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB, 2023.

² Miera voľných pracovných miest je definovaná ako podiel počtu voľných pracovných miest a súčtu obsadených pracovných miest a voľných pracovných miest.

³ Rýchly odhad miery voľných pracovných miest v eurozóne sa zvyčajne zverejňuje približne jeden a pol mesiaca po skončení štvrtroka, na ktorý sa vzťahuje, zatiaľ čo prvé oficiálne údaje sa zverejňujú približne tri mesiace po skončení štvrtroka.

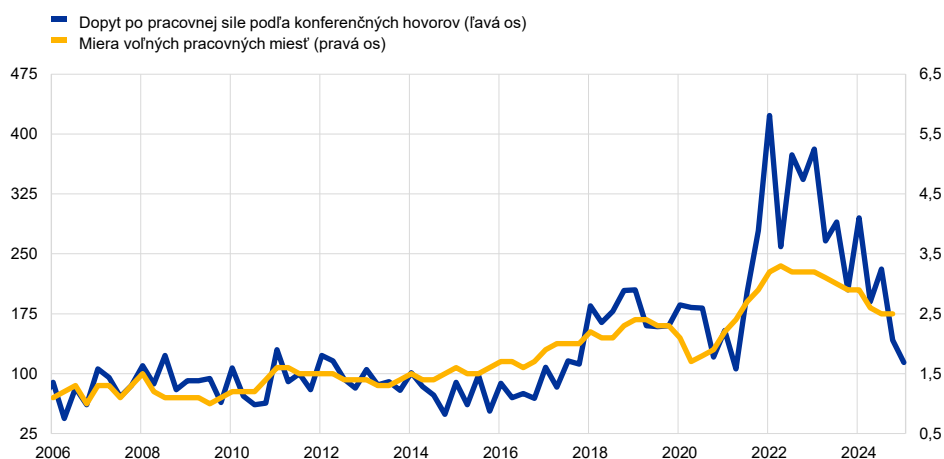
⁴ Dueholm, M., Kalyani, A. a Ozkan, S., [Can Earnings Calls Be Used to Gauge Labor Market Tightness?](#), *On the Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 18. jún 2024.

miera voľných pracovných miest dosiahli vrchol v prvej polovici roka 2022 a odvtedy majú klesajúci trend, čo naznačuje, že dopyt po pracovnej sile sa ochladzuje.

Graf A

Ukazovateľ dopytu po pracovnej sile na základe konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch a miera voľných pracovných miest v eurozóne

(ľavá os: počet viet; pravá os: v %)



Zdroj: Eurostat, NL Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Modrá čiara znázorňuje ukazovateľ dopytu po pracovnej sile odvodený z konferenčných hovorov, ako sa opisuje v texte. Žltá čiara znázorňuje mieru voľných pracovných miest v eurozóne. Posledné údaje o ukazovateli dopytu po pracovnej sile odvodenom z konferenčných hovorov sú z prvého štvrťroka 2025 a o ukazovateli miery voľných pracovných miest z štvrtého štvrťroka 2024.

Údaje získané z najnovších konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch naznačujú, že miera voľných pracovných miest bude ďalej mierne klesať (graf B). Na vytvorenie včasného ukazovateľa miery voľných pracovných miest pred zverejnením oficiálnych údajov používame regresný prístup založený na vytváraní vzoriek zmiešaných údajov (MIDAS) s cieľom vytvoriť nowcasty aj prognózy až na dva štvrťroky dopredu.⁵ Kľúčovou výhodou regresí MIDAS je, že

nám umožňujú predpovedať nízko-frekvenčnú premennú (mieru voľných pracovných miest) pomocou vysoko-frekvenčných údajov (naš ukazovateľ dopytu po pracovnej sile odvodený z konferenčných hovorov). Aby sme znížili možnosť nesprávnej špecifikácie modelu, odhadujeme rad regresí MIDAS s viacerými špecifikáciami vrátane rôznych polynomiálnych (mnohočlenných) štruktúr oneskorenia a obmedzení parametrov modelu.⁶ Následne podľa rôznych špecifikácií zvažíme rozsah a priemer prognózy. Tie poukazujú na pretrvávajúce ochladzovanie dopytu po pracovnej sile v súčasnom aj v nasledujúcich štvrťrokoch. Miera voľných pracovných miest by sa podľa prognózy mala v prvom štvrťroku 2025 pohybovať približne na úrovni 2,5 %

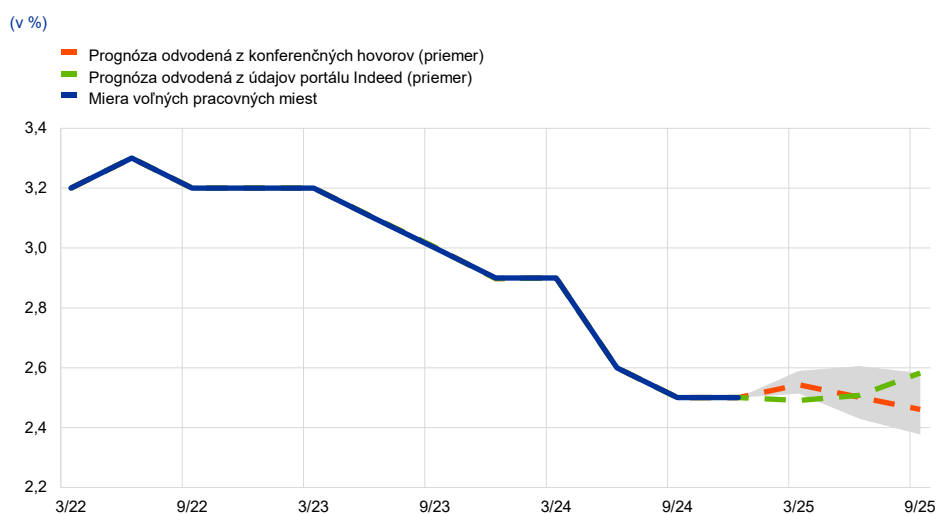
⁵ Regresie MIDAS sa často používajú na tvorbu krátkodobých prognóz, pretože informačné výhody získané z včasných vysokofrekvenčných údajov slabnú s každým ďalším posunom horizontu prognózy do budúcnosti (pozri Forni, F. a Marcellino, M., [A survey of econometric methods for mixed-frequency data](#), Working Papers, Norges Bank Research, No 06, 2013).

⁶ Konkrétne odhadujeme dve rôzne špecifikácie polynómov. Po prvé začleníme exponenciálny polynóm časového posunu podľa Almona (pozri Ghysels, E., Sinko, A. a Valkanov, R., [MIDAS Regressions: Further Results and New Directions](#), *Econometric Review*, Vol. 26, Issue 1, 2007, s. 53 – 90). Po druhé odhadneme neobmedzený MIDAS, ako sa uvádza vo Forni, C., Marcellino, M. a Schumacher, C., [Unrestricted mixed data sampling \(MIDAS\): MIDAS regressions with unrestricted lag polynomials](#), *Journal of the Royal Statistical Society Series A*, Vol. 178, No 1, s. 57 – 82, január 2015. Okrem toho pre každú špecifikáciu modelu zvažujeme rôzne okná na vyladenie ukazovateľa dopytu po pracovnej sile z konferenčných hovorov pomocou kľavého priemeru.

a v druhom štvrťroku by mala zostať nezmenená, čo je o 0,8 percentuálneho bodu menej ako jej vrchol v druhom štvrťroku 2022, ale stále nad predpandemickým priemerom 1,9 %. V treťom štvrťroku 2025 naše prognózy naznačujú mierny pokles k 2,4 %, pričom riziká by mali byť vo všeobecnosti vyvážené, keďže rozpätie predikovaných výsledkov je pomerne rovnomerne rozložené okolo strednej hodnoty. Profil našich prognóz vo všeobecnosti zodpovedá projekciám hospodárskej aktivity z makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z marca 2025, pričom naznačuje nižšiu dynamiku rastu v prvej polovici roka 2025.

Graf B

Prognóza miery voľných pracovných miest v eurozóne



Zdroj: Eurostat, NL Analytics, Indeed a výpočty ECB.

Poznámka: Plná modrá čiara znázorňuje mieru voľných pracovných miest v eurozóne do štvrtého štvrťroka 2024. Šedá oblasť označuje rozsah miníma a maxima prognóz získaných s niekoľkými a neobmedzenými špecifikáciami MIDAS a rôznymi variantmi ukazovateľa dopytu po pracovnej sile z konferenčných hovorov. Červená prerušovaná čiara znázorňuje priemernú prognózu. Zelená prerušovaná čiara znázorňuje priemernú prognózu miery voľných pracovných miest na základe údajov o pracovných ponukách z portálu Indeed v našom prognostickom rámci regresie MIDAS. Posledné pozorovania základných ukazovateľov dopytu po pracovnej sile odvodených z konferenčných hovorov a z pracovných ponúk Indeed sú z januára 2025. Prognózy sa vzťahujú na obdobie do tretieho štvrťroka 2025.

Krátkodobé prognózy miery voľných pracovných miest na základe konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch vo všeobecnosti zodpovedajú prognózam odvodeným z alternatívnych ukazovateľov dopytu po pracovnej sile.

Ďalším novým a užitočným zdrojom informácií o trhu práce v eurozóne sú údaje o voľných pracovných miestach z internetového pracovného portálu Indeed. Počet neobsadených pracovných miest uvedených na stránke, ako aj počet nových zverejnených voľných pracovných miest môže pomôcť posúdiť dopyt po pracovnej sile. Podobne ako v prípade nášho ukazovateľa dopytu po pracovnej sile odvodeného z konferenčných hovorov, aj údaje z portálu Indeed sú aktuálne a dostupné s vysokou frekvenciou, hoci pre oveľa kratší časový horizont.⁷ Počet voľných pracovných miest inzerovaných na portáli Indeed od konca roka 2023 neustále klesá. Do konca roka 2024 bol približne o 10 % nižší ako na začiatku roka. Tok nových voľných pracovných miest, ktorý sa považuje za citlivejší ukazovateľ dopytu po pracovnej sile, má taktiež klesajúcu tendenciu, čo rovnako naznačuje

⁷ Databáza konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch, ku ktorej máme prístup, siaha až do začiatku roka 2002, zatiaľ čo časové rady údajov o pracovných ponukách z portálu Indeed sú len od začiatku roka 2018.

zmiernenie dopytu po pracovnej sile. Zahrnutím týchto údajov do nášho prístupu založeného na regresiach MIDAS získame prognózy miery voľných pracovných miest v eurozóne, ktoré sa do veľkej miery zhodujú s prognózami získanými na základe informácií z konferenčných hovorov, a to najmä v krátkodobom horizonte (graf B). Prognózy poukazujú na relatívne stabilnú mieru voľných pracovných miest na úrovni približne 2,5 % do polovice roka 2025, pričom ku koncu prognózovaného obdobia sa očakáva mierny nárast.⁸

Súhrnne možno povedať, že prepisy konferenčných hovorov podnikov o hospodárskych výsledkoch poskytujú včasné a užitočné informácie o trhu práce v eurozóne. Naše zistenia naznačujú, že v nasledujúcich štvrtrokoch sa bude dopyt po pracovnej sile v eurozóne veľmi postupne zmiernovať, keďže trh práce sa celkovo ďalej ochladzuje.

