



EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 2/2026



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	8
2 Hospodárska aktivita	15
3 Ceny a náklady	23
4 Vývoj na finančných trhoch	31
5 Podmienky financovania a úvery	36
6 Fiškálny vývoj	41
Boxy	44
1 Na koho dopadnú náklady spojené so zvýšením amerických cieľ?	44
2 Ako naplno využiť obchodný potenciál: prínos skvalitnenia cezhraničných platieb	49
3 Nelineárnosti v cenách ropy: aké faktory sú rozhodujúce?	55
4 Ako neistota v oblasti obchodnej politiky ovplyvňuje aktivitu v eurozóne	62
5 Od fyzických aktív k digitálnym riešeniam: hodnotenie digitálnych investícií v eurozóne	67
6 Zavádzanie a investície do umelej inteligencie: poznatky z prieskumu SAFE medzi podnikmi eurozóny	73
7 Finančné a makroekonomické dôsledky rastu veľmi dlhodobých výnosov	79
8 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 5. novembra 2025 do 10. februára 2026	86

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 19. marca 2026 rozhodla ponechať tri kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Je odhodlaná zabezpečiť ustálenie inflácie na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Vojna na Blízkom východe podstatne zvýšila neistotu spojenú s výhľadom ďalšieho vývoja a vyvolala riziká rýchlejšieho rastu cien a pomalšieho hospodárskeho rastu. Prostredníctvom vyšších cien energií bude mať zásadný vplyv na infláciu v krátkodobom horizonte. Jej strednodobé účinky budú závisieť od intenzity a dĺžky trvania konfliktu, ako aj od vplyvu cien energií na spotrebiteľské ceny a hospodárstvo.

Rada guvernérov je v dobrej pozícii sa s touto neistotou vyrovnáť. Inflácia sa pohybuje v blízkosti cieľa 2 %, dlhodobejšie inflačné očakávania sú pevne ukotvené a ekonomika v posledných štvrtrokoch preukazuje odolnosť. Na základe informácií získaných v nadchádzajúcom období Rada guvernérov bude môcť posúdiť, ako vojna ovplyvní inflačný výhľad a s ním spojené riziká. Rada guvernérov situáciu pozorne sleduje a pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky sa bude opierať o aktuálne údaje.

Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2026 výnimočne zahŕňajú informácie do 11. marca, teda do neskoršieho dátumu uzávierky ako zvyčajne. Celková inflácia by podľa základného scenára vývoja mala dosiahnuť v priemere 2,6 % v roku 2026, 2,0 % v roku 2027 a 2,1 % v roku 2028. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2025 bola inflácia upravená nahor, najmä na rok 2026, vzhľadom na zvýšené ceny energií v dôsledku vojny na Blízkom východe. Priemerná inflácia bez energií a potravín by mala podľa projekcií odborníkov ECB predstavovať 2,3 % v roku 2026, 2,2 % v roku 2027 a 2,1 % v roku 2028. Nárast týchto hodnôt oproti projekciám z decembra 2025 je odrazom premietania vyšších cien energií do inflácie bez cien energií a potravín. Hospodársky rast by mal podľa odborníkov ECB dosiahnuť v priemere 0,9 % v roku 2026, 1,3 % v roku 2027 a 1,4 % v roku 2028. Hodnoty boli upravené nadol, najmä na rok 2026, vzhľadom na globálne účinky vojny na komoditné trhy, reálne príjmy a dôveru. K rastu by zároveň mali naďalej prispievať nízka nezamestnanosť, solídne súvahy súkromného sektora a verejné výdavky na obranu a infraštruktúru.

V súlade so záväzkom stratégie menovej politiky Rady guvernérov prihliadať pri prijímaní rozhodnutí na riziká a neistotu odborníci ECB tiež posúdili možný vplyv vojny na Blízkom východe na hospodársky rast a infláciu v alternatívnych ilustračných scenároch vývoja. Tieto scenáre sú spolu s projekciami z marca 2026 k dispozícii na internetovej stránke ECB. Z analýzy scenárov vyplýva, že dlhodobé narušenie dodávok ropy a plynu by spôsobilo nárast inflácie nad úroveň základných projekcií a pokles hospodárskeho rastu pod túto úroveň. Vplyv na infláciu

v strednodobom horizonte v zásadnej miere závisí od rozsahu nepriamych a sekundárnych účinkov silnejšieho a trvalejšieho energetického šoku.

Pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky sa Rada guvernérov bude riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Predovšetkým jej rozhodnutia o úrokových sadzbách budú vychádzať z jej hodnotenia inflačného výhľadu a súvisiacich rizík, na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, ako aj dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadzieb.

Hospodárska aktivita

Hospodárska produkcia v poslednom štvrtroku 2025 vďaka silnejšiemu domácejmu dopytu vzrástla o 0,2 %. Vzhľadom na nárast reálnych príjmov a stále historicky nízku úroveň nezamestnanosti došlo k zvýšeniu spotreby domácností. Zintenzívnila sa aktivita v sektore výstavby a renovácie bývania a firmy zvýšili investície, predovšetkým v oblastiach ako výskum a vývoj, softvér a databázy. Hospodársky rast už nebol obmedzovaný čistým vývozom, ako to bolo v predchádzajúcich dvoch štvrtrokoch. Jeho hlavnou hnacou silou boli služby.

Podľa projekcií má byť hospodársky rast v strednodobom horizonte aj naďalej poháňaný najmä súkromnou spotrebou. V raste má pokračovať aj investičná aktivita, keďže vlády zvyšujú výdavky na obranu a infraštruktúru a podniky čoraz viac investujú do nových digitálnych technológií. Vonkajšie prostredie je naďalej náročné, okrem iného aj vzhľadom na nestále svetové obchodné politiky.

Vojna na Blízkom východe narúša komoditné trhy a oslabuje reálne príjmy a dôveru. Výsledkom je zníženie projektovaných hodnôt spotreby a investícií v základnom scenári projekcií, najmä na rok 2026. V základnom scenári projekcií má ročné tempo rastu reálneho HDP dosiahnuť 0,9 % v roku 2026, 1,3 % v roku 2027 a 1,4 % v roku 2028. V porovnaní s projekciami z decembra 2025 bol rast HDP v dôsledku eskalácie vojny na Blízkom východe upravený nadol o 0,3 percentuálneho bodu na rok 2026 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2027, zatiaľ čo na rok 2028 zostáva nezmenený. V alternatívnych scenároch, ktoré predpokladajú silnejší a dlhšie trvajúci šok, by bol tento účinok ešte výraznejší.

Základný scenár projekcií je podmienený vývojom cien futures energetických komodít v čase uzávierky údajov 11. marca 2026. V súlade s týmto vývojom základný scenár predpokladá nárast inflácie, ktorý utlmí kúpnu silu, spotrebiteľské výdavky a tým aj rast HDP, najmä v krátkodobom horizonte. Za predpokladu pomerne rýchleho poklesu cien energií, aký vyplýva z trhového ocenenia energetických futures, ako aj ústupu neistoty, by malo byť toto spomalenie len dočasné. V strednodobom horizonte by mal hlavnou hnacou silou hospodárskeho rastu v eurozóne zostať domáci dopyt, podporovaný odolným trhom práce a vládnymi výdavkami na infraštruktúru a obranu, najmä v Nemecku. Pokiaľ ide o vonkajšie prostredie, napriek očakávanému zrýchleniu rastu vývozu vďaka silnejúcemu zahraničnému dopytu bude eurozóna pravdepodobne zaznamenávať

postupnú stratu podielov na globálnom trhu vzhľadom na pretrvávajúce problémy s konkurencieschopnosťou vrátane problémov štrukturálneho charakteru, i napriek o niečo nižším clám na vývoz do Spojených štátov než v čase projekcií z decembra 2025.

Rada guvernérov zdôraznila naliehavú potrebu posilniť ekonomiku eurozóny pri súčasnom udržaní zdravých verejných financií. Prípadné rozpočtové opatrenia prijímané v reakcii na šok v cenách energií by mali byť dočasné, ciele a prispôbené okolnostiam. Aktuálna energetická kríza zdôrazňuje nevyhnutnosť ďalšieho znižovania závislosti od fosílnych palív. Dobudovanie únie úspor a investícií je základným predpokladom podpory inovácií a ekologickej a digitálnej transformácie. Digitálne euro a tokenizované peniaze centrálnej banky zvýšia strategickú autonómiu, konkurencieschopnosť a finančnú integráciu Európy a podporia inovácie v platobnom styku. Je preto nevyhnutné urýchlene prijať nariadenie o zavedení digitálneho eura. Zjednodušenie a harmonizácia pravidiel v rámci jednotného trhu EÚ pomôže európskym firmám rýchlejšie rásť.

Inflácia

Ročná inflácia eurozóny meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) vo februári stúpila z januárových 1,7 % na 1,9 %. Ceny energií boli o 3,1 % nižšie ako v predchádzajúcom februári, pričom v januári 2026 boli o 4,0 % nižšie. Inflácia cien potravín mierne klesla na 2,5 %. Inflácia bez energií a potravín sa naopak vo februári zvýšila z januárových 2,2 % na 2,4 %. Tento nárast odrážal zvýšenie inflácie cien tovarov z 0,4 % na 0,7 % a nárast inflácie cien služieb z 3,2 % na 3,4 %.

Ukazovatele základnej inflácie sa v posledných mesiacoch takmer nezmenili a sú naďalej v súlade s dvojpercentným strednodobým cieľom Rady guvernérov. Ziskovosť podnikov sa v poslednom štvrtroku 2025 naďalej zotavovala, zatiaľ čo jednotkové náklady práce rástli podobným tempom ako v predchádzajúcom štvrtroku. Rast kompenzácií na zamestnanca sa spomalil zo 4,0 % v treťom štvrtroku na 3,7 %. Rast dojednaných miezd a výhľadové ukazovatele, ako sú mzdový monitor ECB a výsledky prieskumov mzdových očakávaní, naznačujú ďalšie zmierňovanie nákladov práce v priebehu roka 2026, čo by malo podporovať návrat inflácie k cieľu.

V dôsledku nárastu cien energií spôsobeného vojnou na Blízkom východe dôjde v krátkodobom horizonte k zvýšeniu inflácie nad úroveň 2 %. Predovšetkým v druhom štvrtroku 2026 sa má inflácia v dôsledku prudkého nárastu inflácie cien energií spôsobeného vojnou výrazne zvýšiť na 3,1 % a v treťom štvrtroku má v reakcii na pokles cien energetických komodít vyplývajúci z cien futures klesnúť na 2,8 %. Podľa základného scenára projekcií sa má inflácia cien energií v roku 2027 dostať do záporného pásma, najmä v dôsledku tlmiacich energetických bazických efektov, a následne v roku 2028 výrazne vzrásť vzhľadom na očakávaný nárast celkovej inflácie o 0,2 percentuálneho bodu v dôsledku implementácie systému EÚ na obchodovanie s emisiami 2 (EU Emissions Trading System 2 – ETS2). Inflácia

cien potravín by sa mala od konca roka 2026 v dôsledku premietania nákladových tlakov vyplývajúcich z prudkého nárastu cien energií do spotrebiteľských cien potravín zvyšovať, než v roku 2028 poľaví. Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) by sa mala zmiernovať z 2,4 % v roku 2025 na 2,1 % v roku 2028. Hoci nákladové tlaky prameniace z vyšších cien energií pôsobia aj na infláciu HICPX, ich vplyv by mal byť tlmený určitým zmiernovaním tlakov vyplývajúcich z nákladov práce, predchádzajúcim zhodnocovaním eura a prenikaním dovozu z Číny. Podľa základného scenára projekcií má inflácia HICP celkovo vzrásť z 2,1 % v roku 2025 na 2,6 % v roku 2026, následne má klesnúť na 2,0 % v roku 2027 a mierne vzrásť na 2,1 % v roku 2028. Mzdový rast sa bude v nasledujúcich rokoch zmiernovať, hoci pomalšie, než sa predpokladalo v predchádzajúcich projekciách, v reakcii na určité účinky inflačnej kompenzácie v súvislosti so šokom cien energií. V porovnaní s projekciami z decembra 2025 bol výhľad vývoja celkovej inflácie HICP na rok 2026 upravený o 0,7 percentuálneho bodu nahor, najmä v dôsledku energetickej zložky. Na rok 2027 bol upravený o 0,2 percentuálneho bodu a na rok 2028 o 0,1 percentuálneho bodu nahor v dôsledku premietania nákladových tlakov vyplývajúcich z vyšších cien energií do zložky HICPX a zložky potravín, zatiaľ čo energetická zložka bola upravená mierne nadol. V alternatívnych scenároch, ktoré predpokladajú silnejší a dlhšie trvajúci šok v cenách energií, by boli revízie inflácie smerom nahor ešte výraznejšie.

Ak by vyššie ceny energií pretrvávali dlhšie, mohlo by prostredníctvom nepriamych a sekundárnych účinkov dôjsť k rozsiahlejšiemu nárastu inflácie, čo si vyžaduje pozorné monitorovanie. Hoci sa inflačné očakávania na finančných trhoch v prípade krátkodobejších horizontov výrazne zvýšili, väčšina ukazovateľov dlhodobejších inflačných očakávaní sa zatiaľ pohybuje v okolí 2 %, čo podporuje stabilizáciu inflácie v blízkosti cieľa Rady guvernérov.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce výhľad hospodárskeho rastu sú naklonené na stranu pomalšieho rastu, predovšetkým v najbližšom horizonte. Riziko spomalenia hospodárskej aktivity v eurozóne predstavuje vojna na Blízkom východe, ktorá zvýšila volatilitu svetového politického prostredia. Dlhšie trvajúca vojna by mohla viesť k výraznejšiemu a trvalejšiemu nárastu cien energií, než sa momentálne očakáva, a k súčasnému oslabeniu dôvery. Tieto faktory by mali nepriaznivý vplyv na príjmy a odradili by podniky a domácnosti od investícií a spotreby. K ďalšiemu oslabeniu dopytu by viedlo zhoršenie nálady na svetových finančných trhoch. Pokračujúce spory v medzinárodnom obchode by mohli spôsobiť narušenie ponukových reťazcov, znížiť vývoz a oslabiť spotrebu a investície. Ďalšie zdroje geopolitického napätia, predovšetkým neoprávnená vojna Ruska proti Ukrajine, naďalej predstavujú zásadný zdroj neistoty. Rast by naopak mohol byť rýchlejší, ak by ekonomické dôsledky vojny na Blízkom východe trvali kratšie, než sa v súčasnosti očakáva. Vyšší než očakávaný rast by navyše mohli vyvolať plánované výdavky na obranu a infraštruktúru, reformy na zvýšenie produktivity a zavádzanie nových technológií v podnikoch v eurozóne. O prekročení súčasných projekcií rastu by sa mohli zaslúžiť aj nové obchodné dohody a hlbšia integrácia jednotného trhu.

Riziká ohrozujúce výhľad vývoja inflácie sú naklonené na stranu rýchlejšieho rastu, predovšetkým v najbližšom horizonte. Dlhšie trvajúca vojna na Blízkom východe by mohla viesť k výraznejšiemu a trvalejšiemu nárastu cien energií, než sa momentálne očakáva, a spôsobiť tak ďalší nárast inflácie v eurozóne. Situácia by sa mohla ešte zhoršiť a pretrvať dlhšie, ak by v reakcii na tento vývoj došlo k zvýšeniu inflačných očakávaní a mzdového rastu, ak by sa nárast cien energií premietol do inflácie bez cien energií vo väčšej miere, než sa očakáva v základnom scenári, alebo ak by vojna narušila svetové dodávateľské reťazce v širšom rozsahu. Pokračujúce obchodné napätie by okrem toho mohlo prehĺbiť fragmentáciu svetových dodávateľských reťazcov, obmedziť dodávku kritických surovín a zhoršiť kapacitné obmedzenia v ekonomike eurozóny. Inflácia by naopak mohla byť nižšia, ak by ekonomické dôsledky vojny na Blízkom východe trvali kratšie, alebo ak by sa nepriame a sekundárne účinky ukázali byť menej výrazné, než sa v súčasnosti očakáva. Inflácia by tiež mohla byť nižšia, ak by clá zapríčinili väčší než očakávaný pokles dopytu po vývoze z eurozóny a ak by krajiny s nadmernou kapacitou ďalej zvýšili objem vývozu do eurozóny. Infláciu by tiež mohol znížiť nárast volatility a rizikovej averzie na finančných trhoch, ktorý by viedol k oslabeniu dopytu.

Finančné a menové podmienky

Vojna na Blízkom východe má zásadný vplyv na svetové finančné trhy. Celkové finančné podmienky sa od posledného menovopolitického zasadania Rady guvernérov 5. februára 2026 sprísnil. Akciové trhy klesli a trhové úrokové miery v eurozóne, najmä krátkodobé, výrazne vzrástli.

Sadzby bankových úverov poskytovaných podnikom a náklady na emisiu trhových dlhových nástrojov zostali v januári na úrovni 3,6 %, zatiaľ čo priemerná úroková sadzba nových hypotekárnych úverov sa mierne zvýšila na 3,4 %. Rast bankových úverov poskytovaných podnikom v januári medziročne dosiahol 2,8 %, čo predstavovalo mierne spomalenie z 3,0 % v decembri 2025. Tento pokles však bol vyvážený zvýšenou emisiou podnikových dlhopisov, ktorej ročná miera rastu stúpila z 3,5 % v decembri na 4,0 %. Objem hypotekárnych úverov sa zvýšil o 3,0 %, rovnako ako v decembri.

Rozhodnutia o menovej politike

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

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

Záver

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 19. marca 2026 rozhodla ponechať tri kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Je odhodlaná zabezpečiť ustálenie inflácie na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky sa bude riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Rozhodnutia Rady guvernérov o úrokových sadzbách budú vychádzať z jej hodnotenia inflačného výhľadu a súvisiacich rizík, na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, ako aj dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadziieb.

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

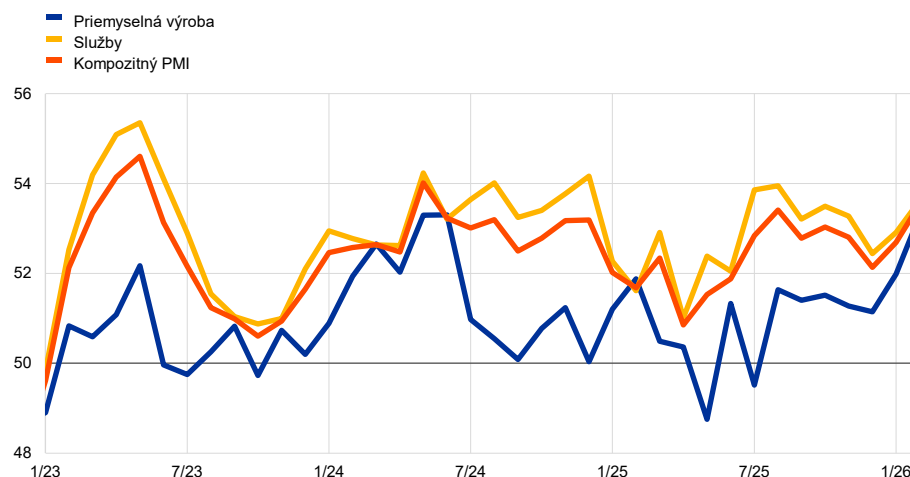
Nepriaznivé účinky vojny na Blízkom východe dopadajúce na globálnu ekonomiku pochádzajú predovšetkým z prudkého nárastu cien energií. V spojení s horšími finančnými podmienkami a zvýšenou neistotou to negatívne ovplyvňuje globálnu ekonomiku, ktorú predtým podporovali rastúce investície do umelej inteligencie a priaznivo nastavené hospodárske politiky. Hoci nižšie clá v Spojených štátoch po rozhodnutí Najvyššieho súdu Spojených štátov poskytujú hospodárskemu rastu určitú podporu, neistota v obchodnej politike zostáva zvýšená. Odhaduje sa, že vojna zníži rast globálneho reálneho HDP v priebehu nasledujúcich dvoch rokov o 0,4 percentuálneho bodu, pričom v tomto poklese sa odráža očakávaný vývoj cien energetických komodít. Potláča to pozitívne účinky prenesené zo silnejšieho než očakávaného rastu v roku 2025 a z miernej podpory nižších amerických cieľ. Energetický cenový šok viedol k revízii globálnej celkovej inflácie meranej indexom spotrebiteľských cien (CPI) na nasledujúce dva roky smerom nahor. V niekoľkých prvých mesiacoch tohto roka bol inflačný vplyv vyšších cien energií čiastočne kompenzovaný nižšími než očakávanými hodnotami inflácie a účinkami znížených cieľ.

Pred vojnou vykazovalo globálne hospodárstvo známky odolnosti. Odolnosť poháňali rastúce súkromné investície do umelej inteligencie a podporujúca štruktúra politických opatrení v hlavných ekonomikách, čo spoločne pomohlo zmierniť negatívny vplyv súvisiaci s clami. Hoci nižšie clá v Spojených štátoch po rozhodnutí Najvyššieho súdu Spojených štátov čiastočne podporili hospodársky rast, neistota v obchodnej politike zostáva zvýšená. Globálny rast reálneho HDP (bez eurozóny) sa mierne znížil z 1,0 % v treťom štvrťroku 2025 na 0,8 % v poslednom štvrťroku 2025. Výsledok prekonal očakávania vďaka silnejšiemu než pôvodne predpokladanému rastu v rozvíjajúcich sa trhovách ázijských ekonomikách vrátane Číny. Najnovšie dostupné mesačné ukazovatele naznačujú, že v prvom štvrťroku 2026 došlo v porovnaní s koncom minulého roka k zrýchleniu rastu. Napríklad vo februári dosiahol globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu úroveň, aká nebola zaznamenaná takmer dva roky, keďže sa zlepšila produkcia v sektore služieb aj vo výrobnom sektore (graf 1). Tieto signály však treba vnímať v kontexte negatívnych účinkov vyvolaných vojnou, medzi ktoré patrí prudký nárast cien energetických komodít na svetových trhoch, zhoršenie globálnych finančných podmienok a zvýšená neistota.