⁸ Prognóza založená na údajoch z portálu Indeed poukazuje na mierny nárast v treťom štvrtroku 2025, stále sa však pohybuje v rámci rozsahu prognóz založených na konferenčných hovorov pre polovicu roka 2025. Môže to byť spôsobené väčšou sezónnosťou dátových radov z Indeed alebo kratšou dostupnou vzorkou, čo prispieva k posunu prognózy k jej aktuálnym historickým maximám.

Vývoj nájomného v eurozóne: poznatky z prieskumu očakávaní spotrebiteľov

Colm Bates, Christian Höynck, Omiros Kouvas, Desislava Rusinova a Larissa Zimmermann

V tomto boxe sa analyzuje aktuálny vývoj na trhu s nájomným v eurozóne na základe údajov z prieskumu očakávaní spotrebiteľov ECB (Consumer Expectations Survey – CES). Nájomné tvorí významnú zložku výdavkov domácností, no pomerne náročne sa analyzuje, keďže v eurozóne v zásade nie sú k dispozícii harmonizované údaje o výdavkoch domácností na nájomné. K preklenutiu tejto medzery v údajoch môže prispieť CES, ktorý zbiera aktuálne informácie o výdavkoch domácností.¹ Okrem toho umožňuje analyzovať heterogenitu medzi krajinami, v ktorých sa CES realizuje, ako aj medzi jednotlivými domácnosťami.²

Podiel nájomných domácností a úroveň nominálneho nájomného sa v jednotlivých krajinách výrazne líšia. Priemerný podiel nájomných domácností v eurozóne tvorí približne 28 % a nominálna hodnota výdavkov na nájomné sa pohybuje okolo jednej tretiny mesačného príjmu domácnosti. Podiel nájomníkov sa však v jednotlivých krajinách výrazne líši a v súčasnosti sa pohybuje od 15 % v Taliansku po takmer 50 % v Nemecku a Rakúsku (graf A, panel a, ľavá časť).³ Podiel nájomníkov je najvyšší v skupine s najnižšími príjmami (graf A, panel a, pravá časť). Bližší pohľad na úroveň nominálneho nájomného súčasne odhaľuje veľký rozptyl tak medzi krajinami, ako aj vo vnútri krajín (graf A, panel b).⁴ Rozptyl nájomného je veľmi vysoký v Írsku, kde existujú veľké rozdiely v závislosti od miesta (t. j. rozdiely medzi mestskými a vidieckymi oblasťami, čo je viditeľné aj z výrazného rozdielu medzi priemerom a mediánom), zatiaľ čo v Grécku a Holandsku je oveľa nižší. Najvyššie nominálne nájomné bolo zistené v Írsku, Rakúsku a Belgicku. Pri pohľade na výdavky na nájomné v pomere k príjmom domácností (graf A, panel c) sa poradie krajín mení: najvyšší priemerný pomer nájomného k príjmu je opäť v Írsku, za ním nasleduje Grécko a Fínsko, zatiaľ čo najnižší je v Nemecku. V krajinách, kde nájomníci tvoria väčší podiel obyvateľstva, zvykne byť viac nájomných domácností s vysokými príjmami, čo znižuje priemerný pomer nájomného k príjmu.

¹ Výdavky spojené s bývaním vrátane nájomného, údržby domu a poistenia (okrem splátok hypoték) sa zisťujú štvrťročne v rámci širšej otázky o spotrebe domácností v 12 kategóriách výdavkov.

² Od roku 2022 sa CES uskutočňuje v Belgicku, Nemecku, Írsku, Grécku, Španielsku, Francúzsku, Taliansku, Holandsku, Rakúsku, Portugalsku a Fínsku.

³ Vo všeobecnosti to zodpovedá zisteniam vyplývajúcim zo štatistík EÚ o príjmoch a životných podmienkach a z prieskumu Eurosystemu o financiách a spotrebe domácností, pokiaľ ide o poradie krajín aj percentuálne podiely.

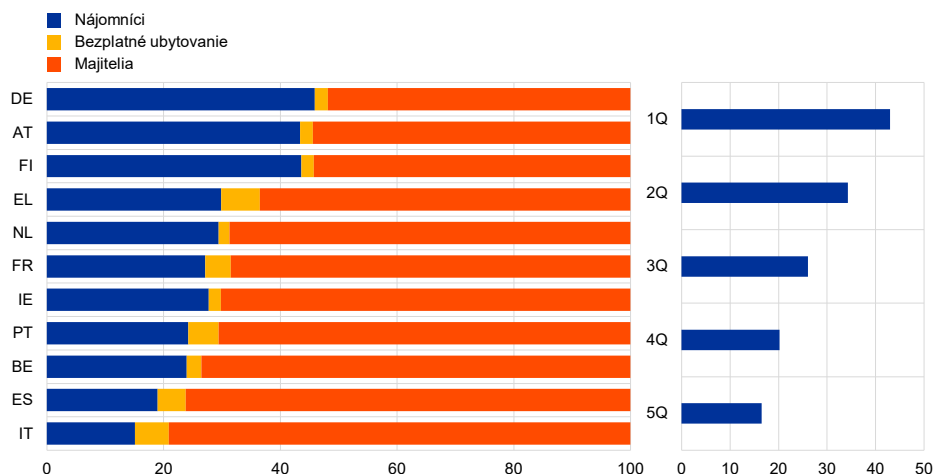
⁴ Hlavný ukazovateľ rastu nájomného uvedený v tomto boxe nezohľadňuje systematické rozdiely v kvalite a veku v jednotlivých krajinách. Tieto skutočnosti sa však zohľadňujú v sérii údajov, ktoré sa týkajú len osôb bez zmien, zobrazených v grafe C, paneli a), kde sa miery rastu počítajú pre nájomné rovnakých osôb v rovnakom byte s odstupom 12 mesiacov.

Graf A

Podiel nájomníkov a výška nájomného podľa krajín

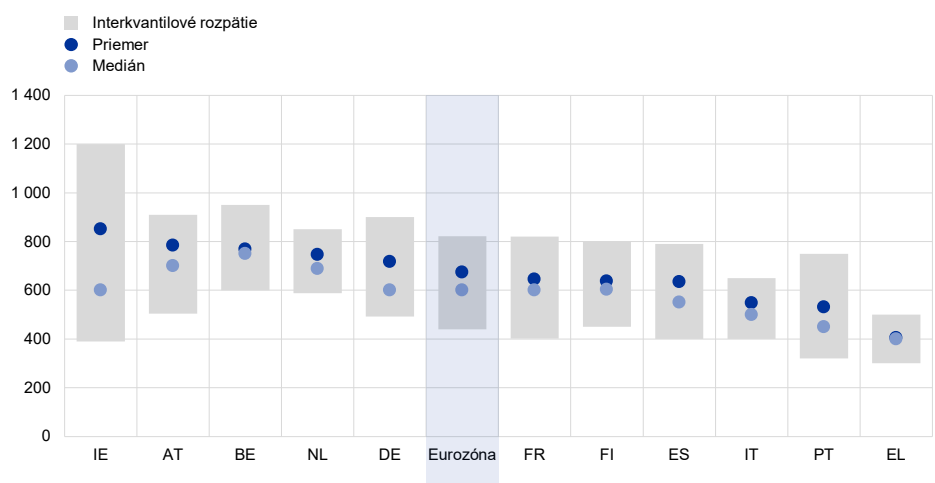
a) Podiel nájomníkov podľa krajiny a príjmového kvintilu

(percentuálny podiel respondentov)



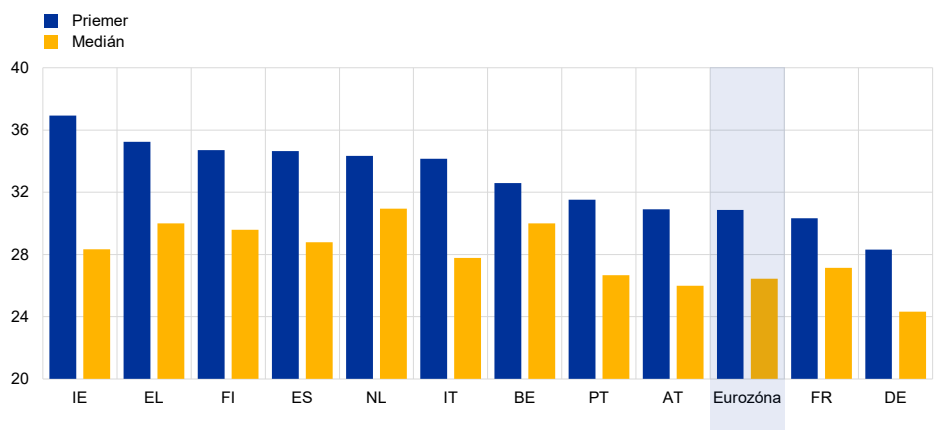
b) Výška a rozptyl nájomného

(EUR za mesiac)



c) Výška nájomného v pomere k mesačnému príjmu domácnosti

(percentuálny podiel príjmu)



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

Poznámka: Výpočty sú založené na vážených odhadoch. Panel a) zahŕňa úplnú vzorku respondentov za rok 2024 a január 2025. Percentuálne podiely typov bývania sú klasifikované podľa krajiny a príjmového kvintilu (Q). Príjmové kvintily sú vypočítané pre celú vzorku respondentov pre všetky vlny v roku 2024 a v januári 2025. Panel b) zahŕňa úplnú vzorku nájomníkov za január 2025 a panel c) zahŕňa úplnú vzorku nájomníkov od januára 2024 do januára 2025. Analýza nájomného nezohľadňuje rozlohu obydliá. Hodnoty sú winsorizované na úrovni krajiny (na 2. a 98. percentile).