Graf 1

Globálny PMI pre produkciu (bez eurozóny)

(difúzne indexy)



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

Poznámka: Vodorovná čiara na úrovni 50 predstavuje neutrálnu základnú hranicu, ktorá oddeľuje expanziu od kontrakcie. Posledné údaje sú z februára 2026.

V dôsledku vojny na Blízkom východe výrazne stúpili ceny ropy a zemného plynu.

Ceny ropy od začiatku sledovaného obdobia (18. decembra 2025) prudko vzrástli, o 84 %. Po amerických a izraelských útokoch na Irán a následnej odvetve Iránu sa cena ropy zvýšila približne na 104 USD za barel. Tento nárast odzrkadľoval obavy, že doprava cez Hormuzský prieliv, ktorá predstavuje približne 20 % celosvetových dodávok ropy a už čelila narušeniam, by mohla byť ešte viac obmedzená, alebo že by mohla byť ovplyvnená iránska ťažba ropy a regionálna energetická infraštruktúra. Ceny ropy v posledných týždňoch podliehali výrazným výkyvom, keď viaceré faktory spôsobovali občasné prudké poklesy z nedávnych maxim. Konkrétne v dôsledku vyhlásení americkej vlády, ktoré naznačovali, že konflikt by sa mohol skončiť „veľmi skoro“, investori prehodnotili svoje očakávania nadol, pokiaľ ide o trvanie vojny. Združenie OPEC+ súčasne oznámilo zvýšenie ťažby od apríla 2026 a členské krajiny Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) sa pod vedením Medzinárodnej energetickej agentúry dohodli na uvoľnení časti svojich strategických rezerv s cieľom pomôcť zmierniť prudký nárast cien ropy.¹ Geopolitické riziká výrazne ovplyvnili aj ceny plynu v Európe, ktoré stúpili o 98 %, keďže približne 20 % celosvetových dodávok skvapalneného zemného plynu, predovšetkým z Kataru, tiež prechádza cez Hormuzský prieliv. Vzhľadom na historicky nízky stav európskych zásob reagujú ceny plynu na vývoj mimoriadne citlivo. Zásoby plynu sa v súčasnosti nachádzajú na úrovni približne 29 % kapacity, čo sa približuje sezónnemu minimu a spôsobuje výraznú expozíciu cien plynu voči prípadným narušeniam dodávok. Ceny potravín klesli o 7 %, najmä vďaka nižším cenám kakaa v dôsledku priaznivejších poveternostných podmienok v západnej Afrike. Naopak, ceny kovov stúpili o 11 %, hlavne pre rast cien hliníka po tom, čo

¹ Skratka OPEC označuje Organizáciu krajín vyvážajúcich ropu. Združenie OPEC+, vytvorené v roku 2016, je koalíciou členov OPEC a ďalších krajín produkujúcich ropu.

významný bahrajnský výrobca oznámil, že nemôže splniť svoje zmluvné záväzky z dôvodov, ktoré sú mimo jeho kontroly.

Prudký rast cien energetických komodít na svetových trhoch vyvolaný vojnou je dôsledkom výrazného poklesu dopravy cez Hormuzský prieliv.

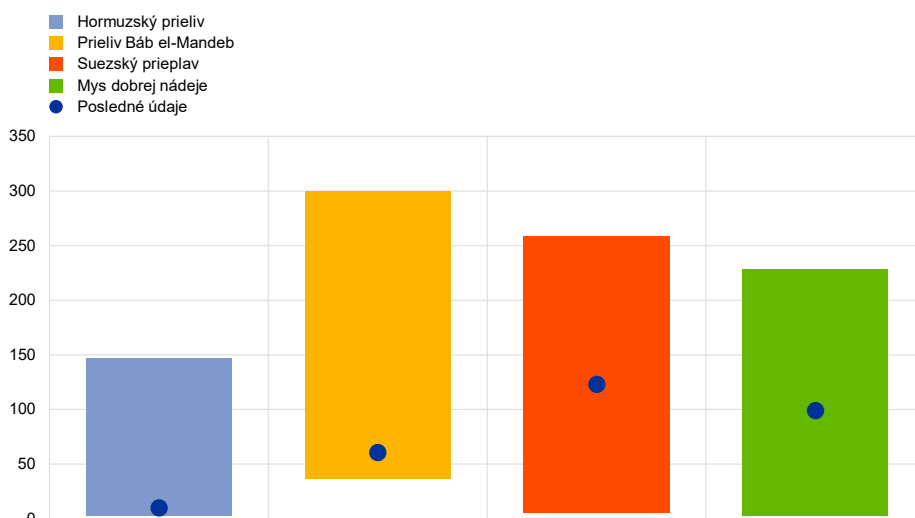
Prvé údaje z vysokofrekvenčného sledovania pohybu plavidiel naznačujú, že počet tankerov prechádzajúcich Hormuzským prielivom prudko klesol a globálne náklady na prepravu ropy výrazne stúpili (graf 2). Vplyv na globálny obchod s tovarom sa však zdá byť obmedzený, keďže kontajnerové lode, ktoré sa v súčasnosti nachádzajú v Perzskom zálive, predstavujú približne len 1,6 % celosvetovej kapacity kontajnerovej dopravy. Veľká časť lodnej dopravy zostáva presmerovaná cez Mys Dobrej nádeje jednak z dôvodu obmedzenia prevádzky v Suezskom prieplave v dôsledku predchádzajúcich napätých vzťahov v regióne, ako aj pre intenzívnejšie bezpečnostné riziká v prielive Báb el-Mandeb od roku 2023, ktoré súvisia s útokmi húsíjckych rebelov na dopravné lode.

Graf 2

Globálna lodná doprava a ceny

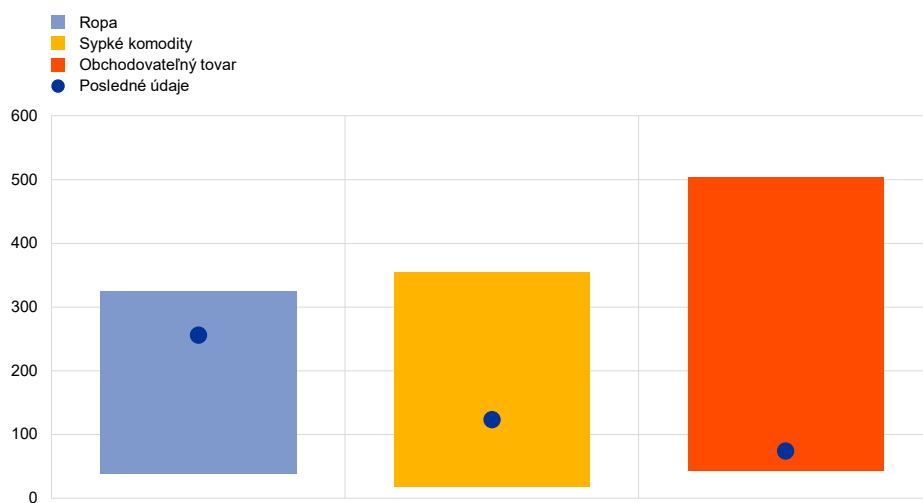
a) Počet prechodov plavidiel cez hlavné námorné úžiny

(indexy, 2025 = 100)



b) Náklady na námornú dopravu

(indexy, 2025 = 100)



Zdroj: MMF, Haver Analytics, Baltic Exchange Indices a výpočty ECB.

Poznámka: V paneli a) počet prechodov plavidiel zahŕňa všetky typy plavidiel. V paneli b) sa pod pojmom „sypké komodity“ rozumie náklad, ako napríklad obilniny. Podkladové údaje vyjadrujú náklady na prenájom plavidla na prepravu daného nákladu v globálnom meradle. V oboch paneloch stĺpce znázorňujú rozpätie medzi minimom a maximom. Tieto rozpätia sa počítajú od 1. januára 2019. Modré body označujú posledné dostupné údaje. Posledné údaje v paneli a) sú z 15. marca 2026 a v paneli b) z 18. marca 2026.

Podľa odhadov sa v dôsledku vojny na Blízkom východe zníži rast globálneho reálneho HDP o 0,4 percentuálneho bodu v priebehu nasledujúcich dvoch rokov. Tento vývoj odzrkadľuje negatívne účinky na rast vyplývajúce z očakávaného vývoja cien energetických komodít.² Potláča pozitívne účinky prenosu silnejšieho než očakávaného rastu na konci roku 2025 a miernej podpory nižších amerických cieľ. Rast globálneho reálneho HDP by sa mal podľa projekcií spomaliť z 3,6 % v roku 2025 na 3,3 % v roku 2026 a následne zostať stabilný, pričom v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami by mal zostať v zásade nezmenený.³

Neistota spojená s vojnou viedla k zväčšeniu rizík poklesu globálneho rastu a zároveň zvýšenia inflácie. Riziká spojené s vojnou na Blízkom východe sa javia ako prevažne asymetrické, pričom pravdepodobnosť väčších závažných dôsledkov je vyššia než pravdepodobnosť miernejších dôsledkov. Naopak, ostatné kľúčové makroekonomické a finančné riziká, ako sú clá, vývoj v oblasti umelej inteligencie a vplyvy hospodárskych politík, zostávajú podobne ako v predchádzajúcich projekciách obojstranné a vyvážené.

Pred vojnou sa celková inflácia v členských krajinách OECD ďalej znižovala, a to najmä vďaka nižším cenám energií. Ročná miera inflácie meraná indexom spotrebiteľských cien (CPI) v členských krajinách OECD bez Turecka klesla v januári na 2,1 % z decembrových 2,4 %. Hoci k nižšej miere inflácie prispeli všetky zložky, najvýraznejší vplyv mal pokles cien energií (graf 3).

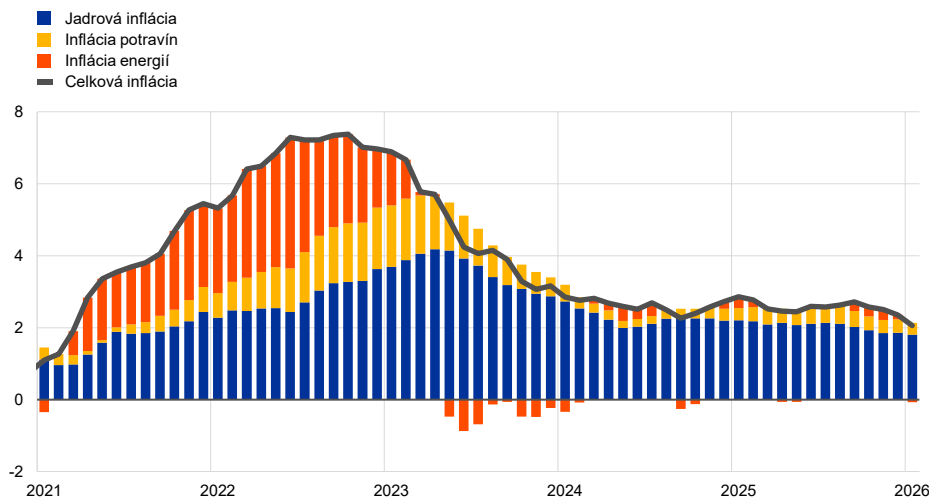
² Budúce ceny energetických komodít za horizontom jedného roka sú vojnou ovplyvnené menej než spotové ceny, čo pravdepodobne odráža očakávania investorov, že narušenia spôsobené vojnou sa v tomto období vyriešia. Tento pohľad potvrdzuje aj hustota rozdelenia implikovaná cenami opcí, ktoré naznačujú, že strednodobé riziká budúceho vývoja cien, najmä cien ropy, zostávajú vyvážené, zatiaľ čo krátkodobé riziká sú výrazne vychýlené smerom nahor.

³ Ďalšie podrobnosti sú v [Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2026](#).

Graf 3

Inflácia CPI v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

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

Očakáva sa, že klesajúci trend inflácie v členských krajinách OECD sa

v dôsledku energetického cenového šoku spôsobeného vojnou čoskoro

obrúti. Pre energetický cenový šok došlo k revízii projektovanej celkovej inflácie

meranej indexom spotrebiteľských cien na nasledujúce dva roky smerom nahor.⁴

Tento rok bol inflačný vplyv vyšších cien energií zatiaľ čiastočne kompenzovaný

nižšími než očakávanými hodnotami inflácie a účinkami znížených ciel. Predpokladá

sa, že globálna celková inflácia zostane v roku 2026 na úrovni 3,1 %, čo je rovnaká

hodnota ako v minulom roku, a následne klesne v roku 2027 na 2,7 % a v roku 2028

na 2,5 %.

Predpokladá sa, že v roku 2026 sa rast globálneho dovozu spomalí, keďže

účinky predzásobenia dovozmi postupne odznejú a prejaví sa negatívne

účinky ciel a vojny. Štvrťročné tempo rastu celosvetového dovozu sa v druhej

polovici roka 2025 prudko spomalilo, hoci údaje za tretí štvrťrok boli o niečo lepšie,

ako sa pôvodne odhadovalo. Rast globálneho dovozu by sa mal podľa projekcií

v priebehu roka 2026 postupne normalizovať a následne sa ustáliť. V období rokov

2027 – 2028 sa očakáva, že globálny dovoz porastie v súlade s globálnou

hospodárskou aktivitou. Globálny dovoz v roku 2025 vzrástol o 5,0 %, čo je

podstatne viac, ako sa očakávalo v decembri 2025 (viac o 0,6 percentuálneho bodu).

Predpokladá sa, že tempo jeho rastu sa v roku 2026 spomalí na 2,3 % a následne

sa v roku 2027 opäť zvýši na 2,9 % a v roku 2028 na 3,2 %.

V Spojených štátoch amerických došlo v poslednom štvrťroku 2025

k spomaleniu rastu reálneho HDP, a to najmä v dôsledku prerušenia činnosti

federálnej vlády. Hospodárska aktivita sa medzištvrťročne výrazne spomalila na

⁴ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB v prípade celkovej inflácie CPI zahŕňajú širšiu skupinu krajín, najmä veľké rozvíjajúce sa trhové ekonomiky (napr. Čínu, Indiu, Brazíliu a Rusko), ktoré nie sú zahrnuté do inflácie CPI OECD.

0,2 %, oproti 1,1 % v treťom štvrtroku 2025. Prerušenie činnosti americkej vlády v októbri a novembri na 43 dní oslabilo hospodársku aktivitu z dôvodu výrazného poklesu vládnych výdavkov. Spotrebiteľské výdavky sa však v poslednom štvrtroku udržali na relatívne silnej úrovni a boli hlavným motorom domáceho dopytu aj napriek miernemu spomaleniu v porovnaní s tretím štvrtkom. Ďalej klesla aj miera úspor v Spojených štátoch a v poslednom štvrtroku dosiahla 3,6 %, čo je najnižšia hodnota za posledné štyri roky. K rastu však pozitívne prispeli súkromné investície do nerezidenčných nehnuteľností, ktoré podporil pretrvávajúci boom investícií v oblasti umelej inteligencie. Na rozdiel od začiatku roka 2025 bol príspevok čistého obchodu a zásob veľmi malý. V poslednom štvrtroku 2025 mierne klesol dovoz aj vývoz, v dôsledku čoho bol príspevok čistého vývozu v podstate neutrálny. Očakáva sa, že v prvom štvrtroku 2026 došlo k zrýchleniu rastu, a to najmä vďaka vyšším vládnym výdavkom súvisiacim so spätným vyplatením miezd federálnym zamestnancom po prerušení činnosti vládnych inštitúcií.

Ročná celková a jadrová inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien (CPI) v Spojených štátoch zostala vo februári nezmenená, celková inflácia na úrovni 2,4 % a jadrová na úrovni 2,5 %, čo zodpovedalo očakávaniam.

Inflácia v zložkách tovarov a služieb takisto zostala stabilná, hoci pokles cien ojazdených osobných a nákladných automobilov prekryl zvýšenie cien ostatných zložiek tovarov. Naznačuje to, že v Spojených štátoch sa americké clá naďalej premietajú do spotrebiteľských cien. Celková inflácia výdavkov na osobnú spotrebu (PCE), ktorá je preferovaným ukazovateľom inflácie Federálneho rezervného systému, vykazuje od začiatku minulého roka mierne rastúci trend. Celková ročná inflácia PCE dosiahla v decembri 2,9 % a jadrová inflácia 3,0 %. Nižšia váha zložiek bývania v koši PCE v porovnaní s košom CPI vysvetľuje rozdiel medzi týmito dvoma ukazovateľmi spotrebiteľskej inflácie. Je však neobvyklé, aby inflácia PCE prevýšila infláciu CPI. Naznačuje to, že relatívne nízke hodnoty inflácie CPI by mohli prameniť z problémov súvisiacich so zberom údajov o službách, cenách a nájmom. Údaje o inflácii CPI by sa preto mali interpretovať s opatrnosťou. Medzitým pokles miery voľných pracovných miest vo všetkých sektoroch ďalej uvoľnil situáciu na trhu práce, čo by malo podporiť dezinfláciu.

V Číne vysoké preventívne úspory naďalej spôsobujú tlmený dopyt domácností.

Rast reálneho HDP v poslednom štvrtroku 2025 prekvapil priaznivejším vývojom a dosiahol 1,2 %, pričom zostal celkovo porovnateľný s rastom 1,1 % zaznamenaným v predchádzajúcom štvrtroku. Jeho hlavným motorom bol najmä odolný vývoz, ktorý by mal byť podľa očakávaní podporou rastu aj v prvom štvrtroku 2026. Vysokofrekvenčné ukazovatele spotreby naznačujú určité oslabenie, keďže dôvera spotrebiteľov zostáva nízka a výrazne pod úrovňou pred pandémie COVID-19. Maloobchodné tržby zostávajú slabé, najmä v segmente domáceho predaja automobilov, zatiaľ čo spotreba služieb si zachováva väčšiu odolnosť. Čínske orgány však naďalej uprednostňujú opatrenia zamerané na stranu ponuky, pričom ich cieľ rastu na rok 2026 sa v rámci nového päťročného plánu na roky 2026 až 2030 pohybuje v rozmedzí 4,5 % – 5 %. Tento relatívne nízky cieľ rastu naznačuje, že čínski tvorcovia politiky akceptujú štrukturálne pomalší rast, čo znižuje potrebu krátkodobých stimulačných opatrení. Čínske orgány opätovne potvrdili svoj zámer presmerovať rast viac smerom k spotrebe, hoci konkrétne opatrenia sú zatiaľ

skôr skromné. Fiškálna podpora investícií by pritom mala zostať na vysokej úrovni, a to najmä v high-tech a strategických sektoroch, ako sú umelá inteligencia, mikročipy, pokročilé výrobné technológie, biotechnológie a digitálna ekonomika. Čína však zároveň ďalej čelí rastúcim cenám energetických komodít. Dováža približne tri štvrtiny svojej spotreby ropy a približne polovica jej dovozu ropy a 16 % dovozu plynu prechádza Hormuzským prielivom. Tento negatívny vplyv však môže zmierniť rozsiahla domáca ťažba uhlia, rastúca kapacita výroby energie z obnoviteľných zdrojov, ako aj schopnosť diverzifikovať dodávateľov energetických komodít. Celková inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien v Číne vo februári výrazne vzrástla a deflácia výrobných cien ďalej ustupovala. Ročná miera celkovej inflácie CPI sa vo februári zvýšila na 1,3 % oproti 0,2 % v predchádzajúcom mesiaci, a to v dôsledku dočasných faktorov, medzi ktoré patrili aj bázické efekty súvisiace s termínom lunárneho nového roka. Jadrová inflácia (bez cien potravín a energií) sa vo februári vyšplhala na 1,8 %, z januárových 0,8 %, hlavne z dôvodu rastúcich cien služieb v cestovnom ruchu. Ceny výrobcov sa vo februári medziročne znížili o 0,9 %, čo predstavovalo menší pokles v porovnaní so znížením 1,4 % zaznamenaným v predchádzajúcom mesiaci.

Reálny rast HDP v Spojenom kráľovstve zostal v poslednom štvrtroku 2025 slabý, zatiaľ čo inflácia začiatkom roka 2026 výrazne klesla. Reálny rast HDP sa v poslednom štvrtroku 2025 okrajovo zvýšil o 0,1 %, pričom poukazuje na stabilné, hoci naďalej tlmené tempo rastu. Súkromný dopyt bol slabý, čo súviselo s pomalším rastom súkromnej spotreby a nižšími súkromnými investíciami. Vzhľadom na pokles vývozu a nárast dovozu mal čistý vývoz negatívny vplyv na hospodársku aktivitu. Určitú podporu zabezpečili verejné výdavky, keď došlo k výraznému rastu verejných investícií. Hospodárska aktivita sa v prvom štvrtroku 2026 pravdepodobne mierne oživila, prudký nárast cien energií však túto dynamiku v nasledujúcich štvrtrokoch zrejme oslabí. Celková inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien sa v januári výrazne zmiernila na 3,0 % oproti decembrovým 3,4 %, a to najmä v dôsledku nižšej inflácie cien energií a potravín. Klesla aj základná inflácia, ale v menšej miere.