Ukazovateľ rastu výdavkov na nájomné založený na CES naznačuje, že rast nájomného sa po maxime dosiahnutom v treťom štvrtroku 2023 zmiernil, ale v treťom štvrtroku 2024 zostal nad 3 %. Ukazovateľ je vytvorený ako vážený priemer mier rastu jednotlivých domácností po očistení údajov, aby sa zabezpečilo, že nie sú ovplyvnené výraznými odľahlými hodnotami alebo zložením respondentov vstupujúcich do a vystupujúcich z panelu.⁵ Priemerná medziročná miera rastu nájomného v eurozóne sa od začiatku roka 2022 zvyšovala, pričom v roku 2023 dosiahla maximum nad 5 % (graf B, panel a), následne postupne klesala a počas väčšiny roka 2024 zotrvala blízko 3 %. Ukazovateľ nájomného založený na CES využíva harmonizovanejší prístup ako harmonizovaný index spotrebiteľských cien (HICP), ktorý sleduje zmeny nájomného v čase pre rovnaké domácnosti bez ohľadu na to, či zostávajú v rovnakom obydli alebo sa sťahujú. Výsledný ukazovateľ je citlivejší na infláciu a hospodársky cyklus než nájomné HICP, a to najmä v prípade niektorých krajín (napr. Nemecka). Môže to súvisieť s rozdielnymi postupmi, keďže nariadenie o HICP umožňuje krajinám vybrať si metodiku, ktorú budú uplatňovať, ako sa uvádza v metodickej príručke HICP.⁶

Vo vykázanom raste nájomného boli zaznamenané výrazné rozdiely medzi jednotlivými krajinami. Priemerný medziročný rast nájomného vykázaný v CES za posledných 12 mesiacov predstavoval viac ako 7 % v Írsku a Portugalsku, ale menej ako 3 % v Holandsku, Nemecku a Taliansku (graf B, panel b). V treťom štvrtroku 2024 (najaktuálnejšie hodnoty) vykázali najvyšší rast nájomného domácnosti v Portugalsku (bol zároveň oveľa vyšší ako minulé priemery), zatiaľ čo hodnoty v Taliansku a Fínsku boli nižšie ako ich minulé priemery. V Írsku a Rakúsku zostal rast nájomného konzistentne vysoký.

⁵ Priemerná hodnota jednotlivých mier rastu je výrazne upravená, aby sa zabránilo vplyvu odľahlých hodnôt vyplývajúcich z chýb vo vykazovaní. Na tento účel sa zo vzorky odstráni nereálne veľké medziročné zmeny (záporný rast o menej ako 50 % alebo kladný rast o viac ako 200 % v priebehu roka). Okrem toho sú zvýšenia a zníženia nájomného o viac ako 50 % winsorizované (pozorovania prekračujúce limity sú nahradené limitom). V záujme obmedzenia vplyvu zmien v zložení, ktoré by mohli viesť k mechanickým efektom nesúvisiacim so skutočným rastom nájomného, vstupuje nájomné domácnosti do ukazovateľa rastu len vtedy, ak je domácnosť nájomníkom na začiatku aj na konci 12-mesačného obdobia.

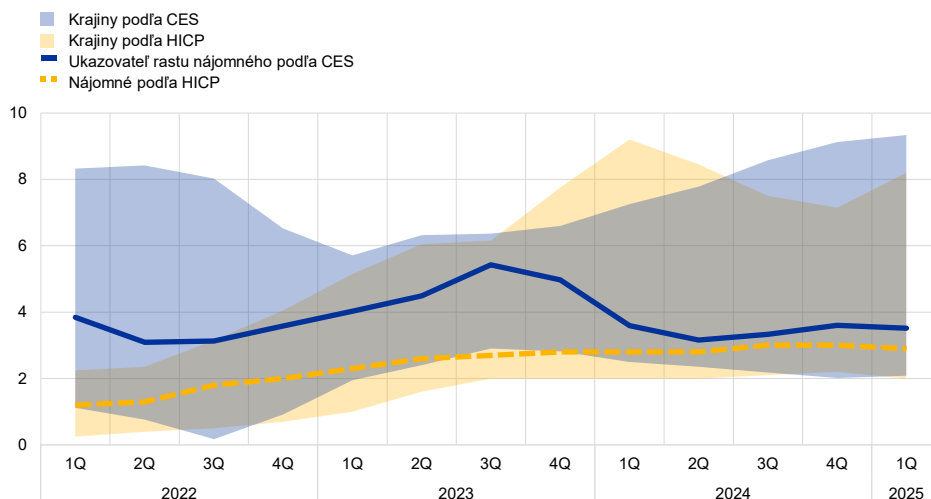
⁶ V HICP sa nájomné môže vypočítať podľa domácností, bytov alebo prenajímateľov. Táto flexibilita by potenciálne mohla viesť k uplatňovaniu rozdielných postupov jednotlivých národných štatistických úradov, ktoré by následne mohli mať rozdielny vplyv na pozorované výsledky. Podrobnejšie informácie sú v oddiele 12.4.4 [metodickej príručky HICP](#).

Graf B

Rast nájomného v eurozóne a podľa krajín

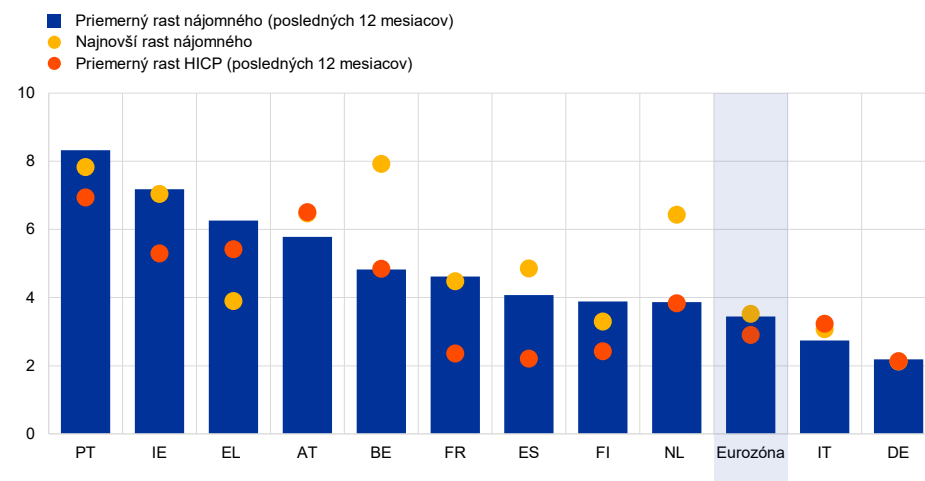
a) Rast nájomného v eurozóne

(medziročná percentuálna zmena)



b) Rast nájomného podľa krajín

(medziročná percentuálna zmena)



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

Poznámka: Panel b) zahŕňa úplnú vzorku nájomníkov. Výpočty sú založené na vážených odhadoch. Posledný dvojtýždňový klzavý priemer medziročnej miery rastu (žlté body) sa vzťahuje na január 2025. Modré stĺpce zobrazujú priemerný rast nájomného za sledované obdobie (január 2024 až január 2025). Červené body vyjadrujú priemerný rast nájomného HICP za posledných 12 mesiacov.

Aktuálny rast nájomného na štvorcový meter podľa CES bol viac než proporcionálne spôsobený novými nájomnými zmluvami.

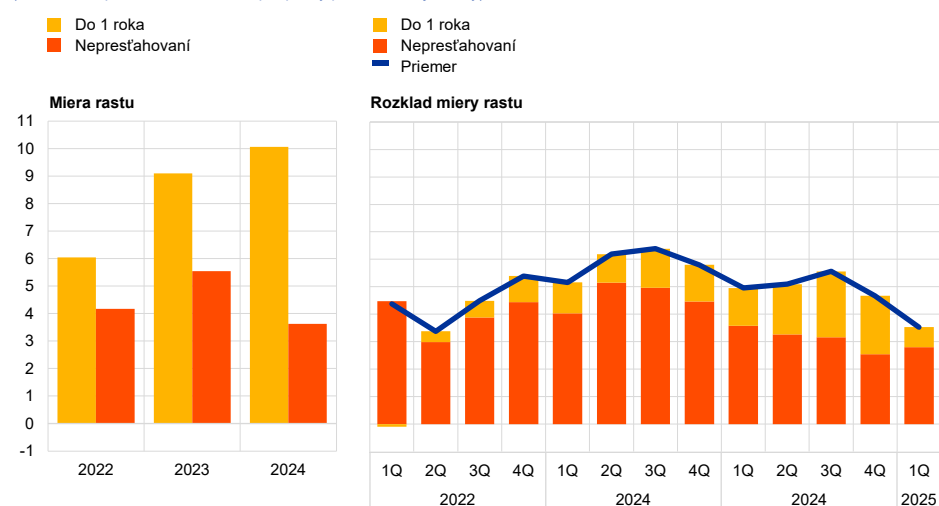
Priemerná miera rastu nájomného na štvorcový meter u domácností, ktoré sa v predchádzajúcom roku presťahovali, bola konzistentne vyššia ako miera rastu nájomného domácností, ktoré sa nepresťahovali, pričom za posledné tri roky sa neustále zvyšovala (graf C, panel a, ľavá časť). Všeobecné zvyšovanie nájomného v hospodárstve sa zvyčajne začína zvýšením nájomného pri nových nájomných zmluvách, keďže ochrana nájomníkov v existujúcich zmluvách podnecuje prenajímateľov k zvyšovaniu nájomného pri zmene nájomníka. V priebehu času sa však postupne zvyšuje aj nájomné pre existujúce zmluvy. Vyšší rast nájomného v prípade nových zmlúv

mohlo čiastočne spôsobiť aj sťahovanie domácností do kvalitnejšieho obydľia alebo do lepších oblastí. Domácnosti uvádzali ako prevládajúci dôvod zmeny bývania snahu zlepšiť svoje životné podmienky. Rozloženie celkovej miery rastu nájomného na príspevky od nedávno presťahovaných osôb (t. j. nájomníkov, ktorí sa presťahovali do jedného roka) a osôb, ktoré sa nepresťahovali, ukazuje, že osoby, ktoré sa nepresťahovali, zohrávajú väčšiu úlohu v celkovej miere rastu, keďže predstavujú väčší podiel. Vzhľadom na vyšší rast nájomného v tomto segmente však presťahovaní nájomníci, ktorí predstavujú približne 15 % nájomníkov, prispievajú viac ako proporcionálne, keďže sa na celkovej miere rastu podieľajú približne jednou tretinou (graf C, panel a, pravá časť).