2 Hospodárska aktivita

Hospodárska aktivita eurozóny vykazovala v priebehu roka 2025 stabilný rast, pričom reálny HDP stúpol v priemere o 1,5 % oproti 0,9 % v roku 2024. V poslednom štvrtroku 2025 vzrástol reálny HDP medzištvrtročne o 0,2 %, resp. po vylúčení volatilných írskych údajov o 0,4 %. Rast bol podporený silnejším domácim dopytom vrátane solídneho príspevku súkromnej spotreby a investícií. Krátkodobé ukazovatele sa však na konci roka 2025 a začiatkom roka 2026 znížili. Výrazne sa oslabila mesačná produkcia, na rozdiel od výsledkov z prieskumov, ktoré zostali pozitívne a naznačovali pokračujúci rast pred vypuknutím vojny na Blízkom východe. Najnovšie informácie v súhrne zodpovedajú miernemu rastu HDP v prvom štvrtroku 2026. Zmena situácie na Blízkom východe výrazne zvýšila neistotu týkajúcu sa výhľadu od druhého štvrtroka. V prvej polovici marca prudko vzrástli trhové ukazovatele neistoty a miera geopolitického rizika. Skúsenosti z minulých nepriaznivých energetických šokov naznačujú, že následný pokles reálnych príjmov a oslabenie dôvery by mohli výrazne negatívne ovplyvniť súkromnú spotrebu. Sila týchto účinkov bude závisieť jednak od intenzity a trvania konfliktu a jednak od toho, ako sa premietne do ekonomiky. Pozitívnym faktorom je, že priaznivá finančná situácia domácností a zvýšená úroveň úspor by mali pomôcť tlmieť dosah šoku na domácnosti. Pokiaľ ide o ostatné zložky dopytu, údaje z prieskumov zozbierané pred konfliktom naznačovali posilňovanie dopytu po nehnuteľnostiach na bývanie a rastúcu dôveru investorov. Okrem toho dodatočná fiškálna podpora, vplyv programu Next Generation EU (NGEU), odolné trhy práce a investície do digitalizácie, ako aj účinok predchádzajúcich znížení úrokových sadzieb by mali v nadchádzajúcich štvrtrokoch pomôcť zachovať dynamiku investícií. Situácia na trhu práce zostáva stabilná napriek tomu, že dopyt po pracovnej sile naďalej klesá. Miera nezamestnanosti sa v januári znížila na 6,1 % z decembrových 6,2 % a naďalej sa drží na historicky nízkej úrovni.

Tento výhľad sa v zásade odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2026, podľa ktorých má priemerný ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 0,9 % v roku 2026, 1,3 % v roku 2027 a 1,4 % v roku 2028. Ide o revíziu smerom nadol, najmä pre rok 2026, ktorá odráža globálne účinky vojny na komoditné trhy, reálne príjmy a dôveru. Rast by však mala ďalej podporovať nízka nezamestnanosť, dobrá finančná situácia súkromného sektora a verejné výdavky na obranu a infraštruktúru. Vojna na Blízkom východe výrazne zvýšila neistotu výhľadu, čo so sebou prináša riziká nárastu inflácie a spomalenia hospodárskeho rastu. Vzhľadom na veľmi vysokú mieru neistoty a skutočnosť, že vplyv konfliktu bude závisieť od jeho trvania a intenzity, bol základný scenár doplnený o niekoľko ilustratívnych alternatívnych scenárov zverejnených spolu s projekciami odborníkov na internetovej stránke ECB.⁵

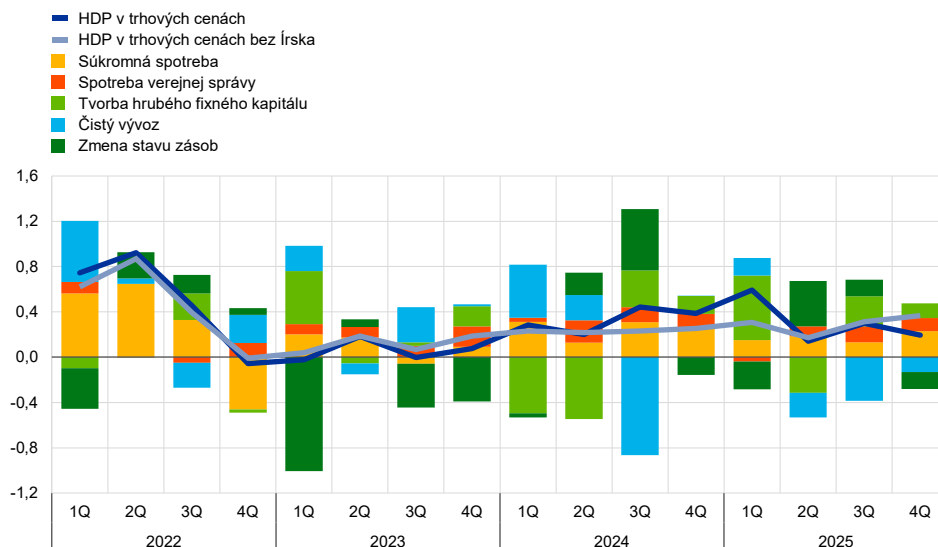
Podľa najnovších odhadov Eurostatu HDP eurozóny v poslednom štvrtroku 2025 ďalej rástol (graf 4). Reálny HDP sa medzištvrtročne zvýšil o 0,2 %, čo sa premietlo do priemernej ročnej miery rastu v roku 2025 na úrovni 1,5 % (po očistení od vplyvu počtu pracovných dní). Toto zlepšenie v porovnaní s rokom 2024 spolu so

⁵ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2026, zverejnené 19. marca 2026 na internetovej stránke ECB.

skutočnosťou, že rast HDP bol v minulom roku kladný vo všetkých štvrťrokoch, podčiarkuje odolnosť ekonomiky eurozóny napriek viacerým globálnym výzvam súvisiacim s geopolitikou a obchodom. Rast HDP bol podporený silnejším domácim dopytom v poslednom štvrťroku 2025, pričom všetky zložky domáceho dopytu prispeli kladne, zatiaľ čo čistý obchod aj zmeny zásob mali mierne negatívny vplyv. Rast produkcie ťahali najmä služby, a to predovšetkým v sektore informácií a komunikácie. Priemyselná výroba zostala tlmená, keďže ju priamo nepriaznivo ovplyvňovali vyššie clá a geopolitická neistota (pozri box 4 o vplyve neistoty v obchodnej politike na rast eurozóny). Dynamika v stavebníctve a v sektore renovácie bývania sa posilnila, k čomu prispeli aj verejné investície. Napriek výrazným rozdielom medzi krajinami bol rozptyl rastu reálneho HDP v eurozóne v poslednom štvrťroku 2025 menej výrazný než v predchádzajúcich štvrťrokoch. Výsledok eurozóny za posledný štvrťrok sa premietol do ročného rastu v roku 2026, pričom tento efekt prenosu predstavoval 0,3 %.

Graf 4 Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje HDP bez Írska, keďže írske údaje sú obzvlášť volatilné. Jednotlivé zložky však zobrazujú členenie HDP zahŕňajúce Írsko. Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2025.

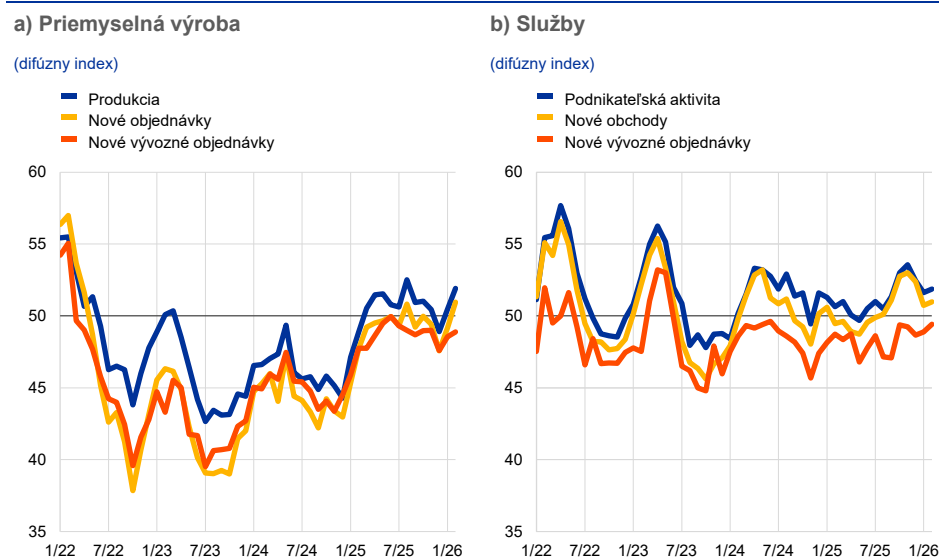
Krátkodobé ukazovatele sa na konci roka 2025 a začiatkom roka 2026 znížili.

Priemyselná výroba (bez stavebníctva) klesla medzimesačne v decembri 2025 o 0,6 % a v januári 2026 o 1,5 %. V dôsledku toho bola úroveň priemyselnej výroby v januári 2026 o 1,9 % nižšia ako jej priemerná úroveň za posledný štvrťrok 2025. Naopak, ukazovatele z prieskumov zostali v prvých dvoch mesiacoch roka 2026 pozitívnejšie. Kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre výrobu v eurozóne signalizoval v januári a februári stabilné zlepšovanie výrobných činností, a to tak v prípade aktuálnej produkcie, ako aj nových objednávok, zatiaľ čo nové vývozné objednávky zostali v pásme kontrakcie (graf 5, panel a). Ukazovateľ PMI pre sektor služieb v prvých dvoch mesiacoch roka zaznamenal mierne oslabenie oproti vysokej úrovni na konci roka 2025, napriek tomu sa však udržal nad hranicou 50 (graf 5,

panel b). Najnovšie informácie v súhrne zodpovedajú miernemu rastu HDP v prvom štvrťroku 2026.

Graf 5

Ukazovatele PMI v hospodárskych sektoroch



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.

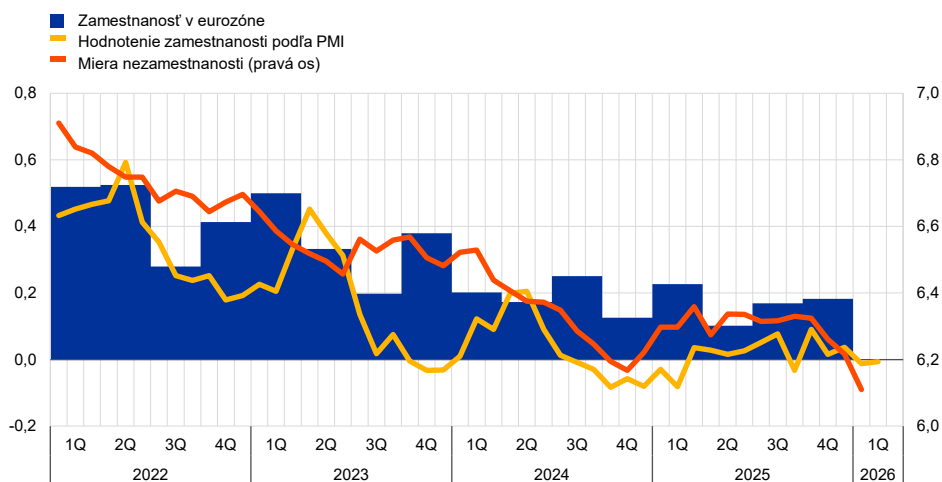
Poznámka: Posledné údaje sú z februára 2026.

Situácia na trhu práce zostáva celkovo stabilná napriek tomu, že dopyt po pracovnej sile naďalej klesá. V poslednom štvrťroku 2025 vzrástla zamestnanosť o 0,2 % a celkový počet odpracovaných hodín o 0,6 % (graf 6). Pokračujúce spomalenie rastu zamestnanosti čiastočne odzrkadľuje oslabenie dopytu po pracovnej sile, pričom miera voľných pracovných miest sa v poslednom štvrťroku 2025 stabilizovala na úrovni na 2,2 % a už druhý štvrťrok po sebe zotrvala pod úrovňou zaznamenanou v poslednom štvrťroku 2019 pred vypuknutím pandémie. Počet osôb v produktívnom veku sa v poslednom štvrťroku 2025 opäť zvýšil, pričom januárové údaje naznačujú medzimesačnú stabilizáciu. V januári zároveň klesla miera nezamestnanosti na 6,1 % z decembrových 6,2 % a naďalej sa drží na historicky nízkej úrovni.

Graf 6

Zamestnanosť v eurozóne, hodnotenie zamestnanosti podľa PMI a miera nezamestnanosti

(ľavá os: medzištvrtročná percentuálna zmena, difúznny index; pravá os: v % pracovnej sily)



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

Poznámka: Dve krivky predstavujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. PMI je vyjadrený ako odchýlka od hodnoty 50 a následne vydelený desiatimi, čím sa meria medzištvrtročný rast zamestnanosti. Do údajov o miere nezamestnanosti je najnovšie zahrnuté aj Bulharsko, pričom táto zmena spôsobila pokles agregovanej úrovne eurozóny približne o 0,1 percentuálneho bodu. Posledné údaje o zamestnanosti v eurozóne sú zo štvrtého štvrtroka 2025, hodnotení zamestnanosti podľa PMI z februára 2026 a o miere nezamestnanosti z januára 2026.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce naznačujú tlmený rast zamestnanosti v prvom štvrtroku 2026.

Mesačný kompozitný ukazovateľ PMI pre zamestnanosť dosiahol v januári aj v decembri hodnotu 49,9, čo signalizuje stagnáciu rastu zamestnanosti v prvom štvrtroku tohto roka. Ukazovateľ PMI pre zamestnanosť v sektore služieb klesol na 50,3 z úrovne 51,3 na konci roka 2025. Ukazovateľ PMI pre zamestnanosť vo výrobnom sektore sa síce zotavil, ale zostal v pásme kontrakcie, keď podľa februárových údajov dosiahol 48,9 a jeho priemer za prvé dva mesiace roka bol 48,5.

Súkromná spotreba sa v poslednom štvrtroku 2025 posilnila, k čomu prispel rast reálnych príjmov a zotrvávanie nezamestnanosti blízko historického minima. Súkromná spotreba sa v poslednom štvrtroku 2025 zvýšila medzištvrtročne o 0,5 % po miernejšom raste o 0,2 % v treťom štvrtroku (graf 7, panel a). K tomuto rastu prispeli výdavky na služby aj na tovary. Pred vypuknutím vojny na Blízkom východe ukazovatele z prieskumov signalizovali v krátkodobom horizonte zachovanie dynamiky spotreby, konflikt však v súčasnosti prináša riziká zhoršenia budúceho výhľadu. Údaje z prieskumov naznačujú, že pozitívny vývoj v oblasti súkromnej spotreby pokračoval aj v prvých mesiacoch roka 2026, pričom ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie sa vo februári ďalej zlepšil. Pokiaľ ide o služby s intenzívnym osobným kontaktom, k oslabeniu ukazovateľov Komisie týkajúcich sa očakávaného dopytu došlo v službách spojených so stravovaním a nápojmi, zatiaľ čo v oblasti cestovných služieb a v menšej miere aj v oblasti ubytovacích služieb došlo k ich posilneniu. V súlade s týmito údajmi tak z prieskumu spotrebiteľských očakávaní vyplýva, že očakávania týkajúce sa dovolenkových nákupov zostali veľmi dobré. Z pohľadu ďalšieho vývoja čelí výhľad súkromnej spotreby výrazným nepriaznivým faktorom vyplývajúcim z dôsledkov vojny na

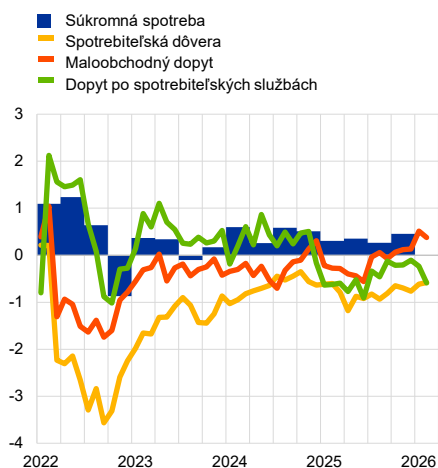
Blízkom východe. Zvýšená geopolitická neistota mohla negatívne ovplyvniť spotrebiteľskú dôveru, podobne ako pri predchádzajúcich geopolitických konfliktoch (graf 7, panel b). Okrem toho, vyššie ceny energií môžu tiež tmiť rast reálnych príjmov a obmedzovať výdavky domácností. Dynamiku súkromnej spotreby by však naďalej malo podporovať viacero faktorov. Prírastky reálnych príjmov akumulované v posledných rokoch spolu s aktuálnym vykompenzovaním strát reálneho bohatstva, ktoré vznikli počas inflačnej vlny v roku 2022, by mali prispieť k zmierneniu vplyvu energetického šoku na domácnosti a k podpore súkromnej spotreby, ktorá sa považuje za hlavný faktor rastu v strednodobom horizonte.

Graf 7

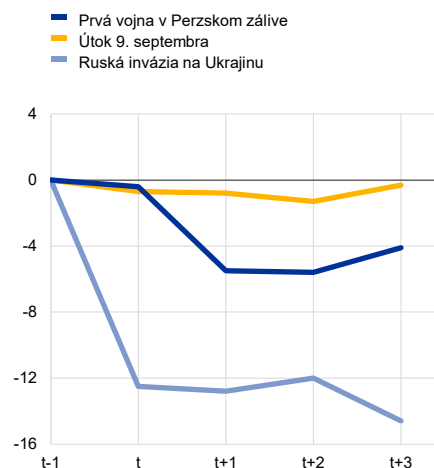
Spotreba domácností, očakávania podnikov a spotrebiteľov a spotrebiteľská dôvera v čase geopolitických konfliktov

a) Spotreba a dôvera domácností, očakávania podnikov b) Spotrebiteľská dôvera v súvislosti s geopolitickými konfliktmi

(medzištvrtročná percentuálna zmena; štandardizované percentuálne saldo)



(čisté percentuálne saldo)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: V paneli a) sa očakávajú podniky, pokiaľ ide o dopyt v maloobchode (okrem motorových vozidiel) a dopyt v službách vážených spotrebu, vzťahujú na nasledujúce tri mesiace. „Dopyt po spotrebiteľských službách“ vychádza z očakávaných sektorových ukazovateľov dopytu z podnikateľského prieskumu Európskej komisie v oblasti služieb, vážených podľa sektorových podielov na domácej súkromnej spotrebe z tabuliek vstupov a výstupov FIGARO za rok 2022. Rady údajov o maloobchodnom dopyte a spotrebiteľskej dôvere sú štandardizované na základe rokov 2005 až 2019 a rady údajov o maloobchodnom dopyte a spotrebiteľskej dôvere sú štandardizované na základe rokov 1999 až 2019. V paneli b) „prvá vojna v Perzskom zálive“ označuje udalosť, ktoré sa začali 2. augusta 1990, „útok 11. septembra“ označuje udalosť zo septembra 2001 a „ruská invázia na Ukrajinu“ označuje udalosť, ktoré sa začali 24. februára 2022. Keďže prieskum Európskej komisie sa realizuje počas prvých troch týždňov každého mesiaca, zmeny v dôvere sa vypočítavajú pre nasledujúce tri mesiace (t až t+3) v porovnaní s mesiacom pred začiatkom konfliktu (t-1), s výnimkou „ruskej invázie na Ukrajinu“, pri ktorej sa zmeny vypočítavajú v porovnaní s mesiacom, v ktorom sa konflikt začal (t). V prípade súkromnej spotreby sú posledné údaje zo štvrtého štvrtroka 2025 a v prípade všetkých ostatných ukazovateľov z februára 2026.

Podnikové investície na konci roka 2025 ďalej rástli a ich základný trend zostal pozitívny, hoci ho pravdepodobne oslabil konflikt na Blízkom východe.

Investície mimo stavebníctva (po vylúčení volatilných írskych nehmotných aktív) stúpili v poslednom štvrtroku 2025 medzištvrtročne o 0,4 % a za celý rok dosiahli medziročný rast o 2,2 % (graf 8, panel a). Rast v poslednom štvrtroku bol podporený nehmotnými aj hmotnými investíciami, pričom v prípade nehmotných investícií ide o ukazovateľ bez írskych produktov duševného vlastníctva. Rast hmotných investícií podporilo najmä zvýšenie investícií do strojov a zariadení. Na začiatku roka 2026, ešte pred vypuknutím konfliktu na Blízkom východe, celý rad ukazovateľov naznačoval pokračujúci rast investícií. Predbežné údaje z konferenčných hovorov

o hospodárskych výsledkoch dostupné do konca februára naznačovali v prvom štvrťroku zlepšenie nálady v oblasti investícií aj ziskov. Podobne aj PMI pre výrobu a aktivitu po útlme na konci roka 2025 zaznamenal v úvode tohto roka výrazné oživenie. Pomaly sa zlepšoval aj ukazovateľ dôvery Európskej komisie, a to najmä v sektore (hmotných) investičných tovarov, v súvislosti s očakávaniami rastu dopytu a dodatočnej fiškálnej podpory v niektorých krajinách. Dôvera medzi dodávateľmi nehmotných aktív zostala na vysokej úrovni vďaka rýchlemu pokroku v oblasti umelej inteligencie, ktorý naďalej stimuluje investície do digitalizácie (pozri box 5 a box 6). Pokiaľ ide o ďalší vývoj, obnovená neistota bude pravdepodobne tmiť investičnú aktivitu dovedy, kým bude pretrvávať konflikt na Blízkom východe.⁶ Zlepšené podmienky financovania, ďalšie očakávané stimulačné účinky programu NGEU na súkromné investície, prebiehajúce posilňovanie obranných kapacít v mnohých krajinách, ako aj pokračujúca digitalizácia a investičný cyklus poháňaný umelou inteligenciou by však v budúcnosti mali podporiť solídny rast investícií.

Investície do nehnuteľností na bývanie v poslednom štvrťroku 2025 výrazne vzrástli a očakáva sa, že v krátkodobom horizonte budú ďalej stúpať. Investície do nehnuteľností na bývanie sa v poslednom štvrťroku 2025 zvýšili medzištvrťročne o 2,3 % (graf 8, panel b). Rast investícií do nehnuteľností na bývanie bol zaznamenaný vo všetkých krajinách eurozóny, pričom mimoriadne výrazný bol v Taliansku, kde najnovšie údaje naznačujú, že investície do nehnuteľností na bývanie sa zvyšovali rýchlejšie aj v predchádzajúcich štvrťrokoch. V dôsledku toho bol rast investícií do nehnuteľností na bývanie v eurozóne ako celku revidovaný nahor, čo naznačuje, že nedávne oživenie je zrejme silnejšie, než sa pôvodne odhadovalo. Stavebná výroba a špecializované stavebné činnosti sa v poslednom štvrťroku zvýšili v priemere o 0,3 % viac ako v predchádzajúcom štvrťroku. Pokiaľ ide o budúcnosť, po januárovom poklese sa vo februári posilnil tak ukazovateľ Európskej komisie týkajúci sa najnovších trendov v stavebnej výrobe a špecializovaných stavebných činnostiach, ako aj ukazovateľ PMI pre produkciu v oblasti nehnuteľností na bývanie. Hoci počet stavebných povolení na rezidenčnú výstavbu v októbri a novembri v porovnaní s tretím štvrťrokom 2025 mierne poklesol, menej kolísavý medzitrojmesačný ukazovateľ sa udržal v pozitívnom pásme, čo je v súlade s ďalším oživením investícií do nehnuteľností na bývanie v blízkej budúcnosti. Toto hodnotenie je podporené aj zlepšujúcim sa spotrebiteľským sentimentom vo vzťahu k investíciám do nehnuteľností na bývanie. Prieskum spotrebiteľských očakávaní poukazuje na rastúcu atraktivnosť rezidenčných nehnuteľností ako investície. Spotrebiteľský prieskum Európskej komisie zároveň odhalil, že v prvom štvrťroku 2026 stúpol záujem domácností o kúpu alebo výstavbu nehnuteľnosti na bývanie, ako aj o renováciu a modernizáciu existujúcich nehnuteľností. Investície do rezidenčných nehnuteľností sa v porovnaní s ostatnými zložkami dopytu javia ako menej citlivé na bezprostredné dôsledky konfliktu na Blízkom východe. Ak by však šok pretrvával dlhšie, vyššie stavebné náklady a opätovný nárast neistoty by mohli negatívne ovplyvniť ďalší vývoj týchto investícií.

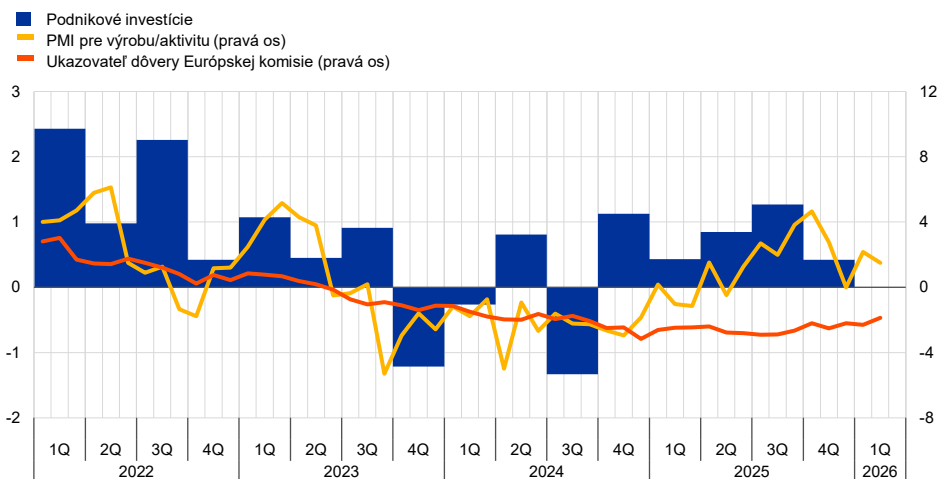
⁶ Po výraznom zvýšení na začiatku roka ukazovatele dôvery investorov Sentix v marci mierne klesli, no udržali sa na úrovniach zodpovedajúcich rastu, čo naznačuje, že investori na začiatku mesiaca nepovažovali konflikt na Blízkom východe za dlhodobý.

Graf 8

Dynamika reálnych investícií a údaje z prieskumov

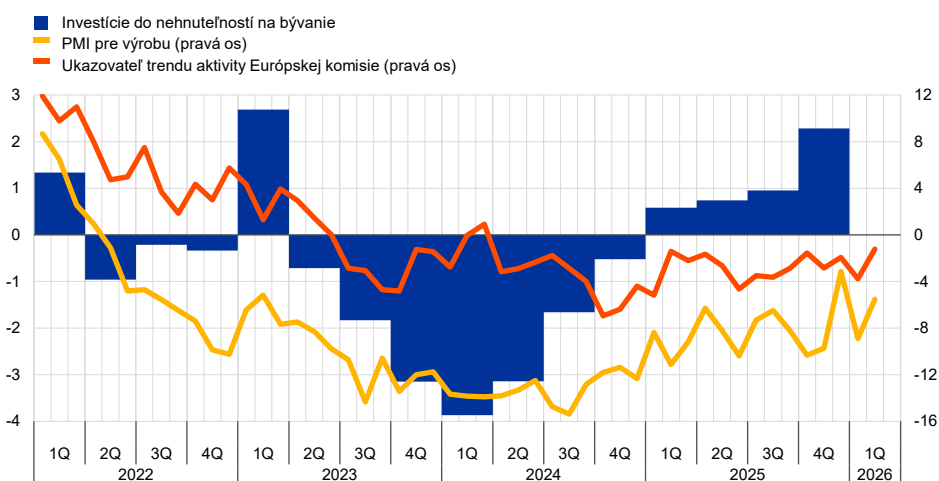
a) Podnikové investície

(medzištvrtročná percentuálna zmena; percentuálne saldá a difúznny index)



b) Investície do bývania

(medzištvrtročná percentuálna zmena; percentuálne saldá a difúznny index)



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

Poznámka: Krivky označujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. PMI sú vyjadrené ako odchýlka od hodnoty 50.

V paneli a) sa podnikové investície merajú nestavebnými investíciami bez írskeho nehmotného majetku. Krátkodobé ukazovatele predstavujú vážené priemery údajov zo sektora investičného tovaru (dodávateľ hmotných aktív) a sektora informačných a komunikačných technológií (hlavný dodávateľ nehmotných aktív); váhy zodpovedajú podielom hmotných a nehmotných aktív v nestavebných investíciách v rokoch 2024 a 2025. Sektor informačných a komunikačných technológií sa vypočítava ako vážený priemer týchto podsektorov: vydavateľská činnosť (NACE J58), programovanie a poradenstvo v oblasti informatiky (NACE J62) a informačné činnosti (NACE J63) v prípade ukazovateľa dôvery Európskej komisie a NACE J62 iba v prípade ukazovateľa PMI pre výrobu/aktivitu, podľa dostupnosti údajov. Ukazovateľ dôvery Európskej komisie je normalizovaný na priemer za roky 2015 až 2019 a štandardnú odchýlku radov údajov. V paneli b) sa krivka ukazovateľa trendu aktivity Európskej komisie vzťahuje na vážený priemer hodnotenia trendu aktivity v stavebníctve a špecializovanej výstavbe za predchádzajúce tri mesiace. Krivka bola preškálovaná tak, aby mala rovnakú štandardnú odchýlku ako index PMI. Krivka indexu PMI pre výrobu sa týka aktivity v oblasti nehnuteľností na bývanie. Posledné údaje v prípade investícií sú zo štvrtého štvrtroka 2025 a v prípade PMI pre výrobu a ukazovateľov Európskej komisie sú z februára 2026.

Vývoz eurozóny naďalej obmedzujú clá Spojených štátov, minulé zhodnotenie eura a slabý globálny dopyt.

Celkový vývoz eurozóny sa v poslednom štvrtroku 2025 znížil o 0,4 %, a to najmä v dôsledku mierneho medzištvrtročného poklesu vývozu tovarov o 0,9 %. Tento vývoj odráža korekciu prudkého nárastu vývozu farmaceutických výrobkov z Írska do Spojených štátov zaznamenaného v septembri minulého roka. V prostredí konkurenčných tlakov na čínskom trhu klesol aj vývoz do

Číny. Vojná na Blízkom východe predstavuje riziko narušenia obchodu a tokov ropy, čo by mohlo prehýbiť nepriaznivý vplyv na obchod v eurozóne. Celkový dovoz v poslednom štvrtroku 2025 mierne klesol o 0,2 %, v dôsledku medzištvrtročného zníženia dovozu služieb o 0,6 %. Zároveň pokračoval pokles dovozných cien, ktoré sa v novembri medziročne znížili o 2,3 %, čo odzrkadľuje vplyv predchádzajúceho posilnenia eura a tlaky na pokles cien prichádzajúce z Číny. Výhľadovo ukazovatele z prieskumov naďalej signalizujú slabý vývoj nových vývozných objednávok vo výrobe aj v službách.

Vojna na Blízkom východe negatívne vplyva na reálne príjmy a dôveru. Viedlo to k revízii spotreby a investícií v základnom scenári projekcií smerom nadol, najmä na rok 2026. V alternatívnych scenároch, ktoré počítajú s väčším a dlhodobjším energetickým šokom, by bol tento vplyv ešte silnejší. V roku 2026 sa v dôsledku konfliktu očakáva nižšia rast HDP, čo odráža šoky spojené s cenami energií, dôverou a neistotou. V súlade s trhovými očakávaniami k dátumu uzávierky 11. marca sa predpokladá, že vplyv energetického šoku bude dočasný, zatiaľ čo výhľad naďalej podporujú dodatočné verejné výdavky na infraštruktúru a obranu, zdravá bilancia súkromného sektora a robustný trh práce. Ročný rast reálneho HDP by mal podľa projekcií dosiahnuť 0,9 % v roku 2026, 1,3 % v roku 2027 a 1,4 % v roku 2028. V porovnaní s projekciami z decembra 2025 bol rast HDP na rok 2026 upravený nadol o 0,3 percentuálneho bodu a na rok 2027 o 0,1 percentuálneho bodu. Vzhľadom na veľmi vysokú mieru neistoty a skutočnosť, že vplyv konfliktu bude výrazne závisieť od jeho trvania a intenzity, je základný scenár nutné vnímať skôr ako jeden z viacerých možných výsledkov než ako ten najpravdepodobnejší. Na posúdenie rizík zhoršenia základného scenára bolo vypracovaných niekoľko ilustračných alternatívnych scenárov, ktoré zohľadňujú odlišné predpoklady o trvaní, intenzite a ekonomickom prenose konfliktu. Analýza scenárov naznačuje, že dlhšie trvajúce narušenie dodávok ropy a zemného plynu by viedlo k nižšiemu rastu HDP oproti základným projekciám.

Ročná miera celkovej inflácie eurozóny meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) sa naďalej pohybuje v blízkosti strednodobého cieľa Rady guvernérov 2 %. Vo februári 2026 vzrástla z januárových 1,7 % na 1,9 %, odrážajúc nárast inflácie cien energií a inflácie HICP bez energií a potravín (HICPX), zatiaľ čo inflácia cien potravín klesla.⁷ Inflácia HICPX sa vo februári zvýšila z januárových 2,2 % na 2,4 % v dôsledku nárastu inflácie cien tovarov i služieb. Ukazovatele základnej inflácie sa v posledných mesiacoch takmer nezmenili a sú naďalej v súlade s naším dvojpercentným strednodobým cieľom. Ročný rast kompenzácií na zamestnanca sa v poslednom štvrtroku 2025 znížil na 3,7 %, zo 4,0 % v predchádzajúcom štvrtroku. Rast kompenzácií na zamestnanca za rok 2025 tak predstavuje 3,9 %, čo je pokles oproti 4,5 % v roku 2024.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2026 má celková inflácia vzrásť z 2,1 % v roku 2025 na 2,6 % v roku 2026, následne má klesnúť na 2,0 % v roku 2027 a neskôr mierne vzrásť na 2,1 % v roku 2028. V porovnaní s projekciami z decembra 2025 bola celková inflácia vzhľadom na dôsledky vojny na Blízkom východe upravená nahor. Z dôvodu veľmi vysokej miery neistoty a vysokej závislosti inflačného výhľadu od dĺžky trvania a intenzity konfliktu je základný scenár projekcií doplnený niekoľkými alternatívnymi ilustračnými scenármi vývoja, ktoré sú spolu s projekciami odborníkov ECB zverejnené na internetovej stránke ECB.⁸

Inflácia HICP eurozóny sa vo februári 2026 zvýšila z januárových 1,7 % na 1,9 % (graf 9). Tento nárast bol spôsobený vývojom inflácie cien energií a inflácie HICPX, zatiaľ čo inflácia cien potravín mierne klesla. Ročná miera zmeny cien energií bola vo februári na úrovni -3,1 %, v porovnaní s -4,0 % v januári. Zostala tak záporná, hoci v menšej miere, odrážajúc kladný bazický efekt. Inflácia cien potravín mierne klesla z 2,6 % v januári na 2,5 % vo februári. V rámci zložky potravín došlo k poklesu ročnej miery zmeny cien spracovaných potravín z 2,0 % v januári na 1,8 % vo februári, čím sa vykompenzoval nárast cien nespracovaných potravín v rovnakom období zo 4,2 % na 4,6 %. Inflácia HICPX sa vo februári zvýšila z januárových 2,2 % na 2,4 %. Príčinou je nárast inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov (non-energy industrial goods – NEIG), ako aj inflácie cien služieb. K zvýšeniu inflácie NEIG z 0,4 % v januári na 0,7 % vo februári prispeli najmä odevy, motorové vozidlá, šperky a hodinky, počítače a ďalšie informačné a komunikačné zariadenia. Inflácia cien služieb sa za rovnaké obdobie zvýšila z 3,2 % na 3,4 %. Príčinou bola zložka rekreačných služieb – predovšetkým ubytovanie – a doprava, ktorých rast bol čiastočne vykompenzovaný mierne pomalším tempom rastu rôznych služieb a služieb bývania.

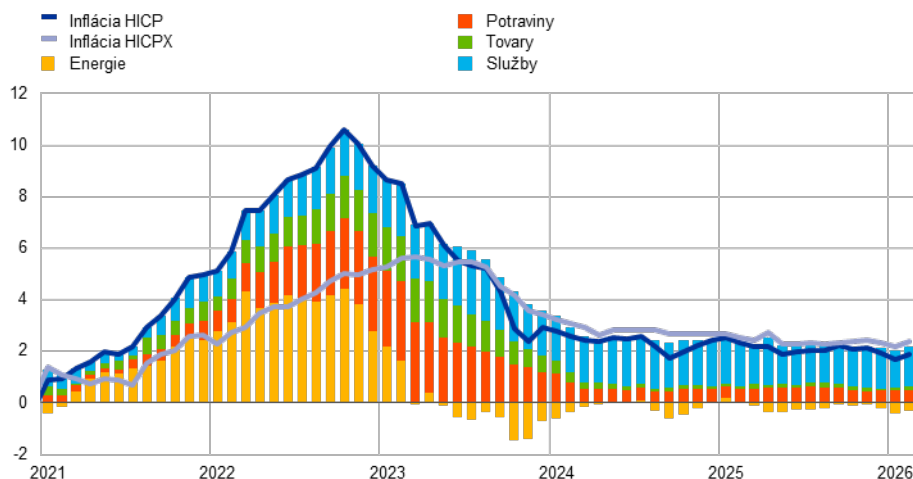
⁷ Redakčná uzávierka údajov uvedených v tomto čísle Ekonomického bulletinu bola 18. marca 2026. Podľa rýchleho odhadu zverejneného Eurostatom 31. marca 2026 sa ročná inflácia v eurozóne v marci 2026 zvýšila na 2,5 %.

⁸ [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2026](#), zverejnené 19. marca 2026 na internetovej stránke ECB.

Graf 9

Celková inflácia a jej hlavné zložky

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: „Tovar“ znamená neenergetické priemyselné tovary. HICPX: inflácia HICP bez energií a potravín. Posledné údaje sú z februára 2026.

Väčšina ukazovateľov základnej inflácie sa vo februári mierne zvýšila

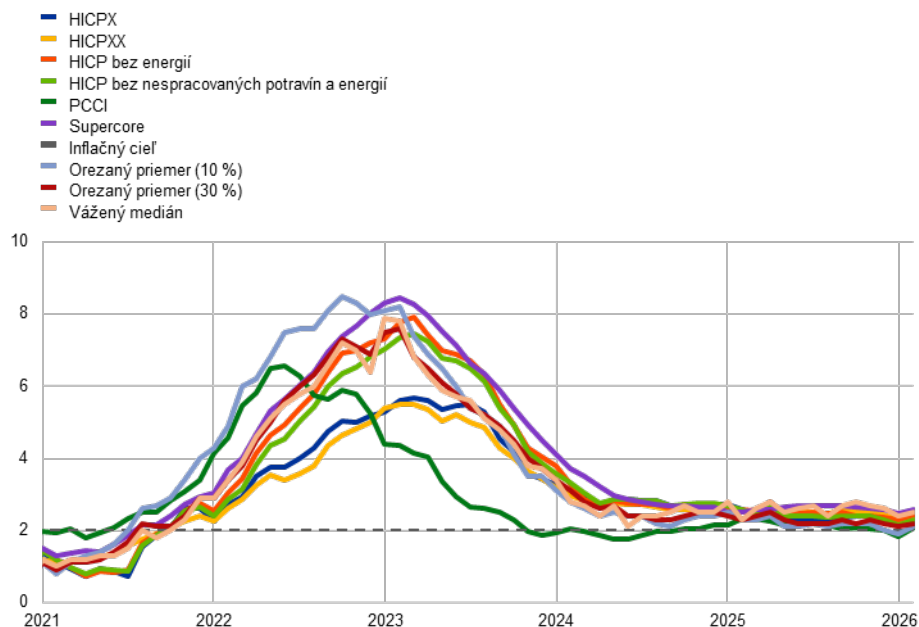
(graf 10).⁹ Spomedzi týchto ukazovateľov zostala nezmenená len inflácia HICP bez potravín a energií, položky súvisiace s cestovným ruchom a odevy. Niektoré ukazovatele mohli byť ovplyvnené dočasnými faktormi, napríklad olympijskými hrami. Nárast zaznamenali všetky ukazovatele založené na modeloch. Ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) sa vo februári zvýšil z januárových 1,8 % na 2,1 %. Ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus, vzrástol z 2,5 % na 2,6 %.

⁹ Hodnoty základných ukazovateľov inflácie v súčasnosti vychádzajú z druhej verzie Európskej klasifikácie individuálnej spotreby podľa účelu (European Classification of Individual Consumption According to Purpose – ECOICOP 2), ktorá obsahuje revidované historické váhy a do ktorej boli doplnené hazardné hry ako nová položka palety produktov zahrnutých do HICP. Tieto metodické zmeny majú za následok určité zníženie porovnateľnosti s predchádzajúcimi hodnotami, hoci v prípade hlavných agregátov by mal byť tento účinok obmedzený. Podrobnejšie informácie: Eurostat, *Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) effective January 2026*, Európska komisia, Luxemburg, 25. február 2026. Upravená bola aj metodika zostavovania ukazovateľa Supercore.

Graf 10

Ukazovatele základnej inflácie

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Šedá prerušovaná čiara predstavuje inflačný cieľ Rady guvernérov na úrovni 2 % v strednodobom horizonte.

HICPX: HICP bez energií a potravín; HICPXX: HICPX bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi. Posledné údaje sú z februára 2026.

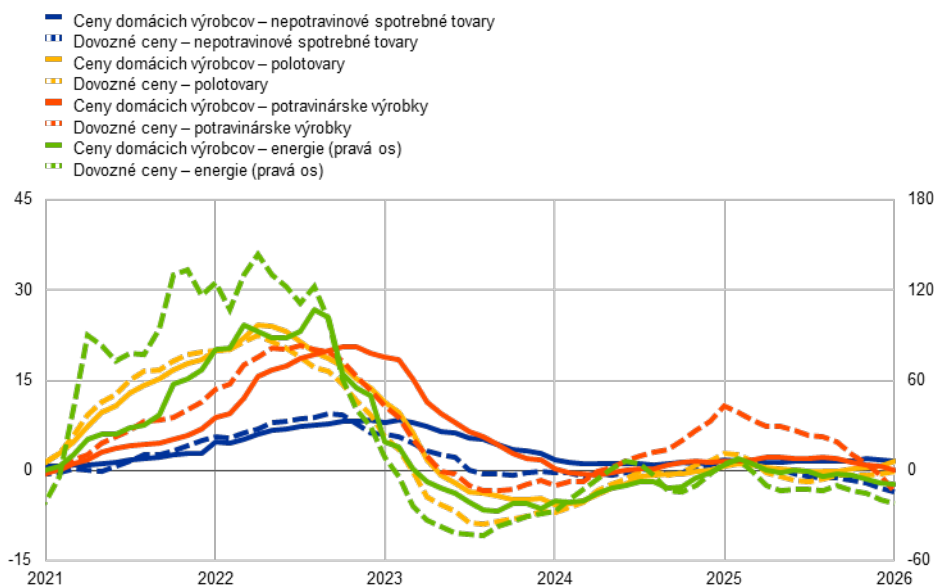
Pred eskaláciou vojny na Blízkom východe ukazovatele tlakov v cenovom reťazci poukazovali na zmierňovanie inflačných tlakov v neskorších fázach cenového reťazca (graf 11).