Graf C Členenie rastu nájomného

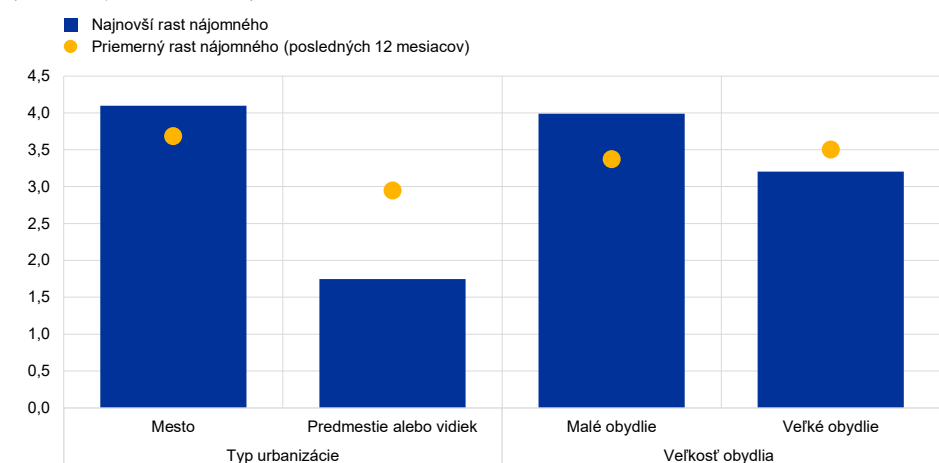
a) Rast nájomného na štvorcový meter – príspevky podľa dĺžky bývania

(medziročná percentuálna zmena; príspevky percentuálnej zmeny)



b) Rast nájomného podľa typu urbanizácie a veľkosti obydľia

(medziročná percentuálna zmena)



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

Poznámka: Výpočty sú založené na vážených odhadoch. Panel a) zahŕňa podvzorku nájomníkov so známou dĺžkou bývania. Modrá čiara znázorňuje kombinovaný dvojštvrťročný kľúčový priemer medziročnej miery rastu nájomného rozdeleného podľa štvorcových metrov. „Do jedného roka“ sa vzťahuje na príspevok respondentov, ktorí bývali vo svojom súčasnom obydľí jeden rok alebo kratšie. Panel b) zahŕňa úplnú vzorku nájomníkov. Posledný dvojštvrťročný kľúčový priemer medziročnej miery rastu sa vzťahuje na január 2025. „Priemerný rast nájomného“ označuje priemer medziročných mier rastu v období vzorky (január 2024 až január 2025).

Aktuálny rast nájomného zaznamenaný v CES bol vyšší v mestách a v prípade menších bytov. Z grafu C, panelu b) vyplýva, že rast nájomného v mestách je stále vyšší ako rast nájomného na predmestiach a vo vidieckych oblastiach, a zdá sa, že tento rozdiel sa v nedávnej minulosti zväčšil. Údaje CES zároveň poukazujú na mierne vyšší rast nájomného v prípade menších obydľí v porovnaní s väčšími, zatiaľ čo v minulosti boli miery rastu približne rovnaké.

Sledovanie nájomného na základe CES umožňuje včasné hĺbkové monitorovanie trhu s nájomným bývaním. Tieto údaje CES na individuálnej úrovni môžu rozšíriť možnosti monitorovania vývoja nájomného aj vzhľadom na heterogenitu medzi domácnosťami. Cieľom práce v budúcnosti bude ďalšie overenie tohto ukazovateľa – vrátane krížového overovania údajov CES s externými zdrojmi. Okrem toho treba dôkladnejšie preskúmať úlohu kvalitatívnych úprav v raste nájomného, a to zohľadnením faktorov, ako je vek obydľia, jeho poloha a rekonštrukcia, aby sa zistilo, v akom rozsahu miera rastu odráža zmeny v kvalite bývania.

6 Pochopenie relatívneho vývoja inflácie tovarov a služieb

Catalina Martínez Hernández, Mario Porqueddu, Blanca Prat I Bayarri
a Lourdes Maria Zulli Gandur

Medzera medzi infláciou služieb a infláciou priemyselných tovarov bez energií (non-energy industrial goods – NEIG) sa v priebehu času mení, dlhodobovo však zostávala kladná až do prudkého nárastu inflácie v rokoch 2021 až 2022 (graf A).¹ Z historického hľadiska ceny služieb rastú rýchlejším tempom ako ceny NEIG, čo naznačuje trvalú kladnú medzeru medzi týmito dvomi mierami inflácie.

Táto medzera medzi ročnými mierami inflácie sa zmenila z priemerných 1,5 percentuálneho bodu v rokoch 1999 až 2008 na priemerných 1,0 percentuálneho bodu v rokoch 2008 až 2019. Tento rozdiel sa zmenšil najmä z dôvodu poklesu inflácie cien služieb pravdepodobne v dôsledku utlmeného dopytu a nízkeho rastu miezd po finančnej kríze a kríze štátneho dlhu.² Obmedzenia fyzického kontaktu a rozsiahle opatrenia na obmedzenie pohybu počas pandémie COVID-19 ovplyvnili relatívnu spotrebu tovarov a služieb a súvisiace cenové tlaky. Rýchly a výrazný rast inflácie NEIG, ktorý prekonal rast inflácie služieb, viedol do roku 2022 k zápornej medzere vo výške viac ako 1 percentuálny bod. Táto medzera sa vrátila do kladného pásma až po normalizácii inflácie tovarov v rokoch 2023 a 2024, a to spôsobom, ktorý bol takmer symetrický s predchádzajúcim prudkým zvýšením. Kým inflácia NEIG klesala, inflácia služieb zostala zvýšená a pohybovala sa okolo 4 %. Kladná medzera sa tak v posledných štvrtrokoch prehĺbila v priemere na 2,5 percentuálneho bodu.

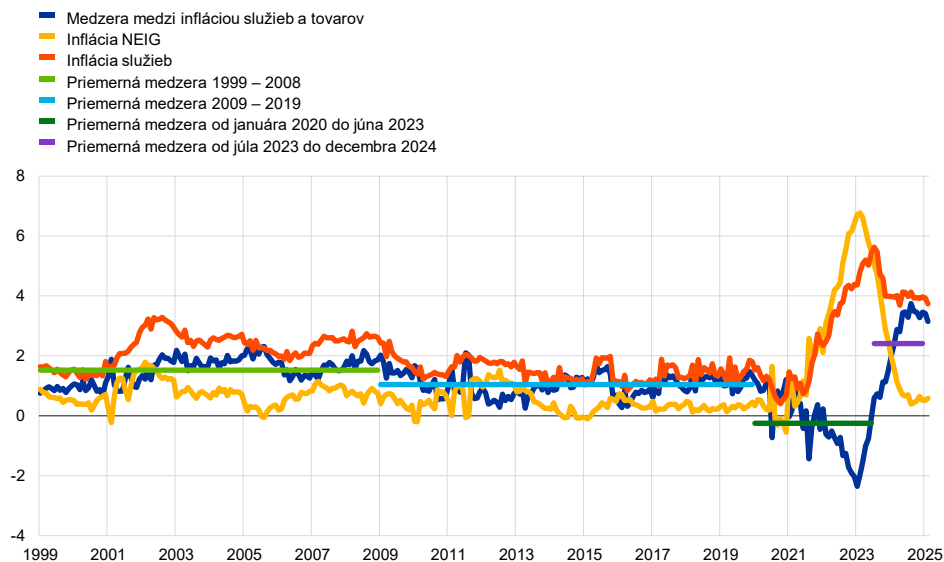
¹ Viac informácií o relatívnom vývoji cien a jeho teoretickom základe podľa Baumolovej hypotézy nákladovej choroby a Balassovej-Samuelsonovej hypotézy je v článku Lane, P., *Inflation Diagnostics*, *The ECB Blog*, 25. november 2022.

² Viac informácií je v boxe s názvom *What is behind the change in the gap between services price inflation and goods price inflation?*, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2019.

Graf A

Inflácia služieb a tovarov a medzera medzi nimi

(ročná percentuálna zmena a p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Medzera medzi infláciou služieb a tovarov je rozdiel medzi ročnou mierou zmeny zložiek HICP pre služby a NEIG. Posledné údaje sú z februára 2025.

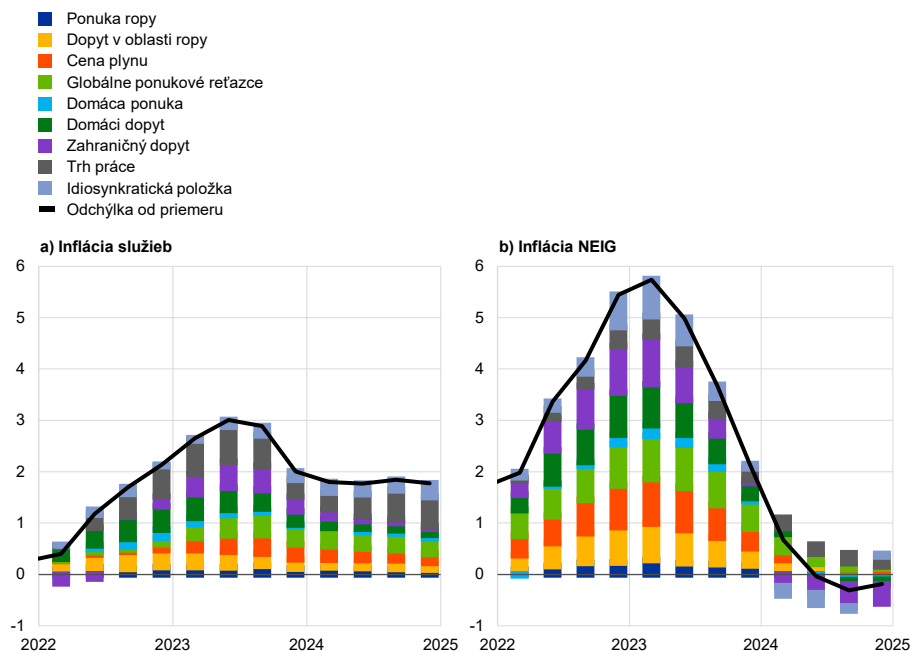
Výrazné pohyby inflačnej medzery v posledných rokoch do značnej miery odrážajú silnejší vplyv nákladov na energie a globálnych dodávateľských reťazcov na infláciu tovarov a dynamiku miezd a nákladov práce. Dôkazy zo štrukturálnej bayesovskej vektorovej autoregresie (BVAR) naznačujú, že šoky na strane ponuky, najmä tie, ktoré súvisia s energiami a globálnymi dodávateľskými reťazcami, mali väčší a rýchlejší, no menej trvalý vplyv na infláciu NEIG ako na infláciu služieb (graf B).³ Podľa najnovších údajov sa účinky týchto šokov v inflácii NEIG v podstate vytratili, pričom v súčasnosti ju brzdí najmä slabý zahraničný dopyt. Naopak, v prípade inflácie služieb je vplyv ponukových šokov trvalejší a nahor ju naďalej tlačia šoky na trhu práce spojené so stále silnými mzdovými tlakmi. Očakáva sa, že znižovanie cien energií, postupné uvoľňovanie ponukových šokov a nižší rast miezd prispievajú k spomaleniu inflácie služieb.