V počiatočných fázach cenového reťazca inflácia cien výrobcov energií klesla ďalej do záporného pásma, na -8,9 % v januári 2026 z -8,4 % v decembri 2025. V prípade polotovarov sú však tlaky naďalej zvýšené vzhľadom na nárast cien domácich výrobcov a dovozných cien. V neskorších fázach cenového reťazca z tlakov v prípade spotrebiteľských tovarov celkovo vyplývalo zmierňovanie, so znižovaním inflácie dovozných cien (-3,6 %) i inflácie cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov (1,6 %). Zároveň klesli aj ceny výrobcov spracovaných potravín (0,6 %), ako aj dovozné ceny spracovaných potravín, ktoré sa z maxima 10,6 % zaznamenaného v januári 2025 znížili na -3,6 % o rok neskôr. Táto dynamika odráža predchádzajúce zhodnocovanie eura a pravdepodobne aj väčšie zameranie Číny na eurozónu ako vývozný trh. Tieto údaje predchádzajú nedávny začiatok vojny na Blízkom východe. Predovšetkým vývoj cien energií a potravín, ako aj všeobecnejšie tlaky v cenovom reťazci, sú tak predmetom dôkladného monitorovania.

Graf 11

Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.
Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2026.

Domáce nákladové tlaky merané rastom deflátoru HDP sa v poslednom štvrtroku 2025 zvýšili na 2,5 %, z 2,4 % v predchádzajúcom štvrtroku (graf 12).

Tento vývoj je odrazom mierneho nárastu príspevku jednotkových ziskov (z 0,3 percentuálneho bodu na 0,5 percentuálneho bodu), zatiaľ čo príspevky jednotkových nákladov práce a jednotkových čistých daní zostali nezmenené. Vo vyjadrení mier rastu sa ročná miera rastu jednotkových ziskov prudko zvýšila, zatiaľ čo miera rastu jednotkových nákladov práce mierne klesla. Pokles bol spôsobený znížením miery rastu kompenzácií na zamestnanca (zo 4,0 % na 3,7 %), ktorý bol čiastočne vyvážený spomalením rastu produktivity práce (z 0,8 % na 0,6 %). Zníženie ročnej miery rastu kompenzácií na zamestnanca odrážal pokles príspevku zložky mzdového posunu z 1,9 percentuálneho bodu v treťom štvrtroku na 0,4 percentuálneho bodu v poslednom štvrtroku 2025, čím sa čiastočne vyvážilo zvýšenie rastu dojednaných miezd za rovnaké obdobie z 1,9 % na 3,0 %. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, mzdový monitor ECB, ktorý bol aktualizovaný údajmi o mzdových dohodách uzavretých do konca februára 2026, predstavoval 2,6 % (v porovnaní s predchádzajúcim vydaním mzdového monitora ide o zníženie o 0,1 percentuálneho bodu). Z toho vyplýva zmiernenie tlakov na rast dojednaných miezd v prvom polroku 2026 a ich stabilizácia na nižších úrovniach v roku 2026.¹⁰ Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2026 sa má ročná miera rastu kompenzácií na zamestnanca spomaliť z priemerných 3,9 % v roku 2025 na 3,1 % v poslednom štvrtroku 2026 a v rokoch 2027 a 2028 má zostať zhruba v blízkosti tejto úrovne.

¹⁰ [New data release: ECB wage tracker continues to suggest negotiated wage pressures easing in 2026, tlačová správa](#), ECB, 23. marec 2026.

Graf 12

Zložky deflátoru HDP

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámky: Príspevok kompenzácie na zamestnanca k zmenám jednotkových nákladov práce je kladný, príspevok produktivity práce záporný. Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2025.

Počas sledovaného obdobia od 18. decembra 2025 do 18. marca 2026 sa krátkodobé trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie (graf 13, panel a) v dôsledku nárastu cien energií v súvislosti s vojnou na Blízkom východe prudko zvýšili, zatiaľ čo dlhodobejšie inflačné očakávania zostali pevne ukotvené na úrovni 2 %. Po dlhšom období nízkej volatility sa krátkodobé trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie výrazne zvýšili v dôsledku prudkého nárastu cien energií po vypuknutí vojny na Blízkom východe. Hlavným faktorom zvýšenia bola neistota spojená s rozsahom a trvaním konfliktu. Do konca sledovaného obdobia jednoročná forwardová sadzba inflačne indexovaných swapov o jeden rok dosiahla 2,1 %, čo je o približne 40 bázických bodov viac ako na začiatku sledovaného obdobia. V prípade strednodobých a dlhodobejších splatností boli pohyby inflačnej kompenzácie menej výrazné. Konkrétne päťročná forwardová sadzba inflačne indexovaných swapov o päť rokov sa zvýšila o približne 10 bázických bodov, odrážajúc zmeny inflačných rizikových prémie i očakávaní. Po očistení od inflačných rizikových prémie však trhový ukazovateľ dlhodobejších inflačných očakávaní zostal pevne ukotvený na úrovni 2 %, čo podporuje ustálenie inflácie v blízkosti inflačného cieľa Rady guvernérov v strednodobom horizonte. Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za prvý štvrťrok 2026 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za marec 2026 zostal priemer a medián dlhodobejších inflačných očakávaní na úrovni 2 %.

Vnímanie minulej inflácie spotrebiteľmi, ako aj ich krátkodobé a strednodobé inflačné očakávania, zostali vo februári 2026 stabilné, alebo klesli (graf 13, panel b). Zber údajov v rámci prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB (ECB Consumer Expectations Survey – CES) sa skončil 2. marca, s nízkym percentom (3,5 %) odpovedí získaných od začiatku vojny na Blízkom východe 28. februára. Podľa prieskumu CES za február 2026 zostala mediánová miera vnímanej inflácie za

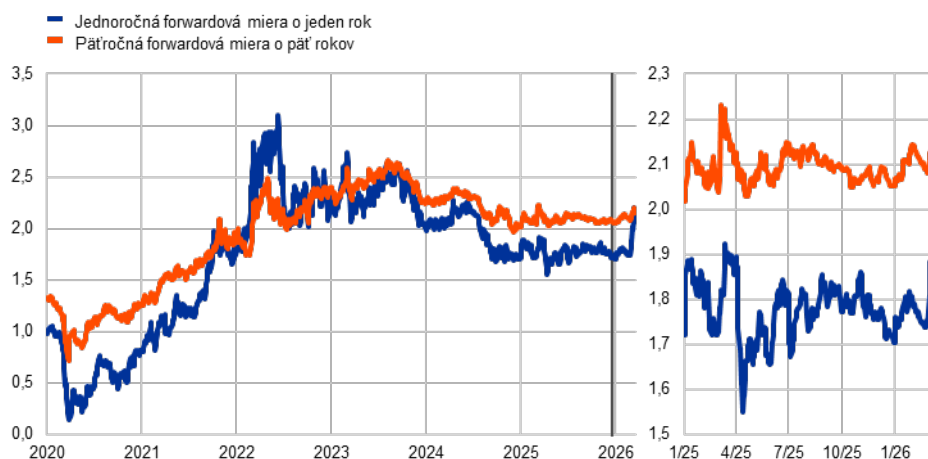
predchádzajúcich 12 mesiacov stabilná na úrovni 3,0 %.¹¹ Medián očakávaní inflácie na nasledujúcich 12 mesiacov a o tri roky sa v oboch prípadoch znížil z januárových 2,6 % na 2,5 %, zatiaľ čo medián očakávaní o päť rokov zostal nezmenený na úrovni 2,3 %.

Graf 13

Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie a inflačné očakávania spotrebiteľov

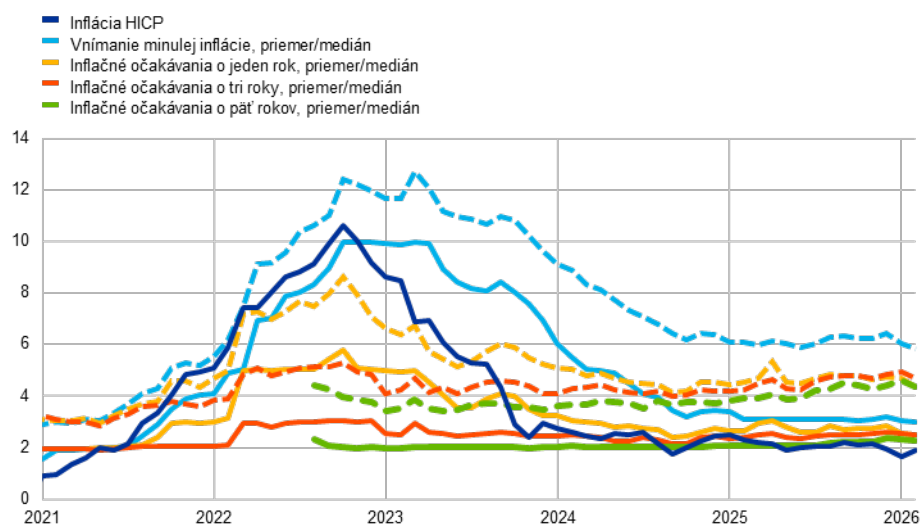
a) Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie

(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 časových horizontoch za eurozónu. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 18. decembra 2025. Prerušované čiary v paneli b) označujú priemer, neprerušované čiary medián. V prípade panela a) sú posledné údaje z 13. marca 2026 a v prípade panela b) z februára 2026.

Podľa projekcií z marca 2026 sa má celková inflácia zvýšiť z 2,1 % v roku 2025 na 2,6 % v roku 2026 a následne má klesnúť na 2,0 % v roku 2027, než v roku 2028 opäť stúpne na 2,1 % (graf 14). Vývoj v krátkodobom horizonte je ovplyvnený nedávnou eskaláciou vojny na Blízkom východe, ktorá spôsobila nárast cien energií.

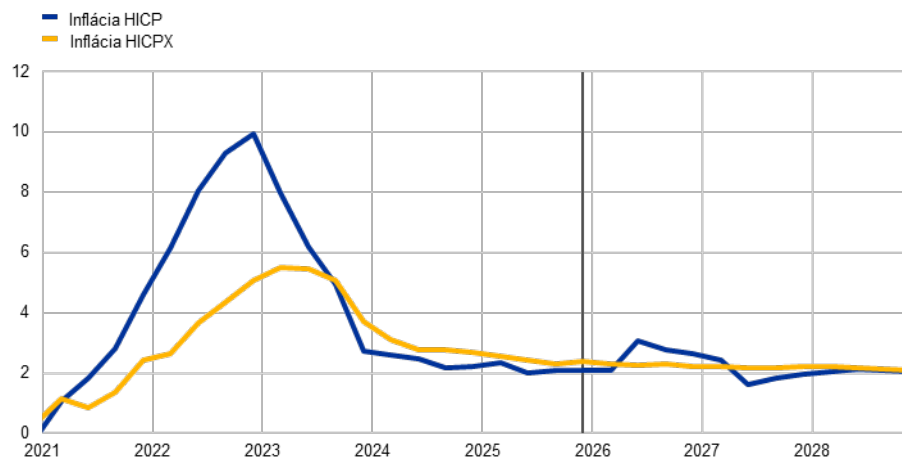
¹¹ Zber údajov v rámci prieskumu spotrebiteľských očakávaní z februára 2026 sa skončil 2. marca 2026.

V súlade s tým sa očakáva, že celková inflácia bude sledovať prudký rast inflácie cien energií v prvom polroku 2026 a zvýši sa z 2,1 % v prvom štvrťroku 2026 na 3,1 % v druhom štvrťroku, než sa v druhom polroku 2026 spomalí na 2,7 %. Vyššia priemerná miera inflácie projektovaná na rok 2026 súvisí s prudkým nárastom cien energií a s rastom inflácie cien potravín v neskoršej časti roka v dôsledku rastúcich tlakov v cenovom reťazci vyplývajúcich z cien energií a ďalších vstupných nákladov. Inflácia HICPX by sa mala stabilizovať na úrovni okolo 2,3 %, pričom nepriame účinky inflácie cien energií by mali byť obmedzené. Pokles celkovej inflácie v roku 2027 odráža najmä tlmiace bázické efekty a klesajúce ceny energií. Inflácia HICPX by sa mala nepatrne zmierniť, zatiaľ čo inflácia cien potravín by sa mala ďalej zvyšovať. Očakávaný nárast celkovej inflácie v roku 2028 odráža najmä výrazné zvýšenie inflácie cien energií v dôsledku fiškálnych opatrení súvisiacich s klimatickou transformáciou, najmä zavedením systému ETS2. V porovnaní s projekciami z decembra 2025 bola celková inflácia HICP na rok 2026 upravená o 0,7 percentuálneho bodu nahor, najmä v dôsledku inflácie cien energií. Oveľa menšie revízie nahor na roky 2027 a 2028 sú odrazom neenergetických zložiek. Revízia celkovej inflácie na roky 2027 a 2028 smerom nahor je odrazom oneskoreného premietania intenzívnejších nákladových tlakov vyšších cien energií do HICPX a potravinových zložiek. Očakáva sa, že inflácia HICPX zostane o niečo odolnejšia, no napriek tomu sa v každom roku sledovaného obdobia má zmierniť o 0,1 percentuálneho bodu, pričom klesne z 2,4 % v roku 2025 na 2,1 % v roku 2028. Revízia inflácie cien potravín a HICPX nahor čiastočne odráža obmedzenú úpravu nahor na základe úsudku odborníkov s cieľom zachytiť silnejšie účinky premietania vyšších cien energií, ktoré môžu byť pri použití štandardných modelovacích nástrojov v kontexte veľkých šokov v cenách energií mierne podhodnotené. Vzhľadom na veľmi vysokú mieru neistoty a silnú závislosť od trvania a intenzity konfliktu by sa základný scenár projekcií mal vykladať skôr ako jeden z niekoľkých pravdepodobných výsledkov, a nie ako ten najpravdepodobnejší. Na posúdenie rizík ohrozujúcich základný scenár boli vypracované ilustračné alternatívne scenáre vývoja, ktoré odrážajú rôzne predpoklady týkajúce sa trvania, intenzity a hospodárskych dôsledkov konfliktu. Z analýzy scenárov vyplýva, že dlhodobjšie narušenie dodávok energií spolu so silnejšími sekundárnymi účinkami by v strednodobom horizonte mohlo viesť k trvalejším inflačným tlakom.

Graf 14

Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2026](#).

Poznámka: Sivá zvislá čiara označuje posledný štvrťrok pred začiatkom sledovaného obdobia. Posledné údaje sú za štvrtý štvrťrok 2025 (skutočné údaje) a štvrtý štvrťrok 2028 (projekcie). Makroekonomické projekcie z marca 2026 boli dokončené 13. marca 2026; redakčná uzávierka technických predpokladov bola 11. marca 2026. Historické i projektované údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrtročnú periodicitu.

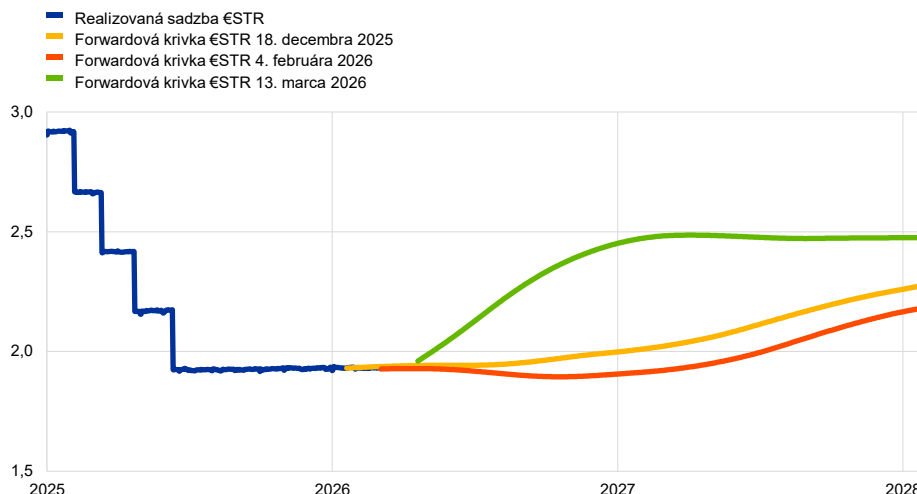
Finančné trhy eurozóny zaznamenali ku koncu sledovaného obdobia, ktoré trvalo od 18. decembra 2025 do 18. marca 2026, prudké a volatilné preceňovanie vyvolané vypuknutím vojny na Blízkom východe koncom februára. Toto preceňovanie bolo poznačené výrazným nárastom cien energií a hromadným predajom na akciových trhoch, ako aj vyššou inflačnou kompenzáciou a očakávaným zvýšením úrokových sadzieb. Kľúčovým faktorom ovplyvňujúcim súčasný aj budúci vývoj na trhu bola neistota spojená s rozsahom a trvaním konfliktu. Na konci sledovaného obdobia forwardová krivka krátkodobých bezrizikových eurových sadzieb zohľadňovala približne 50 bázičných bodov kumulatívneho zvýšenia úrokových sadzieb v eurozóne do konca roka 2026. Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov stúpili a výnosové spready sa rozšírili v prostredí zvýšenej neochoty podstupovať riziko, hoci rozdiely vo výnosoch medzi jednotlivými krajinami eurozóny zostali malé. Zatiaľ čo akcie eurozóny zostali celkovo odolné, výpredaj po vypuknutí vojny bol obzvlášť výrazný v sektoroch, ktoré sú vo veľkej miere závislé od energií. Spready podnikových dlhopisov sa v reakcii na neistotu súvisiacu s vojnou rozšírili. Na devízových trhoch sa euro oslabilo voči americkému doláru (-1,9 %), ako aj vážené obchodom (-1,6 %), čo čiastočne súviselo so šokom z podmienok obchodov s energiami vyvolaným vojnou na Blízkom východe.

Krátkodobé a dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne počas sledovaného obdobia stúpili v prostredí zvýšenej volatility spôsobenej vypuknutím vojny na Blízkom východe (graf 15). Po tom, čo Rada guvernérov na zasadnutiach v decembri 2025 a februári 2026 rozhodla o ponechaní troch kľúčových úrokových sadzieb ECB bezo zmien, dosiahla referenčná krátkodobá eurová sadzba (€STR) na konci sledovaného obdobia úroveň 1,93 %. Nadbytočná likvidita sa znížila približne o 91 mld. € na 2 379 mld. €, čo odrážalo najmä pokračujúci pokles portfólií cenných papierov držaných na účely menovej politiky. Hoci krátkodobé forwardové sadzby spočiatku klesali v období medzi decembrovým a februárovým zasadnutím Rady guvernérov, následne v dôsledku zvýšeného geopolitického napätia a rastúcich globálnych cien energií stúpili a prekonali predchádzajúci pokles. Eskalácia konfliktu na Blízkom východe viedla k prudkému prehodnoteniu očakávaní týkajúcich sa krátkodobých menovopolitických sadzieb. Z najnovšej forwardovej krivky sadzby €STR vyplýva kumulatívne zvýšenie úrokových sadzieb o 50 bázičných bodov do konca roka. Čo sa týka obdobia po roku 2027, posun forwardovej krivky €STR nahor pretrváva z dôvodu vysokej miery neistoty, pokiaľ ide o trvanie konfliktu, aj z dôvodu volatilného trhu s energiami. Celkovo sa desaťročná nominálna sadzba jednoduchých indexových swapov (OIS) počas sledovaného obdobia zvýšila približne o 10 bázičných bodov na 2,8 %.

Graf 15

Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



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

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

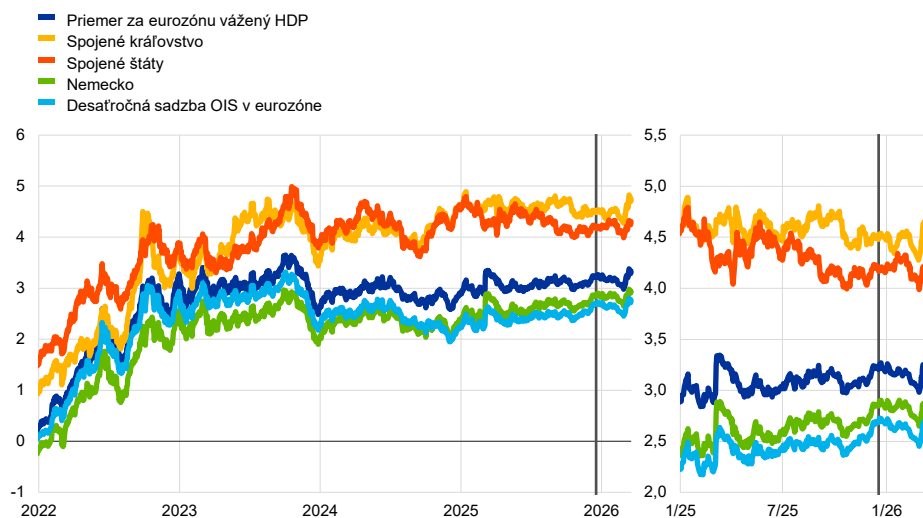
Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov stúpili a ich spready sa mierne rozšírili v dôsledku zvýšenej averzie voči riziku ku koncu sledovaného obdobia

(grafy 16 a 17). Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP sa v sledovanom období zvýšili zhruba o 15 bázických bodov a na konci obdobia dosiahli približne 3,3 %. Začiatkom sledovaného obdobia výnosy desaťročných štátnych dlhopisov v celej eurozóne celkovo sledovali bezrizikovú sadzbu jednoduchých indexových swapov (graf 17). Po vypuknutí vojny na Blízkom východe sa spready voči bezrizikovej sadzbe vo väčšine krajín eurozóny rozšírili. Naopak v Nemecku, ktoré ťažilo z tokov do bezpečných aktív, sa mierne zúžili. Rozptyl výnosov, meraný prierezovou štandardnou odchýlkou výnosov štátnych dlhopisov, však zostal v blízkosti relatívne nízkych úrovní zaznamenaných pred globálnou finančnou krízou. V Spojených štátoch sa výnosy desaťročných štátnych cenných papierov zvýšili približne o 15 bázických bodov a na konci sledovaného obdobia dosiahli 4,3 %, v súlade s všeobecným globálnym preceňovaním štátnych dlhopisov v dôsledku zvýšeného geopolitického napätia.

Graf 16

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

(v % p. a.)



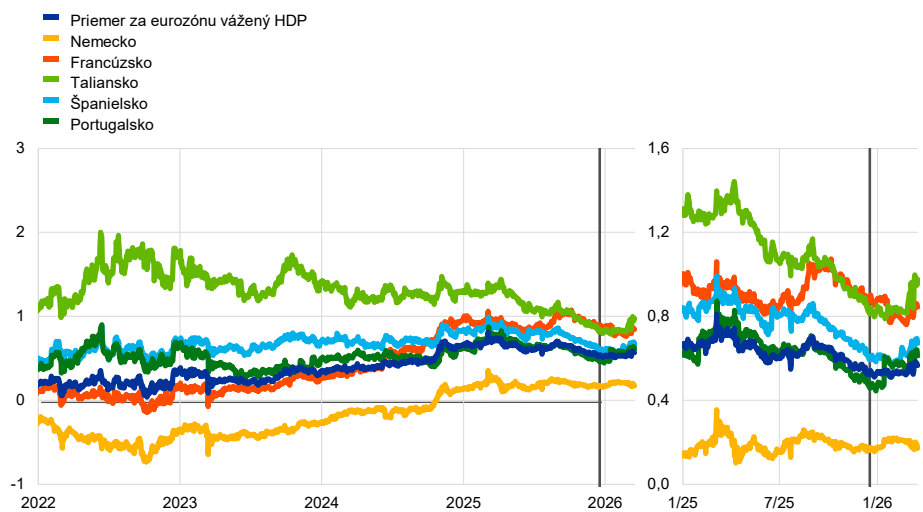
Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 18. decembra 2025. Posledné údaje sú z 18. marca 2026.

Graf 17

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

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 18. decembra 2025. Posledné údaje sú z 18. marca 2026.

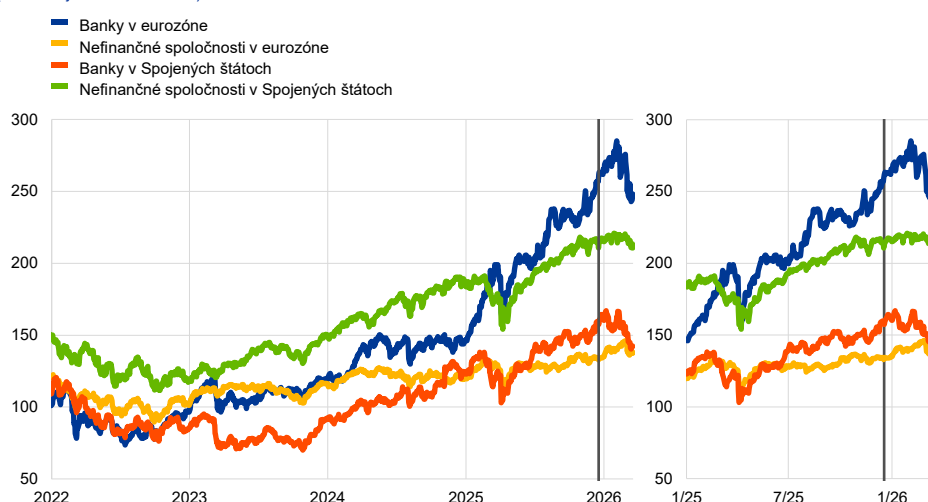
Akcie eurozóny v prostredí rastúcej averzie voči riziku po vypuknutí vojny zaznamenali výrazný výpredaj, čo do značnej miery kompenzovalo značné zisky zaznamenané začiatkom sledovaného obdobia (graf 18). Indexy akciových trhov eurozóny boli celkovo odolné, pričom index nefinančných spoločností sa zvýšil o 0,8 %. Akcie bánk sa naopak pri splošťovaní výnosovej krivky znížili o 5,2 %. Široký index akciových trhov v Spojených štátoch klesol o 2,3 %, pričom indexy

nefinančných spoločností sa znížili o 1,6 % a bankové indexy o 9,6 %. Na začiatku sledovaného obdobia obavy z nadhodnotenia amerických spoločností vyvíjajúcich umelú inteligenciu viedli k oslabeniu paralelného pohybu akciových trhov v Spojených štátoch a v eurozóne, pričom akcie eurozóny zaznamenali lepší vývoj ako americké. Vypuknutie vojny na Blízkom východe spôsobilo nárast volatility na trhu a zhoršenie rizikového sentimentu, čo viedlo k odpredaju akcií na oboch stranách Atlantiku. Vzhľadom na väčšiu závislosť eurozóny od dovozu energií boli akcie eurozóny ovplyvnené viac ako americké akcie.

Graf 18

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 2. január 2020 = 100)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 18. decembra 2025. Posledné údaje sú z 18. marca 2026.

Na trhoch s podnikovými dlhopismi zostali začiatkom sledovaného obdobia spready dlhopisov investičného stupňa a vysoko výnosových dlhopisov v eurozóne malé. Po vypuknutí vojny na Blízkom východe sa o niečo rozšírili.

Rizikový apetít zostal celkovo vysoký, hoci po vypuknutí konfliktu došlo k jeho zhoršeniu, čo prispelo k širším spreadom podnikových dlhopisov ku koncu sledovaného obdobia. Toto rozšírenie bolo najvýraznejšie v segmente vysokých výnosov v eurozóne, kde sa spready rozšírili približne o 30 bázických bodov. Spready podnikových dlhopisov investičného stupňa sa zároveň rozšírili zhruba o 10 bázických bodov tak v prípade nefinančných, ako aj finančných spoločností.

Na devízových trhoch sa euro oslabilo voči americkému doláru aj v obchodnej váženom vyjadrení (graf 19).

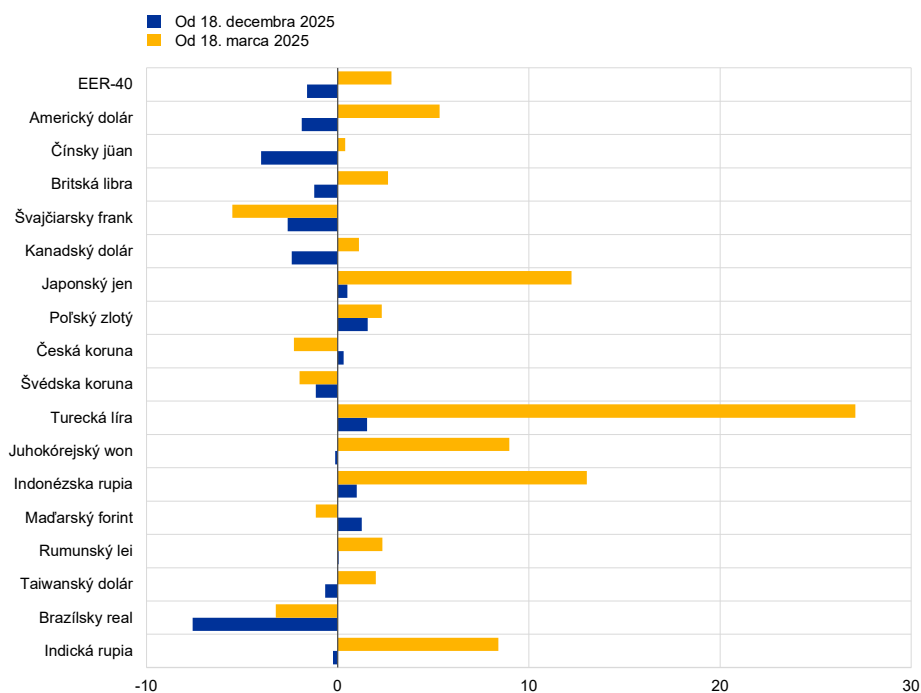
Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 40 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny počas sledovaného obdobia klesol o 1,6 %. Tento pokles odrážal oslabenie eura voči menám mnohých hlavných obchodných partnerov eurozóny. Konkrétne sa euro oslabilo voči americkému doláru (-1,9 %) na 1,15 USD/EUR. V januári 2026 sa euro najprv posilňovalo, neskôr sa však oslabilo v dôsledku celkového posilňovania amerického dolára v prostredí zvýšeného geopolitického napätia a obáv súvisiacich s energiami vyvolaných vojnou na Blízkom východe. Euro sa oslabilo aj voči čínskemu jüanu (-4,0 %), ktorý sa počas sledovaného obdobia postupne posilňoval a čiastočne

vykompenzoval predchádzajúce prírastky eura voči tejto mene začiatkom roka 2025. Euro kleslo tiež voči britskej libe (-1,2 %), švajčiarskemu franku (-2,6 %) a brazílskemu realu (-7,6 %) ako dôsledok rastúcej neistoty spôsobenej vojnou na Blízkom východe. Naopak zostalo v zásade stabilné voči japonskému jenu (+0,5 %) a zhodnotilo sa voči poľskému zlotému (+1,6 %) a tureckej líre (+1,5 %).

Graf 19

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: EER-40 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 40 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená posilnenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané podľa výmenných kurzov z 18. marca 2026.

Podmienky financovania podnikov a domácností boli do januára 2026 celkovo stabilné, no od posledného zasadnutia Rady guvernérov po vypuknutí vojny na Blízkom východe sa zhoršili. V januári sa sadzby bankových úverov udržali na úrovni 3,6 %, zatiaľ čo priemerná úroková sadzba nových hypoték sa mierne zvýšila na 3,4 %. Rast úverov podnikom sa mierne spomalil, kým rast úverov domácnostiam bol stabilný. Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu M3 sa zvýšila na 3,3 %. Počas sledovaného obdobia od 18. decembra 2025 do 18. marca 2026 sa zvýšili náklady nefinančných spoločností na dlhové financovanie na trhu aj financovanie prostredníctvom akcií, ako aj výnosy bankových dlhopisov.

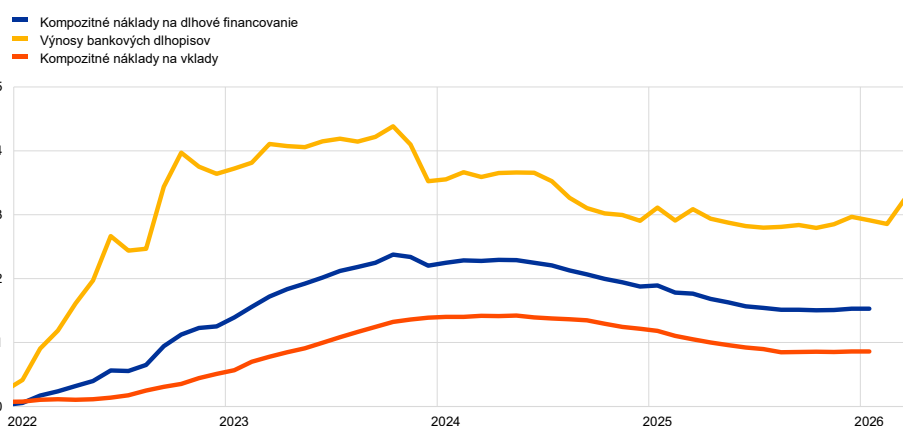
Náklady bánk na financovanie zostali do januára 2026 celkovo stabilné, ale začiatkom marca došlo k prudkému preceneniu výnosov bankových dlhopisov.

Zložené náklady bánk eurozóny na dlhové financovanie v januári zostali na úrovni 1,5 %, ktorá pretrvávala od júla 2025 (graf 20). Výnosy bankových dlhopisov boli v januári stabilné a od začiatku roka 2025 sa pohybovali okolo 3 %. Z predbežných údajov dostupných do 18. marca 2026 však vyplýva, že po vypuknutí vojny na Blízkom východe 28. februára sa prudko zvýšili (približne o 40 bazických bodov) a mohli ďalej vyvolávať tlak na rast nákladov bánk na financovanie. Rovnako zložená sadzba vkladov zostala v januári stabilná na úrovni 0,9 %. Úrokové sadzby jednoduchých vkladov a vkladov s výpovednou lehotou, ako aj medzibankové sadzby sa zmenili len minimálne, kým sadzby termínovaných vkladov podnikov okrajovo klesli.

Graf 20

Zložené náklady bánk na financovanie v eurozóne

(v % za rok)



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

Poznámka: Zložené náklady na dlhové financovanie sú priemerom nákladov bánk na nové obchody zahŕňajúce jednoduché vklady, vklady s výpovednou lehotou, termínované vklady, dlhopisy a medzibankové pôžičky, váženým ich príslušnými zostatkami. Zložené náklady na vklady sa vypočítavajú ako priemer úrokových sadzieb nových obchodov tvorených jednoduchými vkladmi, vkladmi s dohodnutou splatnosťou a vkladmi s výpovednou lehotou, váženým ich príslušnými zostatkami. Posledné údaje o zložených nákladoch na dlhové financovanie a zložených nákladoch na vklady sú z januára 2026 a o výnosoch bankových dlhopisov sú z 18. marca 2026.

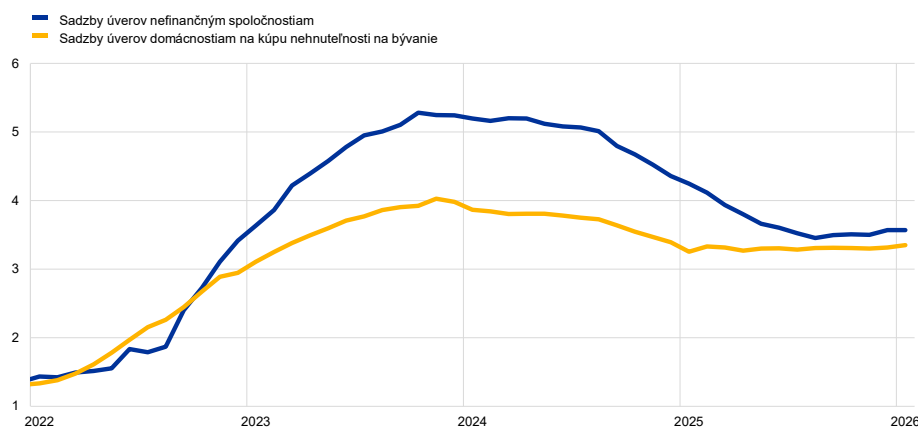
Sadzby bankových úverov pre podniky boli v januári stabilné, zatiaľ čo pre domácnosti sa nepatrne zvýšili (graf 21). Náklady nefinančných spoločností na bankové úvery zostali v januári nezmenené na úrovni 3,6 %, čo je približne

o 1,7 percentuálneho bodu menej ako maximum z októbra 2023. Pokiaľ ide o obdobia fixácie úrokovej sadzby, situácia bola rôznorodá: úrokové sadzby krátkodobých úverov (do jedného roka) mierne klesli, zatiaľ čo úrokové sadzby úverov so stredným obdobím fixácie (viac ako jeden rok a menej ako päť rokov) sa okrajovo zvýšili. Spread medzi úrokovými sadzbami malých a veľkých úverov pre podniky zostal nezmenený a pohyboval sa v blízkosti historických miním. Náklady domácností na úvery na kúpu nehnuteľnosti na bývanie sa v januári mierne zvýšili na 3,4 % z decembrových 3,3 % a boli približne 70 bázických bodov pod vrcholom z novembra 2023. Vo všetkých obdobiach fixácie úrokovej sadzby bol tento vývoj ovplyvnený sadzbami dlhodobějších hypotekárnych úverov (nad päť rokov), pričom úrokové sadzby krátkodobých hypoték (do jedného roka) zaznamenali mierny pokles.

Graf 21

Zložené úrokové sadzby bankových úverov pre podniky a domácnosti v eurozóne

(v % za rok)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

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

V období od 18. decembra 2025 do 18. marca 2026 sa zvýšili náklady na dlhové financovanie na trhu aj na kapitálové financovanie.

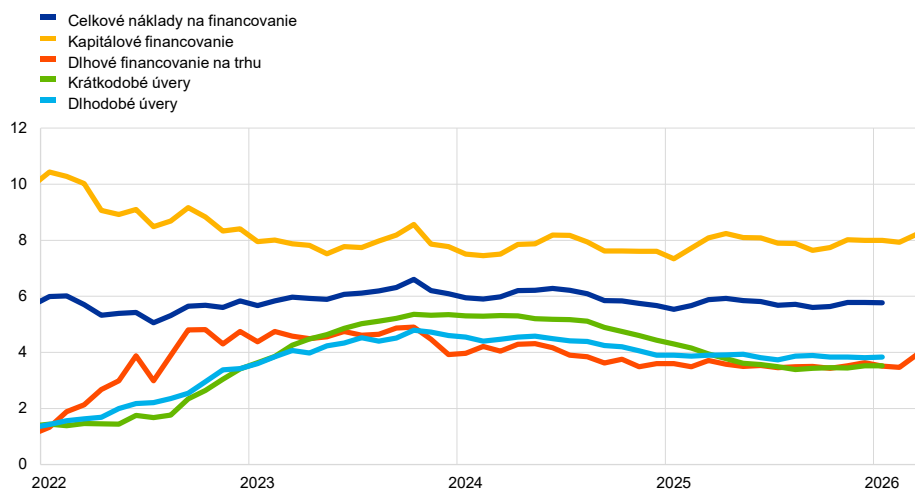
Celkové náklady nefinančných spoločností na financovanie – teda zložené náklady na bankové úvery, na trhové dlhové financovanie a na kapitálové financovanie – zostali v januári tretí mesiac po sebe stabilne na úrovni 5,8 % (graf 22).¹² Nižšie náklady na dlhové financovanie na trhu boli kompenzované miernym zvýšením nákladov na dlhodobé bankové úvery, zatiaľ čo všetky ostatné zložky zostali v podstate nezmenené. Denné údaje za obdobie od 18. decembra 2025 do 18. marca 2026 však poukazujú na zvýšenie nákladov tak na trhové dlhové financovanie, ako aj na kapitálové financovanie. Tento nárast je odrazom rozširovania spreadov podnikových dlhopisov – najmä v sektore vysokých výnosov – a zvýšenia rizikovej prémie akcií. Stúpili tiež bezrizikové sadzby v celom spektre splatností – najvýraznejšie na krátkom konci – z dôvodu značnej volatility počas sledovaného obdobia.

¹² Vzhľadom na oneskorenú dostupnosť údajov o nákladoch na bankové úvery sú údaje o celkových nákladoch nefinančných spoločností na financovanie k dispozícii len do januára 2026.

Graf 22

Nominálne náklady na vonkajšie financovanie podnikov eurozóny podľa zložiek

(v % za rok)



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

Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností vychádzajú z mesačných údajov a počítajú sa ako priemer dlhodobých a krátkodobých nákladov na bankové úvery (mesačné priemerné údaje), trhové dlhové financovanie a kapitálové financovanie (údaje z konca mesiaca) vážený ich príslušnými zostatkami. Posledné údaje v prípade nákladov na trhové dlhové financovanie a nákladov na kapitálové financovanie (denné údaje) sú z 18. marca 2026 a v prípade celkových nákladov na financovanie a nákladov na dlhodobé a krátkodobé úvery (mesačné údaje) sú z januára 2026.