³ Odhadujeme štvrtročnú verziu štrukturálnej BVAR podľa Bańbura, M., Bobeica E. a Martínez Hernández, C., *What drives core inflation? The role of supply shocks*, Working Paper Series, No 2875, ECB, 2023. Model zahŕňa HICP, HICPX, HICP služieb, reálny HDP, svetový HDP, PMI pre produkciu, PMI pre dodacie lehoty a index narušenia globálnych dodávateľských reťazcov (Global Supply Chain Pressure Index – GSCPI) podľa Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J.J.J. a Noble, A.I., *The GSCPI: A New Barometer of Global Supply Chain Pressures*, Staff Reports, No 1017, Federal Reserve Bank of New York, máj 2022, ako aj ceny ropy, produkciu ropy, ceny plynu, výstupné ceny poľnohospodárskych výrobcov, celkové výrobné ceny, výrobné ceny v sektoroch energetiky a medziproduktov, výmenný kurz EUR/USD a kompenzácie na zamestnanca. Tento historický rozklad inflácie NEIG je zostavený na základe rozkladu inflácie HICPX a inflácie služieb a zodpovedajúcich váh HICP.

Graf B

Historický rozklad inflácie služieb a inflácie NEIG

(v p. b. a príspevky v p. b. v odchyľkách od priemeru na základe modelu a počiatočných podmienok)



Zdroj: Eurostat, Haver a výpočty ECB.

Poznámka: Panely ukazujú bodový priemerný príspevok štrukturálnych šokov k inflácii služieb a inflácii NEIG v odchyľke od vplyvu počiatočných podmienok a priemeru. Model je založený na štvrťročnej verzii štrukturálnej BVAR podľa Bańbura, M., Bobeica, E. a Martínez Hernández, C., *What drives core inflation? The role of supply shocks*, Working Paper Series, No 2875, ECB, 2023. Vzorka odhadu pokrýva obdobie od posledného štvrťroka 1996 do posledného štvrťroka 2024.

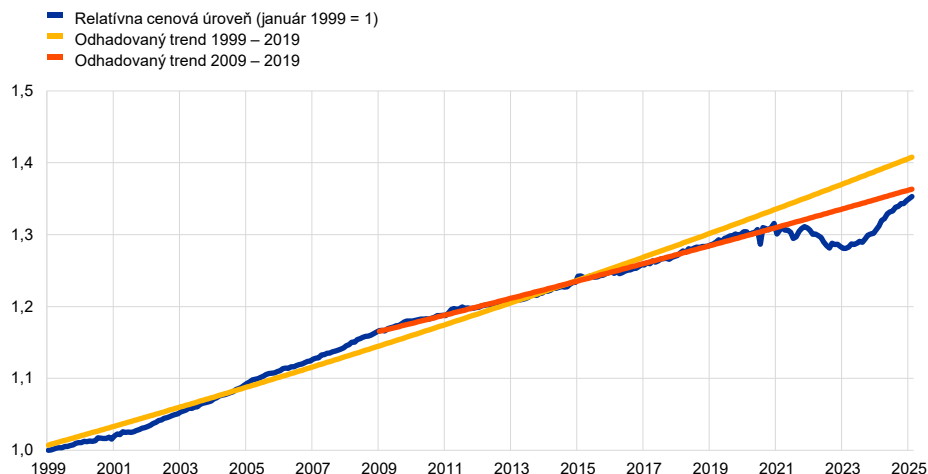
Aktuálna výrazne pozitívna medzera v inflácii naznačuje, že relatívna cenová hladina služieb v porovnaní s tovarmi sa približuje k predpandemickému trendu (graf C). Od roku 2021 do polovice roka 2023 sa relatívna cenová hladina služieb v porovnaní s NEIG posunula výrazne pod dlhodobé trendy. Do februára 2025 táto odchýlka vzrástla približne na 3,9 % pod trendom odhadovaným v období rokov 1999 – 2019. Relatívne ceny v porovnaní s trendom poskytujú ďalšiu perspektívu pri hodnotení inflácie v porovnaní s dlhodobými priemermi inflácie, keďže tie nemusia byť spoľahlivým ukazovateľom budúceho vývoja. Napríklad obdobie „nízkej inflácie“ pod cieľovou úrovňou viedlo pred pandémiou k dlhodobejšiemu priemeru jadrovej inflácie na úrovni len 1,6 %, kým z aktuálne dostupných projekcií vyplýva, že jadrová inflácia sa v nasledujúcich rokoch ustáli na úrovni približne 2,0 %. Približovanie relatívnej cenovej úrovne k trendu má tú výhodu, že v zásade nezávisí od konkrétneho predpokladu miery jadrovej inflácie. Pokiaľ šoky minulých rokov nevedli k trvalému posunu v preferenciách a produktivite, možno očakávať, že relatívna cenová hladina sa aspoň v strednodobom horizonte priblíži k svojmu predpandemickému trendu. Aktuálny vývoj medzery poukazuje na takmer symetrické vyrovnanie nárastu do polovice roka 2023.⁴

⁴ Ekonometrické odhady takejto „korekcie chýb“ pre vyspelé ekonomiky (eurozóna, Spojené štáty a Spojené kráľovstvo) podľa Amatyakul, P., Igan, D. a Lombardi, M.J., [Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation](#), *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, marec 2024, naznačujú približovanie k trendu v priebehu približne dvoch rokov.

Graf C

Relatívne ceny služieb v porovnaní s cenami NEIG

(pomer indexov cenovej hladiny: január 1999 = 1)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje vývoj cien služieb v porovnaní s cenami NEIG. Údaje sú očistené od sezónnych vplyvov. Posledné údaje sú z februára 2025. Trendy sa odhadujú regresiou logaritmu relatívnej cenovej hladiny na konštantu a lineárnom trende.

Budúce trendy relatívnych cien sú sprevádzané veľkou mierou neistoty, pretože závisia od štrukturálnych faktorov súvisiacich s globálnymi trendmi, digitalizáciou, demografiou a zmenou klímy. Napríklad deglobalizácia v dôsledku geopolitickej a obchodnej fragmentácie by mohla zvýšiť ceny obchodovateľných tovarov.⁵ Digitalizácia a vývoj umelej inteligencie by mohli mať odlišný vplyv na ceny služieb a ceny tovarov.⁶ Veľkosť celkového účinku zostáva neistá a závisí od toho, ako rýchlo sa tieto technológie zavedú do výrobného procesu. Demografické trendy, ako je starnutie obyvateľstva, by mohli viesť k vyššiemu dopytu po službách a zvýšiť ceny tým, že ovplyvnia mzdové náklady v sektore služieb, ktorý má pomerne vysoký podiel ľudskej práce. Zmena klímy a súvisiace zmierňujúce opatrenia by mohli ovplyvniť ceny tovarov a služieb v rôznej miere, a to prostredníctvom rôzneho vystavenia dôsledkom klimatických zmien v jednotlivých odvetviach, ako aj prostredníctvom vystavenia špecifickým sektorovým politikám na zmiernenie zmeny klímy, ako sú vyššie dane z uhlíka v rámci energetickej transformácie.⁷

⁵ Prehľad je uvedený v publikácii Attinasi, M.G. et al., [Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks](#), *Occasional Paper Series*, No 365, ECB, 2024.

⁶ Gazzani, A.G. a Natoli, F., [The Macroeconomic Effects of AI-based Innovation](#), SSRN, december 2024, zistili, že v Spojených štátoch majú inovácie v oblasti umelej inteligencie záporný vplyv na ceny tovarov a kladný, ale nevýznamný vplyv na ceny služieb. Vplyv na pokles cien tovarov je spôsobený poklesom cien tovarov dlhodobej spotreby a high-tech tovarov.

⁷ Analýza fyzických rizík pre infláciu v eurozóne sa uvádza v publikácii Ciccarelli, M., Kuik, F. a Martínez Hernández, C., [The asymmetric effects of temperature shocks on inflation in the largest euro area countries](#), *European Economic Review*, Vol. 168, september 2024.

Poznatky bánk a podnikov o úverových podmienkach v eurozóne: porovnanie na základe prieskumov ECB

Maria Dimou, Annalisa Ferrando, Petra Köhler-Ulbrich a Judit Rariga

Tento box poskytuje komplexné hodnotenie údajov z prieskumov o bankových úveroch podnikom v eurozóne z pohľadu bánk a podnikov. Prieskum bankových úverov v eurozóne (bank lending survey – BLS) a prieskum o prístupe podnikov k financovaniu (survey on the access to finance of enterprises – SAFE) sú dlhodobé existujúce prieskumy, ktoré poskytujú kvalitatívne informácie o ponuke úverov, dopyte po úveroch a o ich vzájomnom pôsobení.¹ Oba prieskumy ponúkajú dôležité skoré náznaky budúcich trendov v objeme úverov a poskytujú informácie o faktoroch ovplyvňujúcich ponuku úverov a dopyt po nich. BLS sa zameriava na podmienky poskytovania bankových úverov vrátane ich interakcií s alternatívnymi zdrojmi financovania podľa hodnotenia bánk. SAFE poskytuje podrobnejšie informácie o širšej kapitálovej štruktúre podnikov na základe ich odpovedí. Prieskumy vďaka kombinácii zistení z BLS a zo SAFE dopĺňajú konkrétne údaje o objeme úverov a o úrokových sadzbách a zlepšujú interpretáciu finančných a hospodárskych podmienok v eurozóne.²

Úverové štandardy v BLS a dostupnosť bankových úverov v SAFE sú koncepcne súvisiace a vyvíjajú sa podobne (graf A).