Rast úverov podnikom sa v januári mierne spomalil, kým rast úverov

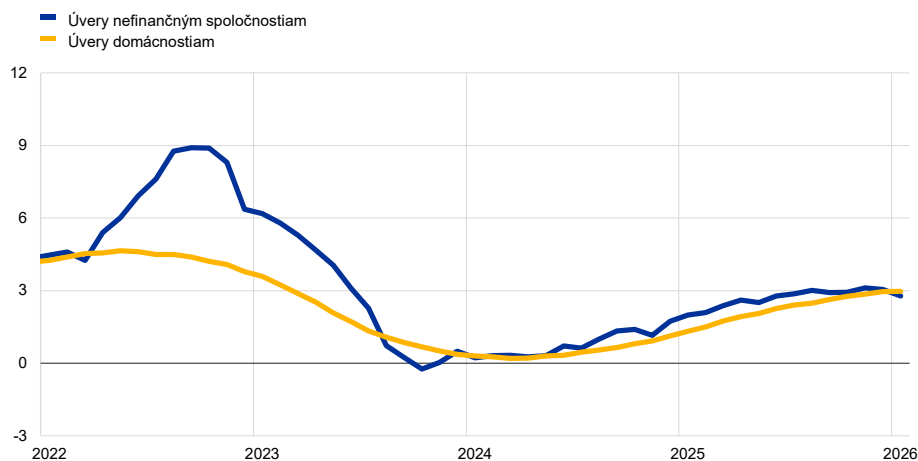
domácnostiam bol stabilný (graf 23). Ročná miera rastu bankových úverov nefinančným spoločnostiam v januári klesla na 2,8 % z decembrových 3,0 % a je výrazne pod historickým priemerom 4,3 % od roku 1999. Toto spomalenie bolo kompenzované nárastom emisie dlhových cenných papierov podnikmi, s ročnou mierou rastu 4,0 % oproti 3,5 % v decembri 2025. Ročná miera rastu úverov domácnostiam bola v januári stabilná na úrovni 3,0 % a tiež zostala výrazne pod svojím historickým priemerom 4,1 %. K rastu úverov domácnostiam prispelo najmä zvýšenie hypoték a spotrebiteľských úverov, zatiaľ čo ostatné formy úverov domácnostiam, vrátane úverov živnostníkom, zostali nevýrazné. Mierne rast úverov podnikom a domácnostiam je odrazom viacerých faktorov, ako je väčšia neistota spojená s hospodárskym výhľadom a nízka ochota bánk podstupovať riziko v prostredí zvýšených geopolitických rizík.¹³

¹³ Allayioti, A., Bozzelli, G., Di Casola, P., Mendicino, C., Skoblar, A. a Velasco, S., [More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#), *The ECB Blog*, ECB, 2. október 2025.

Graf 23

Úvery PFI v eurozóne

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: ECB a výpočty ECB.

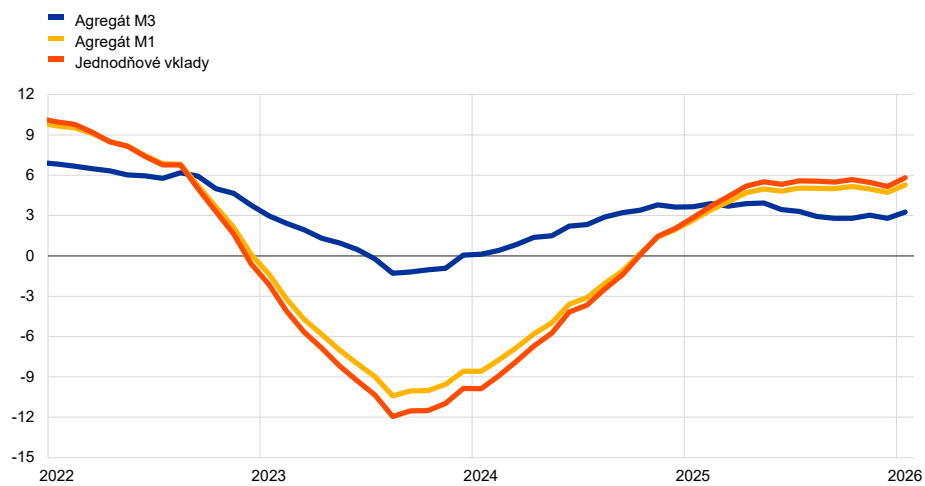
Poznámka: Úvery poskytované peňažnými finančnými inštitúciami (PFI) sú očistené od predaja úverov a sekuritizácie. V prípade nefinančných spoločností sú úvery očistené aj od účelovo vytváraných spoločných účtov (tzv. cash pooling). Posledné údaje sú z januára 2026.

Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu M3 sa v januári zvýšila, keď odrážala oživenie prílevu zahraničných tokov do eurozóny (graf 24). Peňažný agregát M3 sa v januári zvýšil na 3,3 % z decembrových 2,8 %, zostal však výrazne pod dlhodobým priemerom 6,1 %. Pokiaľ ide o zložky, oživenie rastu peňažnej masy možno vysvetliť väčším uprednostňovaním likvidných aktív, najmä medzi nebankovými finančnými sprostredkovateľmi. Naznačuje to zvýšenie ročnej miery rastu úzkeho peňažného agregátu M1 – zahŕňajúceho najlikvidnejšie nástroje, teda obeživo a jednodňové vklady – zo 4,7 % v decembri na 5,3 % v januári. Pokiaľ ide o protipoložky agregátu M3, hnacou silou bolo najmä oživenie čistých zahraničných peňažných prílevov a zvýšenie nákupov (krátkodobých) štátnych dlhopisov bankami. Naopak vývoj súvahy Eurosystemu rast agregátu M3 ďalej spomaľoval, keďže splátky istiny zo splatných cenných papierov v rámci programu nákupu aktív a núdzového pandemického programu nákupu aktív sa už nereinvestujú.

Graf 24

Agregáty M3 a M1 a jednoduché vklady

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z januára 2026.

6 Fiškálny vývoj

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2026 by malo rozpočtové saldo verejnej správy v eurozóne v roku 2025 zostať nezmenené na úrovni 3,1 % HDP a v rokoch 2027 a 2028 by sa malo zvýšiť na 3,6 %. Po miernom uvoľnení v roku 2025 sa očakáva, že sa fiškálna pozícia eurozóny v roku 2026 uvoľní výraznejšie a v rokoch 2027 a 2028 sa opäť čiastočne sprísni. Projektovaný pomer dlhu k HDP v eurozóne sa zvýši z 87,5 % v roku 2025 na 89,5 % v roku 2028. Základným predpokladom zostáva posilňovanie hospodárstva eurozóny pri súčasnom udržaní zdravých verejných financií. V súčasnej geopolitickej situácii by vlády mali klásť dôraz na udržateľné verejné financie, strategické investície a štrukturálne reformy podporujúce rast. Akékoľvek fiškálne reakcie na šok cien energií vyvolaný vojnou na Blízkom východe by mali byť dočasné, cielené a šité na mieru. Súčasná energetická kríza podčiarkuje nevyhnutnosť ďalšieho znižovania závislosti od fosílnych palív.

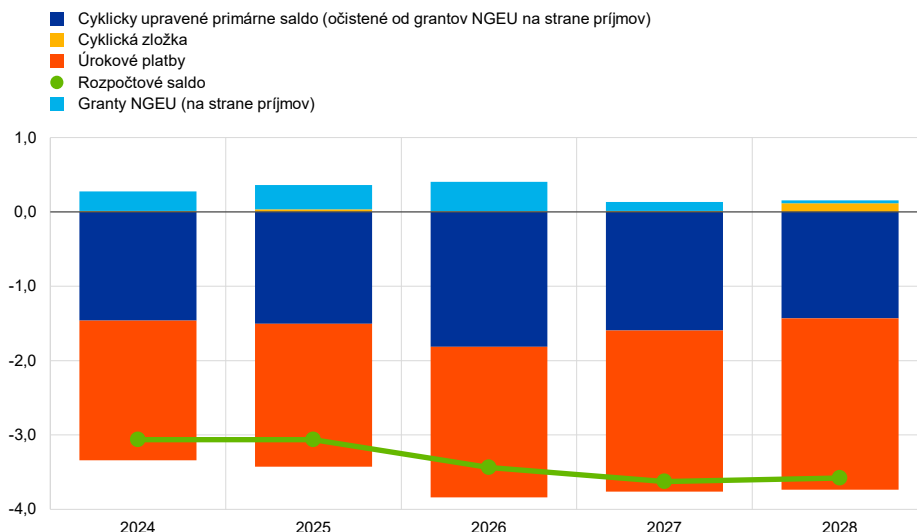
Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB z marca 2026 by mal rozpočtový deficit verejnej správy eurozóny zostať v roku 2025 nezmenený na úrovni 3,1 % HDP, v roku 2027 by sa mal zvýšiť na 3,6 % a v roku 2028 by mal zotrvať na rovnakej úrovni (graf 25).¹⁴ V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2025 bolo projektované rozpočtové saldo upravené nahor pre celé sledované obdobie. Táto revízia reflektuje predovšetkým zhoršenie cyklicky upraveného primárneho salda, najmä v dôsledku úprav dôchodkov a iných výdavkov nahor v reakcii na vyššiu infláciu vyvolanú konfliktom na Blízkom východe. Vo zvýšenom deficite sa odráža najmä rastúci pomer úrokových platieb k HDP (približne o 0,4 percentuálneho bodu počas sledovaného obdobia) a následné zhoršenie cyklicky upraveného primárneho salda, ktoré je len mierne kompenzované zlepšením cyklickej zložky na konci sledovaného obdobia. Nárast úrokových platieb je dôsledkom predchádzajúcich zvýšení úrokových sadzieb, pričom pomaly pokračuje z dôvodu dlhých zostatkových splatností nesplateného štátneho dlhu. Koniec programu Next Generation EU (NGEU) navyše ukončí toky spoločne financovaných grantov pre členské štáty EÚ, zatiaľ čo stále budú prebiehať niektoré investície súvisiace s predtým vyplatenými fondmi.

¹⁴ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2026, zverejnené 19. marca 2026 na internetovej stránke ECB.

Graf 25

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, marec 2026.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 21 krajín eurozóny.

Po miernom uvoľnení v roku 2025 sa očakáva, že fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2026 uvoľní ešte výraznejšie a v rokoch 2027 a 2028 sa opäť čiastočne sprísni.¹⁵ Odhadovaná ročná zmena cyklicky upraveného primárneho salda,

očistená od grantov poskytnutých krajinám v rámci programu NGEU, poukazuje na určité uvoľnenie fiškálnej politiky v eurozóne v roku 2025 (o -0,1 percentuálneho bodu HDP). Prognózované uvoľnenie v roku 2026 vyplýva najmä z vyšších verejných investícií a fiškálnych transferov. V náraste investícií sú zohľadnené predovšetkým vysoké výdavky na obranu a infraštruktúru v Nemecku (ako aj v iných menších krajinách) a v menšej miere aj investície financované z NGEU. V rokoch 2027 a 2028 bude konsolidácia v mnohých krajinách vrátane Španielska, Francúzska a Talianska, ako aj ukončenie financovania z NGEU vo všeobecnosti kompenzované stimulmi, najmä v Nemecku.

Pomer dlhu k HDP v eurozóne by sa mal zvýšiť z 87,5 % v roku 2025 na 89,5 % v roku 2028 (graf 26). Pomer dlhu k HDP v eurozóne sa podľa projekcií zvýši,

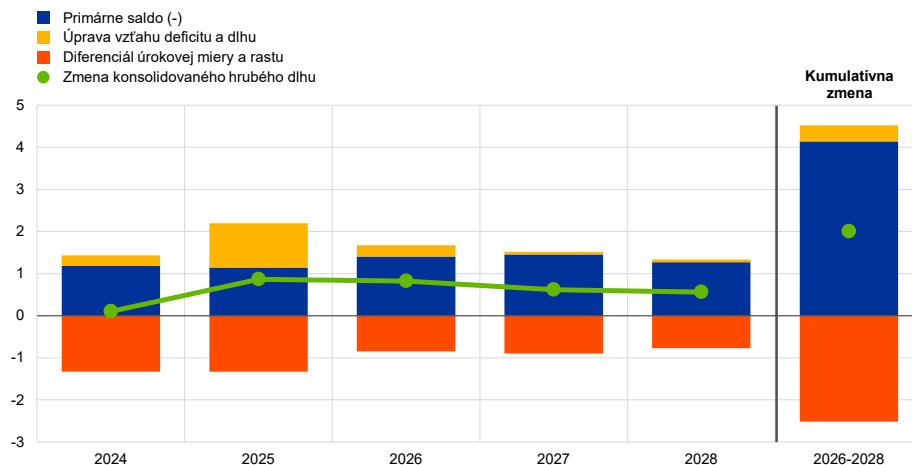
keďže pretrvávajúce primárne deficity a kladné úpravy vzťahu deficitu a dlhu prevažujú nad priaznivými, aj keď zmenšujúcimi sa účinkami diferenciálov úrokovej miery a rastu. V porovnaní s decembrovými projekciami bol vývoj dlhu verejnej správy upravený nahor, odrážajúc vyššie kumulatívne primárne deficity a menej priaznivé diferenciály úrokovej miery a rastu.

¹⁵ Fiškálna pozícia odráža smerovanie a rozsah vplyvu fiškálnych stimulov na hospodárstvo nad rámec automatickej reakcie verejných financií na vývoj obchodného cyklu. V tomto prípade sa meria ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda k HDP bez štátnej pomoci finančnému sektoru. Keďže vyššie rozpočtové príjmy súvisiace s grantmi nástroja NGEU z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa upravuje tak, aby tieto príjmy nezahŕňalo. Ďalšie podrobnosti o fiškálnej pozícii eurozóny sú v článku [The euro area fiscal stance, Economic Bulletin, Issue 4, ECB, 2016](#).

Graf 26

Faktory zmeny pomeru dlhu verejnej správy k HDP v eurozóne

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, marec 2026.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 21 krajín eurozóny.

Základným predpokladom zostáva posilňovanie hospodárstva eurozóny pri súčasnom udržaní zdravých verejných financií.

V súčasnej geopolitickej situácii by vlády mali klásť dôraz na udržateľné verejné financie, strategické investície a štrukturálne reformy podporujúce rast. Dôležité zostáva uvoľnenie úplného potenciálu jednotného trhu. Takisto je nevyhnutné podporiť väčšiu integráciu kapitálových trhov, pričom sa dodrží ambiciózne harmonogram na dobudovanie únie úspor a investícií a bankovej únie, ako aj urýchlene prijať nariadenie o zavedení digitálneho eura. Akékoľvek fiškálne reakcie na šok cien energií vyvolaný vojnou na Blízkom východe by mali byť dočasné, cielené a šité na mieru. Súčasná energetická kríza podčiarkuje nevyhnutnosť ďalšieho znižovania závislosti od fosílnych palív.

Boxy

1 Na koho dopadnú náklady spojené so zvýšením amerických ciel?

Stefan Schaefer, Lisa Gerland a Marcel Tirpák

Pochopenie vplyvu ciel na infláciu nie je jednoduché, pretože si vyžaduje analýzu reakcií v rámci celého cenového reťazca vrátane reakcií zahraničných vývozcov, distribútorov, výrobcov a maloobchodných predajcov. V rôznych fázach tohto cenového reťazca by domáce podniky mohli na oznámenia o clách reagovať tak, že si pred ich zavedením vytvoria zásoby, presmerujú dovoz z krajín, na ktoré sa vzťahujú vyššie clá, do krajín s nižšími clami (presmerovanie obchodu) a upravujú ceny svojich produktov tak, aby zohľadnili vplyv ciel. Analýzu ďalej komplikuje vývoj výmenných kurzov a výnimky pre tovar v tranzite v čase zavedenia colných sadzieb. V tomto boxe odhadujeme vplyv nedávno zavedených amerických ciel na ceny, ktoré vývozcovia účtujú za produkty dodávané do Spojených štátov, a skúmame doteraz zaznamenané rozdiely v cenovej politike vývozcov v jednotlivých krajinách a sektoroch. Z výsledkov našej analýzy vyplýva, že náklady z ciel znášajú prevažne americké podniky a spotrebitelia a len 5 % nákladov ide na ťarchu zahraničných podnikov.

Následkom niekoľkých vln zvyšovania ciel Spojenými štátmi klesajú ceny (bez započítania ciel) aj objemy tovarov dovážaných do tejto krajiny. V období od januára do novembra 2025 ohlásená zákonná efektívna colná sadzba výrazne stúpila z 3 % na viac ako 18 %.¹ Medziročná zmena cien tovarov dovezených do Spojených štátov, meraná v jednotkových hodnotách a vykázaná bez ciel, bola od apríla mierne záporná. Výrazne klesol objem dovezeného tovaru. Rozsah úprav cien a objemov sa však medzi hlavnými obchodnými partnermi, ako sú Čína, Kanada, Mexiko a EÚ, na ktorých sa vzťahovali vyššie clá, líši. Tieto rozdiely by mohli odrážať rozdiely v sadzbách a rozsahu ciel, zmeny v zložení dovozu a špecifickú dynamiku jednotlivých krajín.

Vývozcovia do Spojených štátov absorbujú len malú časť nákladov súvisiacich so zvýšením ciel. V úhrne jednotkové hodnoty dovezených tovarov vykázané bez ciel poukazujú na priemerný koeficient prenosu vo výške 0,95 (graf A,

¹ Medzi zákonnými a skutočnými efektívnymi colnými sadzbami je rozdiel. Zákonná efektívna colná sadzba sa vypočítava na základe oznámení o clách a spravidla fixnej obchodnej štruktúry, zatiaľ čo skutočná colná sadzba sa odvodzuje z colných údajov a je zvyčajne nižšia. Svetová obchodná organizácia vo svojom prehľade colných sadzieb uvádza, že zákonná efektívna colná sadzba na tovar dovážaný do Spojených štátov bola v novembri 2025 na úrovni 18,2 %, zatiaľ čo skutočná efektívna colná sadzba na tovar za rovnaký mesiac dosiahla 9,8 %. Na účely ekonomickej analýzy sa ako vysvetľujúca premenná zvyčajne používa zákonná efektívna colná sadzba, keďže dátum zavedenia sa považuje za relevantnejší ako údaje z colných správ, v ktorých sa často prejavuje oneskorenie pri vykazovaní a endogénne skreslenie spôsobené meniacim sa objemom obchodu v dôsledku ciel.

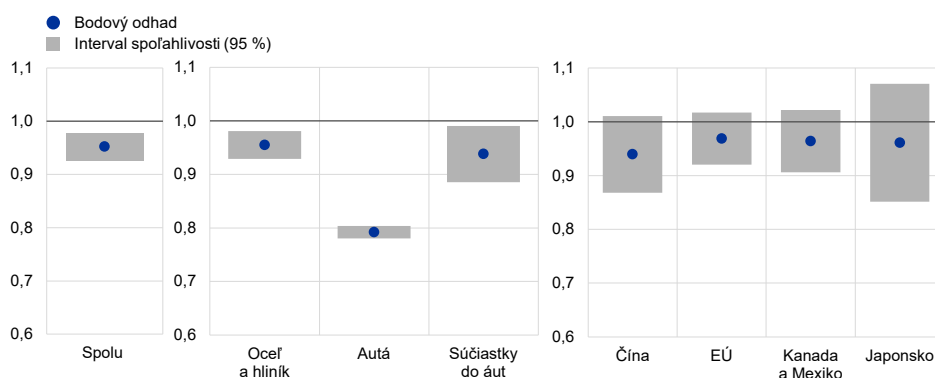
panel a).² Znamená to, že zvýšenie ciel o 10 % vedie k zvýšeniu cien len o 9,5 %. Vývozcovia preto znášajú len malú časť zvýšených ciel.³ Pri pohľade na konkrétne sektory je koeficient prenosu výrazne nižší.⁴ Napriek tomu sa v odhadovanom prenose ciel medzi hlavnými obchodnými partnermi neprejavujú žiadne významné rozdiely.

Graf A

Vplyv ciel na jednotkové hodnoty a objemy dovezených tovarov

a) Jednotkové hodnoty dovezených tovarov

(elasticita; úplný prenos = 1)



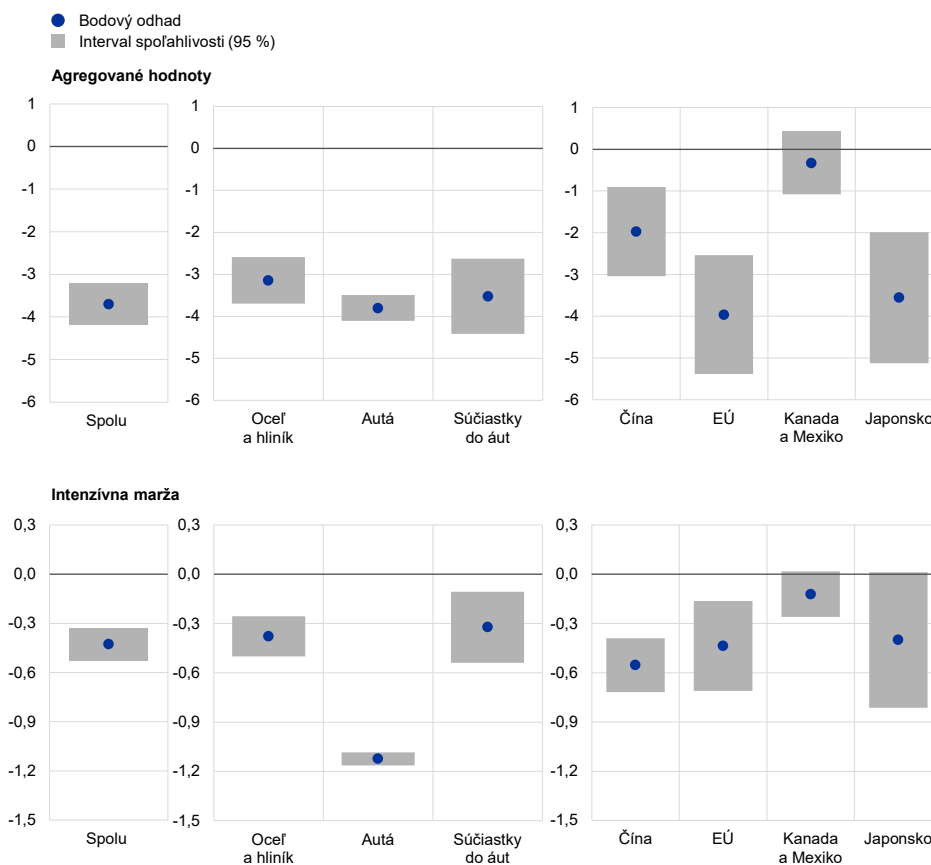
² Agregované efekty sa zachytávajú pomocou časových fixných efektov, zatiaľ čo charakteristiky na úrovni produktov zahŕňajú fixné efekty položiek podľa Amiti et al. (2019). Efekt ciel sa identifikuje na základe spoločného pohybu závislej cenovej premennej v reakcii na zmeny ciel vo všetkých položkách v čase.