V priebehu histórie týchto dvoch prieskumov sa hodnotenie úverových štandardov (teda kritérií schvaľovania úverov) bankami v rámci BLS vo všeobecnosti prelínalo s vnímaním dostupnosti bankových úverov podnikmi v rámci SAFE. Napriek tomu podniky v rokoch 2015 – 2022 uvádzali čisté zlepšenie dostupnosti bankových úverov, zatiaľ čo hodnotenia bánk vykazovali menšie čisté uvoľnenie úverových štandardov, pričom čisté percentuálne podiely sa pohybovali okolo nuly. Takéto rozdiely v čistých percentuálnych podieloch medzi úverovými štandardmi BLS a dostupnosťou bankových úverov SAFE signalizujú rozdiely medzi hodnotením rizík zo strany bánk a podnikov a poukazujú na väčší dôraz na úverové riziko medzi bankami. Rozdiely môžu vyplývať aj zo zmien v zložení expozícií bánk voči podnikom so špecifickým

¹ Viac informácií o BLS sa uvádza v článku [Happy anniversary, BLS – 20 years of the euro area bank lending survey](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2023. Viac informácií o SAFE je v článku [The Survey on the Access to Finance of Enterprises: monetary policy, economic and financing conditions and inflation expectations](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2024. BLS je reprezentatívny pre bankové úvery podnikom a domácnostiam v eurozóne, zatiaľ čo SAFE reprezentuje celkovú populáciu podnikov v eurozóne. BLS sa od spustenia v roku 2003 uskutočňuje štvrťročne. SAFE, ktorý sa začal v roku 2009 s polročným harmonogramom, sa od prvého štvrťroka 2024 vykonáva so štvrťročnou frekvenciou. To umožňuje jeho efektívne porovnanie s BLS. Oba prieskumy sú kvalitatívne a pýtajú sa bánk/podnikov na zmeny v úverovej ponuke a dopyte. Analýza sa zameriava na „čisté percentuálne podiely“, ktoré sú definované ako rozdiel medzi podielom bánk alebo podnikov, ktoré vykazujú sprísnenie/zvýšenie, a podielom bánk alebo podnikov, ktoré vykazujú uvoľnenie/zníženie. Čisté percentuálne podiely by sa preto nemali interpretovať ako ekvivalent miery rastu, ale skôr ako ukazovateľ smeru zmien.

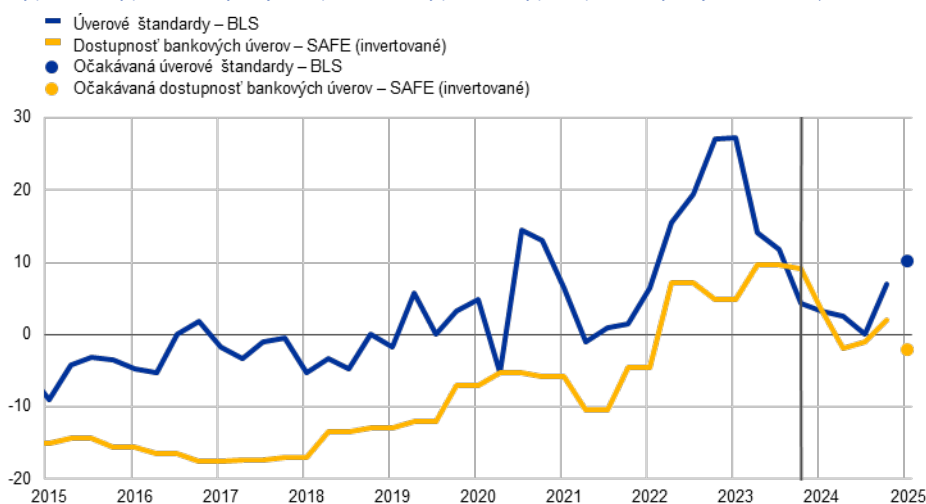
² Viac informácií o BLS sa uvádza v boxe s názvom [Aké informácie poskytuje prieskum úverovej aktivity bánk v eurozóne o budúcom vývoji úverov?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2022, a v článku Altavilla, C., Darracq Paries, M. a Nicoletti, G., Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 109, 2019. Viac informácií o SAFE je v boxe s názvom [Prístup podnikov k financovaniu a hospodársky cyklus: zistenia prieskumu SAFE](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB, 2022, a v boxe [Corporate vulnerabilities as reported by firms in the SAFE](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2024.

rizikovým profilom. Nedávno počas cyklu sprísňovania menovej politiky v rokoch 2022 – 2023 obidva prieskumy vykazovali výrazné sprísnenie ponuky úverov, po ktorom nasledovalo jej miernejšie sprísnenie v prvých troch štvrťrokoch 2024. V poslednom štvrťroku 2024 banky v eurozóne v rámci BLS uvádzali opätovné čisté sprísnenie svojich úverových štandardov pre podniky, čo potvrdili aj podniky, ktoré v rámci SAFE uvádzali opätovné zhoršenie dostupnosti bankových úverov.

Graf A

Zmeny v úverových štandardoch a v dostupnosti bankových úverov pre podniky

(čistý percentuálny podiel bánk vykazujúcich sprísnenie a čistý percentuálny podiel podnikov vykazujúcich zhoršenie)



Zdroj: ECB (BLS), ECB a Európska komisia (SAFE) a výpočty ECB.

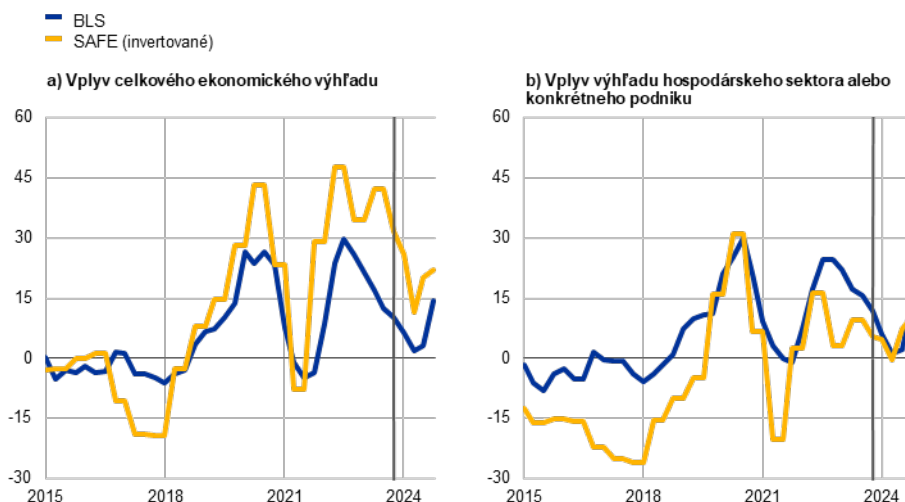
Poznámka: Kladná hodnota v prípade BLS predstavuje čisté sprísnenie úverových štandardov, v prípade SAFE znamená čistý pokles dostupnosti bankových úverov. Hodnoty SAFE sú invertované. Body sa vzťahujú na očakávania v nasledujúcich troch mesiacoch (BLS a SAFE). Zvislá čiara označuje posledný štvrťrok 2023, čo je obdobie, ku ktorému sú výsledky medzi prieskumami priamo porovnateľné na štvrťročnej báze.

V oboch prieskumoch sú hlavnými faktormi, ktoré ovplyvňujú úverové štandardy a dostupnosť bankových úverov, všeobecný ekonomický výhľad a výhľad konkrétnych podnikov (graf B). Banky a podniky hodnotia vplyv všeobecného hospodárskeho výhľadu na ponuku úverov veľmi podobným spôsobom, ktorý úzko súvisí s cyklickými výkyvmi v hospodárstve eurozóny (graf B, panel a). Hodnotenie bánk a podnikov týkajúce sa vplyvu výhľadu konkrétnych odvetví alebo podnikov má podobnú dynamiku, no podniky zvyknú uvádzať pozitívnejší vplyv ich vlastnej situácie na dostupnosť bankových úverov, než uvádzajú banky (graf B, panel b). Môže to byť spôsobené tým, že podniky sa potenciálne viac zameriavajú na svoju dlhodobú úverovú bonitu, kým banky sa možno viac sústreďujú na výhľadové hodnotenie úverových rizík v danom odvetví a súvahách podnikov. V poslednom štvrťroku 2024 banky aj podniky uvádzali všeobecný hospodársky výhľad a výhľad konkrétnych podnikov ako dôležité faktory znižujúce dostupnosť bankových úverov.

Graf B

Vplyv vybraných faktorov na úverové štandardy a dostupnosť bankových úverov

(čistý percentuálny podiel bánk vykazujúcich spríšuňujúci vplyv a čistý percentuálny podiel podnikov vykazujúcich negatívny vplyv)



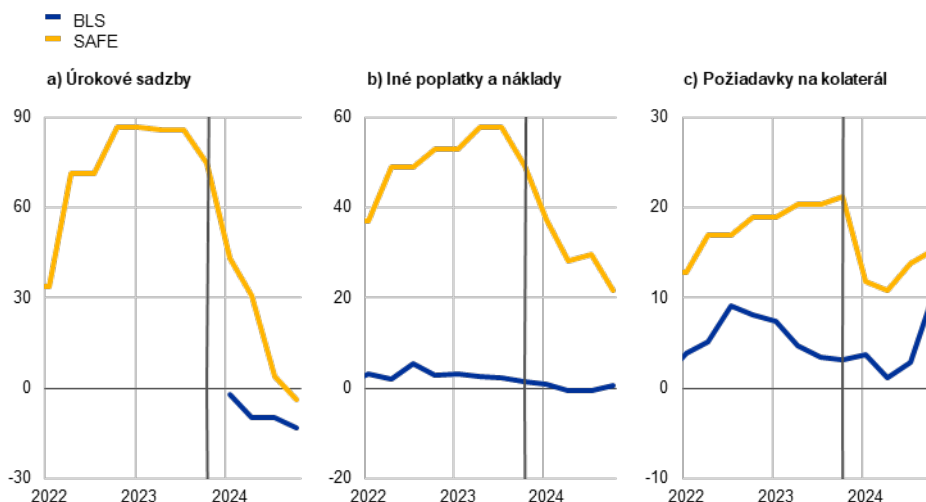
Zdroj: ECB (BLS), ECB a Európska komisia (SAFE) a výpočty ECB.
Poznámka: Viac v poznámke ku grafu A. V paneli b) sa ukazovateľ BLS týka výhľadu konkrétnych odvetví a podnikov, zatiaľ čo ukazovateľ SAFE sa týka predaja a ziskovosti alebo obchodných plánov podnikov.

K pochopeniu úverovej dynamiky prispievajú cenové a necenové podmienky úverových zmlúv, čo odráža vzájomné pôsobenie medzi úverovou ponukou a dopytom (graf C). Podmienky sa môžu meniť v dôsledku zmien úrokových sadzieb, zmien nákladov na financovanie mimo úrokových sadzieb – ako sú poplatky a provízie – alebo v dôsledku iných necenových podmienok, ako sú požiadavky na kolaterál. V poslednom štvrtroku 2024 banky aj podniky uvádzali, že pokles úrokových sadzieb sprevádzalo sprísnenie požiadaviek na kolaterál. Podniky okrem toho uvádzali, že náklady na financovanie iné ako úrokové sadzby mali naďalej čistý spríšuňujúci účinok, kým banky hodnotili svoje neúrokové poplatky ako v podstate nezmenené.

Graf C

Zmeny podmienok úverov podnikom

(čistý percentuálny podiel bánk a podnikov vykazujúcich zvýšenie, resp. sprísnenie)



Zdroj: ECB (BLS), ECB a Európska komisia (SAFE) a výpočty ECB.

Poznámka: Kladná hodnota v prípade BLS aj SAFE znamená čisté zvýšenie úrokových sadzieb alebo iných poplatkov a nákladov, prípadne čisté sprísnenie požiadaviek na kolaterál. Úrokové sadzby v BLS sa vzťahujú na úrokové sadzby, ktoré sú zahrnuté od prvého štvrťroka 2024. Ostatné poplatky a náklady sú neúrokové poplatky uvádzané v BLS a iné náklady na financovanie uvádzané v SAFE. Podrobnosti o zvislej čiare sú uvedené v grafe A.

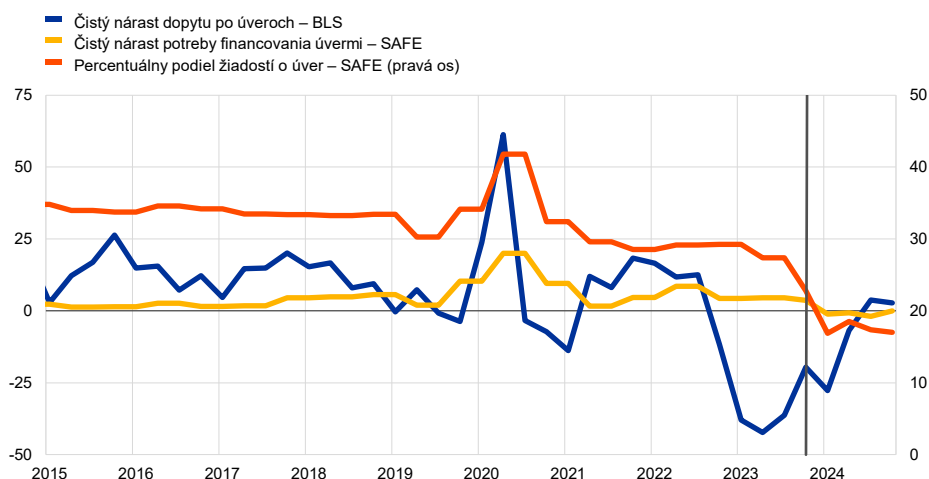
Dopyt podnikov po bankových úveroch v BLS zachytáva zmeny v dopyte pozorované bankami, ktoré sú vysoko cyklické, zatiaľ čo SAFE uvádza celkové zmeny v potrebe podnikov čerpať bankový úver na ich prevádzkovanie, ktoré sú menej cyklické (graf D). V BLS sa dopyt po bankových úveroch vzťahuje na potreby podnikov v oblasti financovania bankovými úvermi, ktoré zaznamenali banky, bez ohľadu na to, či tieto potreby v konečnom dôsledku vedú k úveru.³ V SAFE potreby podnikov v oblasti financovania bankovými úvermi odrážajú ich vlastné vnímanie a hodnotenie ich požiadaviek na externé financovanie, čo nemusí vždy viesť k tomu, že podniky sa obrátia na banku so žiadosťou o úver. Ukazovateľ SAFE preto zachytáva tak potreby financovania pozorované bankami, ako aj potreby financovania, ktoré by inak mohli zostať bez povšimnutia, ako sú potreby podnikov bez akéhokoľvek kontaktu s bankou alebo podnikov odrazených od pôžičky. Ďalší ukazovateľ SAFE poskytuje informácie o podiele podnikov, ktoré požiadali o bankový úver. Z historického hľadiska je ukazovateľ dopytu v BLS cyklickejší ako ukazovatele dopytu v SAFE, čo môže byť spôsobené rozdielmi v spôsobe, akým banky a podniky hodnotia dopyt. Banky sa môžu viac zameriavať na hodnotenie dopytu podnikov po úveroch v kontexte všeobecnej hospodárskej situácie a podnikateľského výhľadu, kým firmy sa viac zameriavajú na svoje operácie a obchodné príležitosti. Ukazovatele z oboch prieskumov však poukazujú na pretrvávajúce oslabenie dopytu po úveroch od konca roka 2022 do posledného štvrťroka 2024, a to aj napriek klesajúcim úrokovým sadzbám.

³ Banky v BLS na základe svojich pravidelných kontaktov s existujúcimi podnikovými klientmi vypracúvajú hodnotenie zmien v potrebách financovania podnikov, aj keď ich tieto podniky neoslovia. Odráža sa to aj v odpovediach bánk, napríklad pokiaľ ide o vplyv alternatívnych zdrojov financovania na dopyt podnikov po úveroch. Okrem toho môžu banky dostávať ďalšie signály od potenciálnych nových klientov, ak ich tieto podniky oslovia.

Graf D

Zmeny dopytu po úveroch v BLS a zmeny potrieb financovania bankovými úvermi a žiadostí o úvery v SAFE

(ľavá os: čisté percentuálne podiely, pravá os: percentuálne podiely)



Zdroj: ECB (BLS), ECB a Európska komisia (SAFE) a výpočty ECB.

Poznámka: Na ľavej osi kladná hodnota v prípade BLS znamená čistý nárast dopytu po úveroch v banke, v prípade SAFE znamená čistý nárast potreby bankových úverov zo strany podnikov. Na pravej osi percentuálne podiely znázorňujú podiel podnikov, ktoré požiadali o bankový úver, v porovnaní so všetkými podnikmi, pre ktoré sú bankové úvery relevantným zdrojom financovania. Podrobnosti o závislej čiare sú uvedené v poznámke ku grafu A.

Výsledky BLS a SAFE obohacujú analýzu dynamiky úverov tým, že poskytujú ďalšie poznatky z pohľadu bánk a firiem. Tieto prieskumy tak zlepšujú aj interpretáciu finančných a hospodárskych podmienok v eurozóne. Pokiaľ ide o najnovší vývoj, v poslednom štvrtroku 2024 BLS aj SAFE zhodne signalizovali opätovné sprísňovanie ponuky bankových úverov pre podniky v eurozóne, ktoré sa zdalo byť spôsobené vyššími kreditnými rizikami. Banky a firmy okrem toho uvádzali stále tlmený vývoj dopytu.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 23. októbra 2024 do 4. februára 2025

Samuel Bieber a Vladimir Tsonchev

V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystemu počas siedmeho a ôsmeho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2024. Tieto dve udržiavacie obdobia spoločne zahŕňajú obdobie od 23. októbra 2024 do 4. februára 2025 (sledované obdobie).

Priemerná nadbytočná likvidita v bankovom systéme eurozóny sa počas sledovaného obdobia ďalej znižovala. Poskytovanie likvidity sa znížilo v súvislosti s nižšou držbou Eurosystemu v programe nákupu aktív (asset purchase programme – APP) a v núdzovom pandemickom programe nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) v dôsledku ukončenia reinvestícií v rámci programu APP na začiatku júla 2023 a len čiastočných reinvestícií v programe PEPP od začiatku júla 2024. Reinvestície v rámci programu PEPP boli úplne ukončené ku koncu decembra 2024. Dôvodom poklesu poskytovania likvidity bola aj splatnosť poslednej operácie v rámci tretej série cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO III) k 18. decembru 2024. Čiastočne ho kompenzovalo pokračujúce znižovanie 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, sa v sledovanom období znížila o 39 mld. € na 1 423 mld. €. Odrážalo to skutočnosť, že autonómne faktory absorbujúce likviditu sa zvýšili menej ako autonómne faktory poskytujúce likviditu (tabuľka A). Požiadavky na povinné minimálne rezervy stúpili o 1 mld. € na 164 mld. €, čo malo len zanedbateľný vplyv na zmenu celkovej potreby likvidity.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období zvýšili o 54 mld. €, a to najmä v dôsledku nárastu ostatných autonómnych faktorov. Čisté ostatné autonómne faktory vzrástli v priemere o 54 mld. €. Bolo to spôsobené najmä nárastom účtov precenenia v dôsledku vyšších cien zlata, ktorý bol viac ako kompenzovaný zodpovedajúcim nárastom čistej držby zahraničných aktív (viac v odseku o autonómnych faktoroch poskytujúcich likviditu). Vládne vklady klesli o 7 mld. € na 111 mld. €. Celkový pokles v tejto položke od roku 2022 odrážal normalizáciu hotovostných rezerv v držbe národných pokladníc, ako aj zmeny v úročení vládnych vkladov v Eurosysteme, ktoré finančne zatriktívili umiestňovanie finančných prostriedkov na trhu. Priemerná hodnota bankoviek v obehu vzrástla v sledovanom období o 7 mld. € na 1 569 mld. €. Dopyt po bankovkách je po dosiahnutí vrcholu v júli 2022 naďalej celkovo stabilný.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu sa zvýšili o 93 mld. €, a to najmä v dôsledku nárastu čistých zahraničných aktív o 71 mld. €. Tento nárast držby čistých zahraničných aktív bol spôsobený najmä zvýšením cien zlata a pohľadávok v cudzej mene voči nerezidentom eurozóny. Čisté aktíva denominované v eurách sa počas sledovaného obdobia zvýšili o 22 mld. €.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosysteme

Pasíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

| | Aktuálne sledované obdobie: 23. október 2024 – 4. február 2025 | | | | | | Predchádzajúce sledované obdobie: 24. júl – 22. október 2024 | |
|---|--|--------|---|-------|---|-------|--|--------|
| | Siedme a ôsme udržiavacie obdobie | | Siedme udržiavacie obdobie: 23. október – 17. december 2024 | | Ôsme udržiavacie obdobie: 18. december 2024 – 4. február 2025 | | Piate a šieste udržiavacie obdobie | |
| Autonómne faktory absorbujúce likviditu | 2 739 | (+54) | 2 725 | (+23) | 2 756 | (+31) | 2 686 | (+45) |
| Bankovky v obehu | 1 569 | (+7) | 1 563 | (+3) | 1 577 | (+13) | 1 563 | (+8) |
| Vládne vklady | 111 | (-7) | 114 | (-3) | 107 | (-7) | 118 | (+1) |
| Ostatné autonómne faktory (čisté) ¹⁾ | 1 059 | (+54) | 1 047 | (+23) | 1 072 | (+25) | 1 005 | (+37) |
| Bežné účty presahujúce povinné minimálne rezervy | 6 | (-1) | 5 | (-1) | 7 | (+2) | 7 | (+1) |
| Povinné minimálne rezervy²⁾ | 164 | (+1) | 163 | (+0) | 164 | (+1) | 162 | (+1) |
| Jednodňové sterilizačné operácie | 2 917 | (-115) | 2 928 | (-61) | 2 904 | (-24) | 3 032 | (-139) |
| 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 Eurosystemu, a preto by sa nemala zahŕňať do výpočtu celkových pasív.

Aktíva

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

| | Aktuálne sledované obdobie: 23. október 2024 – 4. február 2025 | | | | | | Predchádzajúce sledované obdobie: 24. júl – 22. október 2024 | |
|--|--|--------|---|-------|---|-------|--|--------|
| | Siedme a ôsme udržiavacie obdobie | | Siedme udržiavacie obdobie: 23. október – 17. december 2024 | | Ôsme udržiavacie obdobie: 18. december 2024 – 4. február 2025 | | Piate a šieste udržiavacie obdobie | |
| Autonómne faktory poskytujúce likviditu | 1 480 | (+93) | 1 437 | (+30) | 1 528 | (+91) | 1 386 | (+68) |
| Čisté zahraničné aktíva | 1 170 | (+71) | 1 146 | (+22) | 1 198 | (+53) | 1 099 | (+54) |
| Čisté aktíva v eurách | 309 | (+22) | 292 | (+8) | 330 | (+38) | 287 | (+14) |
| Nástroje menovej politiky | 4 346 | (-154) | 4 384 | (-69) | 4 303 | (-81) | 4 501 | (-160) |
| Operácie na voľnom trhu | 4 346 | (-154) | 4 384 | (-69) | 4 303 | (-81) | 4 501 | (-160) |
| Úverové operácie | 40 | (-37) | 50 | (-7) | 28 | (-22) | 76 | (-58) |
| - Hlavné refinančné operácie | 10 | (+5) | 9 | (+1) | 11 | (+2) | 5 | (+1) |
| - Trojmesačné LTRO | 14 | (+5) | 12 | (+1) | 17 | (+6) | 10 | (+2) |
| - TLTRO III | 16 | (-46) | 29 | (-9) | 0 | (-29) | 62 | (-61) |
| Portfóliá priamych nákupov ¹⁾ | 4 306 | (-118) | 4 334 | (-62) | 4 275 | (-59) | 4 424 | (-102) |
| 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 cieľných 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. október 2024 – 4. február 2025 | | | | | | Predchádzajúce sledované obdobie: 24. júl – 22. október 2024 | |
|--|--|--------|---|-------|---|-------|--|--------|
| | Siedme a ôsme udržiavacie obdobie | | Siedme udržiavacie obdobie: 23. október – 17. december 2024 | | Ôsme udržiavacie obdobie: 18. december 2024 – 4. február 2025 | | Piate a šieste udržiavacie obdobie | |
| Celková spotreba likvidity¹⁾ | 1 423 | (-39) | 1 451 | (-7) | 1 392 | (-59) | 1 462 | (-22) |
| Čisté autonómne faktory²⁾ | 1 260 | (-40) | 1 288 | (-7) | 1 228 | (-60) | 1 300 | (-23) |
| Nadbytočná likvidita³⁾ | 2 923 | (-116) | 2 933 | (-62) | 2 911 | (-22) | 3 039 | (-138) |

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 autonómnymi faktormi likvidity na strane pasív a autonómnymi 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 sadziieb

(priemerné hodnoty; v % a p. b.)

| | Aktuálne sledované obdobie: 23. október 2024 – 4. február 2025 | | | | Predchádzajúce sledované obdobie: 24. júl – 22. október 2024 | | | |
|----------------------------------|---|---------|--|---------|---|---------|---|---------|
| | Siedme udržiavacie obdobie: 23. október – 17. december 2024 | | Ôsme udržiavacie obdobie: 18. december 2024 – 4. február 2025 | | Piate udržiavacie obdobie: 24. júl – 17. september 2024 | | Šieste udržiavacie obdobie: 18. september – 22. október 2024 | |
| Hlavné refinančné operácie | 3,40 | (-0,25) | 3,15 | (-0,25) | 4,25 | (+0,00) | 3,65 | (-0,60) |
| Jednodňové refinančné operácie | 3,65 | (-0,25) | 3,40 | (-0,25) | 4,50 | (+0,00) | 3,90 | (-0,60) |
| Jednodňové sterilizačné operácie | 3,25 | (-0,25) | 3,00 | (-0,25) | 3,75 | (+0,00) | 3,50 | (-0,25) |
| €STR | 3,16 | (-0,25) | 2,92 | (-0,25) | 3,66 | (+0,00) | 3,41 | (-0,25) |
| RepoFunds Rate Euro | 3,23 | (-0,26) | 2,97 | (-0,26) | 3,73 | (+0,01) | 3,49 | (-0,24) |

Zdroj: ECB, CME Group a Bloomberg.

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

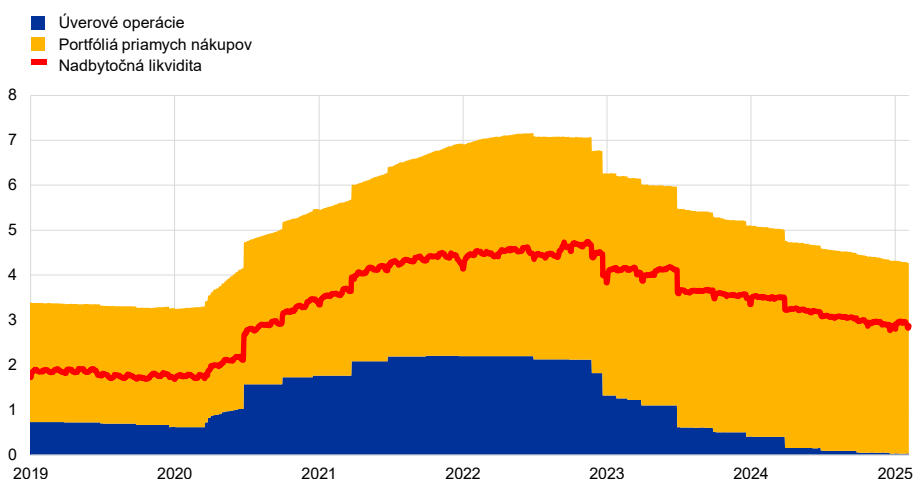
Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky v sledovanom období klesol o 154 mld. € na 4 346 mld. € (graf A).

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 zo 4. februára 2025.

Priemerný objem likvidity poskytovanej prostredníctvom držby priamych portfólií sa v sledovanom období znížil o 118 mld. € na 4 306 mld. €.

Tento pokles bol spôsobený splatnosťou aktív v APP a len čiastočnými reinvestíciami

v PEPP v období od 1. júla do 31. decembra 2024, po ktorom boli všetky reinvestície ukončené.¹

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období znížil o 37 mld. € na 40 mld. €. Tento pokles je vo veľkej miere odrazom zníženia zostatkov TLTRO III po splatnosti poslednej operácie v rámci TLTRO III k 18. decembru 2024 (29 mld. €). Priemerné zostatky trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií a hlavných refinančných operácií sa zvýšili o 5 mld. €. Relatívne obmedzená účasť bánk na týchto pravidelných operáciách napriek značným splátkam TLTRO 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 116 mld. € na 2 923 mld. € (graf A). Nadbytočná likvidita je súčet bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu jednodňových sterilizačných operácií bánk a ich jednodňových refinančných operácií. Odráža rozdiel medzi celkovou likviditou poskytnutou bankovému sektoru a likviditou, ktorú banky potrebujú na krytie svojich povinných minimálnych rezerv. Po dosiahnutí najvyššej hodnoty 4 748 mld. € v novembri 2022 nadbytočná likvidita postupne klesala a v priebehu sledovaného obdobia sa dostala pod úroveň 3 000 mld. €.

Vývoj úrokových sadzieb

Počas sledovaného obdobia Rada guvernérov dvakrát znížila všetky tri kľúčové úrokové sadzby ECB – najmä sadzbu jednodňových sterilizačných operácií, prostredníctvom ktorej riadi nastavenie menovej politiky – o 25 bázických bodov. Sadzba jednodňových sterilizačných operácií zostala bezprostredne po skončení sledovaného obdobia na úrovni 2,75 %, sadzba hlavných refinančných operácií bola 2,90 % a sadzba jednodňových refinančných operácií bola 3,15 %.

Priemerná krátkodobá eurová sadzba (€STR) v priebehu sledovaného obdobia odzrkadľovala zníženie sadzieb ECB, pričom si udržala negatívny spread so sadzbou jednodňových sterilizačných operácií. €STR bola počas sledovaného obdobia v priemere o 8,4 bázického bodu nižšia ako sadzba jednodňových sterilizačných operácií, v porovnaní s priemerom 8,7 bázického bodu v piatom a šiestom udržiavacom období roku 2024. Zmeny menovopolitických úrokových sadzieb sa úplne a okamžite preniesli do sadzieb na nezabezpečenom peňažnom trhu.

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

Priemerná repo sadzba eurozóny meraná indexom RepoFunds Rate Euro zostala bližšie k sadzbe jednodňových sterilizačných operácií než k sadzbe €STR. Repo sadzba bola počas sledovaného obdobia v priemere o 2,6 bázického bodu nižšia ako sadzba jednodňových sterilizačných operácií, v porovnaní s priemerom 1,6 bázického bodu v piatom a šiestom udržiavacom období roku 2024. Relatívne úzky spread medzi repo sadzbami a sadzbou jednodňových sterilizačných operácií odráža zvyšujúcu sa dostupnosť kolaterálu v dôsledku vyššej čistej emisie, uvoľnenia kolaterálu založeného v splatných/splatených TLTRO a poklesu držby Eurosystému v programoch APP a PEPP. Ďalším faktorom prispievajúcim k tlaku na rast repo sadzieb patril aj väčší dopyt investorov využívajúcich pákový efekt po financovaní dlhých pozícií v dlhopisoch. Do repo sadzieb sa plynulo a okamžite preniesli aj zmeny menovopolitických úrokových sadzieb.

© 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 5. marca 2025.

PDF ISSN 2363-3549, QB-01-25-080-SK-N