³ Toto zistenie je vo všeobecnosti v súlade s poznatkami z obdobia rokov 2018 – 2019, ako ich dokumentuje Amiti et al. (2019). Tento záver zodpovedá aj dostupným odhadom súčasných ciel (Hinz et al., 2026), čo naznačuje, že Spojené štáty majú v krátkodobom horizonte len obmedzenú schopnosť ovplyvňovať podmienky obchodu vo vzťahu k svojim globálnym dodávateľom. Hoci Amiti et al. (2026) za obdobie od januára do augusta 2025 uvádza podobnú mieru prenosu ciel (elasticitu) na úrovni 0,94, zistil, že v novembri klesla na 0,86.

⁴ V počiatočnej fáze sa americká vláda zamerala na oceľ a hliník, automobily a automobilové súčiastky, na ktoré boli uvalené výrazné clá v rozmedzí od 25 % do 50 %, s malým počtom výnimiek.

b) Objemy dovezených tovarov

(elasticita)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: Uvedené odhady vychádzajú z panelovej regresnej analýzy jednotkových hodnôt dovozu v rámci šesťmiestnych kategórií produktov harmonizovaného systému (HS6) podľa metodiky Amiti et al. (2019). Odhad zahŕňa vzorku od januára 2024 do októbra 2025. Horná časť panelu b) uvádza odhady agregovanej elasticity (extenzívna a intenzívna marža) získané z regresie, v ktorej sa zohľadňujú kategórie produktov vrátane tých s vyššími clami, ktoré sa už do Spojených štátov nedovážajú. V dolnej časti panelu b) sú uvedené odhady získané na základe regresnej analýzy tých kategórií produktov, ktoré sa stále obchodujú s clami.

Odhadovaný vplyv cieľ na objem dovozu je veľký. Odhadovaná agregovaná elasticita dovozu pre všetky kategórie produktov dosahuje hodnotu -3,7. To znamená, že zvýšenie cieľ o 10 % by viedlo k poklesu objemu dovozu o 37 %. Ak sa, naopak, zameriame len na tie kategórie produktov, ktoré sú stále obchodované s clami, odhadovaný koeficient výrazne klesne na -0,43, no táto hodnota zostáva z ekonomického hľadiska stále relevantná. To znamená, že zvýšenie cieľ o 10 % by viedlo k poklesu objemu dovozu o 4,3 %. Tento rozdiel v odhadovanej elasticite objemu dovozu naznačuje, že pozorovaný pokles súvisí prevažne s produktmi, ktoré sa v dôsledku cieľ už neobchodujú – čo znamená, že sú upravené prostredníctvom extenzívnej marže (graf A, panel b, horná časť). Objem však výrazne klesá aj v prípade produktov, ktoré sa stále obchodujú aj s clami (úprava obchodu prostredníctvom intenzívnej marže; graf A, panel b, spodná časť).

Bližší pohľad na automobilový sektor odhaľuje, že clá vyvolali výrazné zmeny v obchodných štruktúrach, najmä v regionálnych dodávateľských reťazcoch.

V automobilovom sektore výsledky poukazujú na zreteľné odpájanie sa Spojených štátov od Číny a EÚ v prospech Kanady a Mexika (graf B). Prudký nárast dovozu

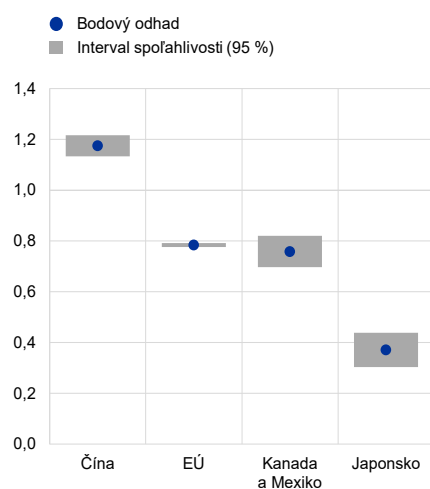
automobilov z Kanady a Mexika odzrkadľuje posilňovanie existujúcich obchodných vzťahov.⁵ Je to v ostrom kontraste s výsledkami zaznamenanými v prípade EÚ a Japonska, kde došlo jednak k poklesu jednotkovej hodnoty vyvázaných áut a jednak k výraznému zníženiu objemu produktov, ktoré podliehali clám a ďalej sa vyvážali do Spojených štátov.⁶

Graf B

Vplyv ciel na jednotkové hodnoty a objem automobilov dovezených do Spojených štátov

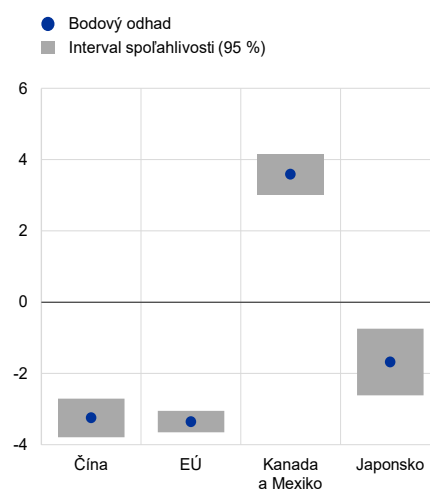
a) Jednotkové hodnoty dovezených automobilov

(elasticita; úplný prenos = 1)



b) Objem dovezených automobilov

(agregovaná elasticita)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: Uvedené odhady vychádzajú z panelovej regresnej analýzy jednotkových hodnôt dovozu v rámci šesťmiestnych kategórií produktov harmonizovaného systému (HS6) podľa metodiky Amiti et al. (2019). Odhad zahŕňa vzorku od januára 2024 do októbra 2025.

Zatiaľ čo clá menia geografiu obchodných vzťahov so Spojenými štátmi, s clami spojené náklady znášajú prevažne domáci dovozovia a spotrebiteľia.

Zistili sme, že náklady spojené s vyššími clami sa premietajú do celého cenového reťazca, pričom spotrebiteľia v súčasnosti znášajú približne tretinu tohto zaťaženia (graf C). Pokiaľ by vyššie clá mali zostať v platnosti dlhšie, z dostupných údajov z prieskumov o amerických podnikoch vyplýva, že väčšiu časť nákladov súvisiacich s clami podniky prenású na spotrebiteľov. Z dlhodobého hľadiska by sa tento podiel mohol zvýšiť na viac ako polovicu, keď americké podniky vyčerpajú svoju schopnosť absorbovať náklady. Navyše ak zostane miera, v akej vývozovia absorbujú clá, naďalej obmedzená, ako sa uvádza vyššie, americké podniky by v dlhodobejšom horizonte mali absorbovať približne 40 % nákladov z vyšších ciel.

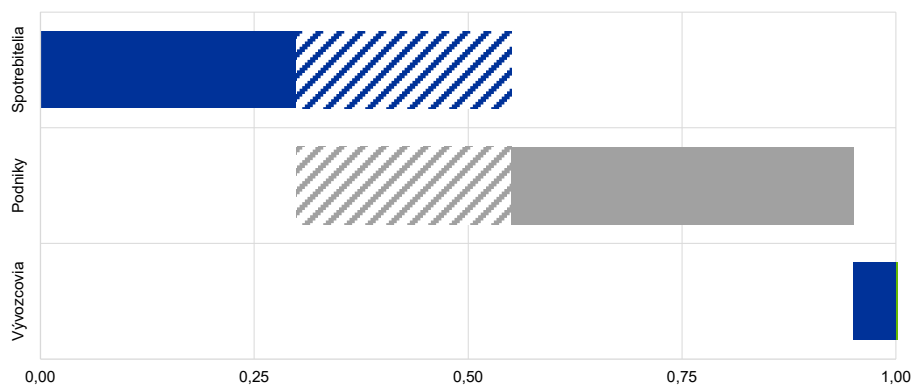
⁵ K tomuto vývoju mohlo prispieť presmerovanie čínskeho vývozu automobilov cez tieto krajiny, hoci najnovšie analýzy naznačujú, že čínsky vývoz bol pravdepodobne presmerovaný cez krajiny Združenia národov juhovýchodnej Ázie. Ďalšie informácie sa nachádzajú v Le Roux a Spital (2026).

⁶ Odhadovaná elasticita objemu obchodu pri intenzívnej marži dosahuje hodnotu 0,84 v prípade Kanady a Mexika a -1,26 v prípade EÚ.

Graf C

Rozloženie nákladov vyvolaných clami v cenovom reťazci

(odhady koeficientov)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje rozloženie nákladov na clá v rámci cenového reťazca na základe empirických analýz s využitím údajov dostupných do augusta 2025 (tmavomodrá farba). Sivé stĺpce predstavujú reziduálne priradenia, pričom šrafované časti zobrazujú výsledky prieskumu podľa Andrade et al. (2025), ktoré naznačujú, že prenos ciel na spotrebiteľov sa pri dlhšom časovom horizonte zvyšuje na 0,55. Hodnota za spotrebiteľov je odvodená z panelovej regresie ciel na položky výdavkov osobnej spotreby (PCE), zatiaľ čo hodnota za vývozcov vychádza z panelovej regresnej analýzy dovozných jednotkových hodnôt na úrovni šesťmiestnych kategórií produktov harmonizovaného systému (HS6) podľa metodiky Amiti et al. (2019). „Podniky“ označujú distribútorov, výrobcov a maloobchodných predajcov.

Referencie

Amiti, M., Redding, S. J. a Weinstein, D. E. (2019), [The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare](#), *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 33, No 4, s. 187 – 210.

Amiti, M., Flanagan, C., Heise, S. a Weinstein, D. E. (2026), [Who Is Paying for the 2025 U.S. Tariffs?](#), *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 12. február.

Andrade, P., Dietrich, A. M., Leer, J., Lin, X., Schoenle, R. S., Tang, J. a Zakrajšek, E. (2025), [Who Will Pay for Tariffs? Businesses' Expectations about Costs and Prices](#), *Current Policy Perspectives*, No 25-13, Federal Reserve Bank of Boston, 29. september.

Hinz, J., Lohmann, A., Mahlkow, H. a Vorwig, A. (2026), [America's Own Goal: Who Pays the Tariffs?](#), *Kiel Policy Brief*, No 201, Kiel Institute for the World Economy.

Le Roux, J. a Spital, T. (2026), [Global trade redirection: tracking the role of trade diversion from US tariffs in Chinese export developments](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB.

Ako naplno využiť obchodný potenciál: prínos skvalitnenia cezhraničných platieb

Massimo Ferrari Minesso, Laura Lebastard a Olga Triay Bagur

Medzinárodný obchod by nemohol fungovať bez cezhraničných platieb.

Platobné systémy tvoria chrbtovú kosť finančnej infraštruktúry – ide o kľúčové „rozvody“, ktoré sú základom fungovania moderných ekonomík, keďže umožňujú zúčtovanie a vyrovnanie medzinárodných transakcií. Cieľom tohto boxu je vyhodnotiť ekonomický prínos technologických inovácií v oblasti cezhraničných platieb na príklade prepojenia systémov rýchlych platieb medzi jednotlivými krajinami.

Mnohé súčasné cezhraničné platby sú stále pomalé a drahé. Väčšina medzinárodných platieb prebieha prostredníctvom korešpondenčných bánk – globálnej siete, ktorá spracováva cezhraničné transakcie pre lokálne banky, ktoré nemajú zahraničné účty.¹ Platby často prechádzajú cez viacerých sprostredkovateľov, čo ich spomaľuje a zvyšuje náklady v dôsledku poplatkov, kurzových rozdielov a prevádzkových ťažkostí medzi rôznymi krajinami. Napríklad pri takmer jednej tretine cezhraničných platieb náklady presahujú 3 % transakčnej sumy a za jeden pracovný deň sa zúčtuje v priemere len 40 % medzinárodných transakcií medzi podnikmi (graf A).² V porovnaní s obdobím okolo roku 2005 došlo k 20 % poklesu celosvetovej ponuky korešpondenčných bankových služieb, čo zvýšilo náklady na cezhraničné prevody peňazí a v niektorých prípadoch viedlo k úplnému zániku sprostredkovania v určitých platobných koridoroch (stabilných platobných prepojeniach medzi dvojicami krajín).³

¹ Rice et al. (2020).

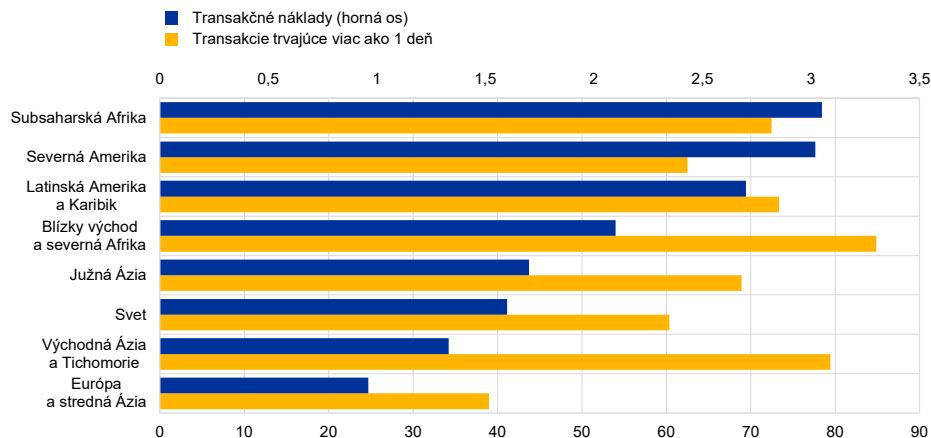
² Rada pre finančnú stabilitu (2025).

³ Ústup korešpondenčného bankovníctva bol spôsobený kombináciou viacerých faktorov vrátane vyšších nákladov na dodržiavanie regulačných požiadaviek, geopolitických rizík a rastúcich prevádzkových nákladov. Rice et al. (2020) na základe prieskumu potvrdzuje význam jednotlivých faktorov.

Graf A

Náklady a rýchlosť cezhraničných transakcií podľa regiónu

(horná os: percentuálny podiel hodnoty transakcií; dolná os: percentuálny podiel transakcií, vážený hodnotou)



Zdroj: Rada pre finančnú stabilitu (2025) a výpočty ECB.

Poznámka: Transakcie z odosielajúcej krajiny do sveta, transakcie medzi podnikmi a medzi podnikom a fyzickou osobou, v sume 20 000 USD. Do regiónu Európy a Strednej Ázie patria členské štáty EÚ, Albánsko, Arménsko, Azerbajdžan, Bielorusko, Bosna a Hercegovina, Gruzínsko, Island, Kazachstan, Kosovo, Kirgizská republika, Moldavsko, Čierna Hora, Severné Macedónsko, Nórsko, Rusko, Srbsko, Švajčiarsko, Tadžikistan, Turecko, Turkménsko, Ukrajina, Spojené kráľovstvo a Uzbekistan. Posledné údaje sú z apríla 2025.

Prepojenie domácich systémov rýchlych platieb má potenciál zlepšiť

cezhraničné platby. Nové technológie umožnili vývoj novej generácie „rýchlych“ platobných systémov, ktoré dokážu spracovávať retailové transakcie v reálnom čase a s minimálnymi nákladmi. Viac ako 80 krajín už zaviedlo domáci systém rýchlych platieb – napríklad systém TARGET Instant Payment Settlement (TIPS) v rámci Eurosystemu, službu FedNow Federálneho rezervného systému, brazílsky systém Pix či indický systém Unified Payments Interface (UPI) – a mnohé ďalšie sú vo fáze vývoja.⁴ Prepojenie týchto systémov by mohlo znížiť náklady, urýchliť cezhraničné platby a podporiť transparentnosť; aj preto bolo identifikované ako priorita v Pláne G20 na zlepšenie cezhraničných platieb.⁵ Ak sú platobné systémy prepojené, banky v dvoch jurisdikciách si môžu vymieňať finančné prostriedky prostredníctvom svojich príslušných domácich systémov.⁶ Tým sa predchádza viacerým vrstvám korešpondenčného bankovníctva duplikujúcim procesy a znásobujúcim náklady, pričom osobitný prínos by to malo pre regióny, ktoré majú ku korešpondenčnému bankovníctvu zlý prístup alebo sú z neho úplne vylúčené.

Na celom svete už existuje približne 500 prepojení medzi systémami rýchlych platieb a ďalšie sa vyvíjajú. Systém TIPS spája krajiny eurozóny, Dánsko a Švédsko. Prepojené systémy rýchlych platieb vznikli už aj v Afrike, Ázii a Južnej Amerike (schéma A).⁷ Tieto cezhraničné mechanizmy sa výrazne líšia: niektoré

⁴ ACI Worldwide (2024).

⁵ Rada pre finančnú stabilitu (2025).

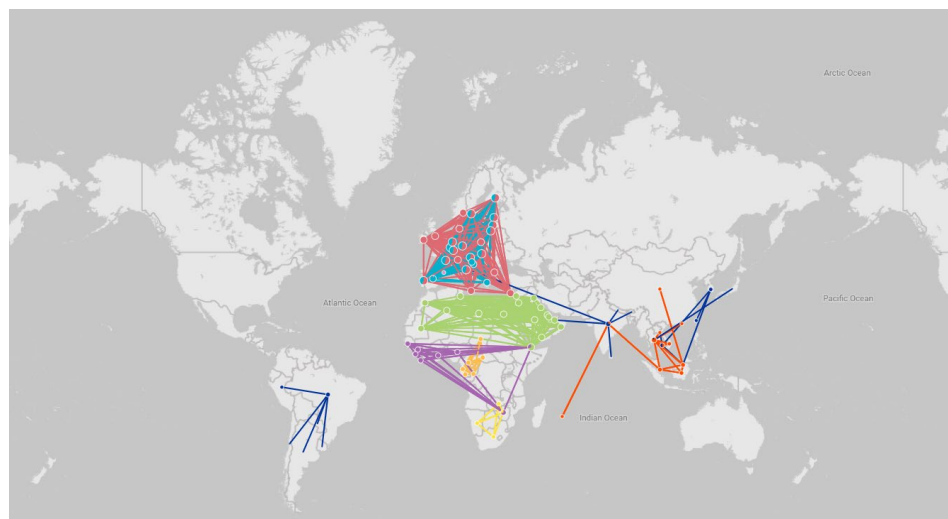
⁶ Prepojenie možno dosiahnuť buď priamym spojením dvoch platobných systémov prostredníctvom spoločnej infraštruktúry, alebo vytvorením uzla, ktorý umožňuje prepojenie viacerých systémov. Na rozhodnutia o zavedení prepojení môžu vplyvať faktory, ako sú očakávané prínosy pre obchod, využitie na prevody peňazí, správa a riadenie, technologické preferencie, vyhliadky na návratnosť nákladov a geopolitické hľadiská. Podrobnejšie informácie sa nachádzajú vo Ferrari Minesso et al. (2025).

⁷ Systém TIPS v súčasnosti obsluhuje 23 krajín s tromi menami (euro, dánska koruna a švédska koruna) a ďalšie krajiny sa pripravujú na jeho zavedenie.

podporujú iba retailové platby, zatiaľ čo iné zahŕňajú aj veľkoobchodné zúčtovanie. Najskôr vznikli viacstranné regionálne platformy. Dvojstranné vzťahy sa rozvinuli neskôr a naďalej zostávajú obmedzené.⁸ Celkovo však platobné systémy zostávajú roztrieštené a hlavné ekonomiky sa aj naďalej spoliehajú na korešpondenčné bankovníctvo. V súlade s plánom G20 a s cieľom posilniť cezhraničné platby a znížiť riziká fragmentácie pracuje Eurosystem na nových prepojeniach (s indickým systémom UPI) a skúma potenciálne výhody prepojenia so švajčiarskym domácim systémom rýchlych platieb a s Nexus Global Payments (NGP).⁹ Tieto iniciatívy sa sústreďujú na celosvetové zlepšenie cezhraničných platieb a zníženie rizika fragmentácie trhu.

Schéma A

Cezhraničné prepojenia medzi systémami rýchlych platieb



Zdroj: Ferrari Minesso et al. (2025).

Poznámka: Schéma zobrazuje cezhraničné prepojenia medzi systémami rýchlych platieb v roku 2024. Zachytáva dvojstranné prepojenia (rozdelené na jednosmerné a obojsmerné v závislosti od mien použitých na iniciovanie platby prostredníctvom prepojenia) a viacstranné prepojenia (znázornené aj ako dvojstranné prepojenia medzi dvojicami krajín, ale farebne odlišené podľa regionálnej platformy).

Ekonometrické údaje naznačujú, že prepojenie systémov rýchlych platieb

zvyšuje obchod približne o 4 %. Takzvané ľadovcové obchodné náklady čiastočne závisia od efektívnosti finančných transakcií.¹⁰ Prepojenie by ich malo znížiť, a v dôsledku toho zlepšiť dvojstranný obchod. Zahnutie prepojenia do gravitačného rámca naznačuje, že prepojenie systémov okamžitých platieb má pozitívny a ekonomicky významný vplyv na dvojstranný obchod, a to aj po zohľadnení možnej

⁸ Ferrari Minesso M. et al. (2025).

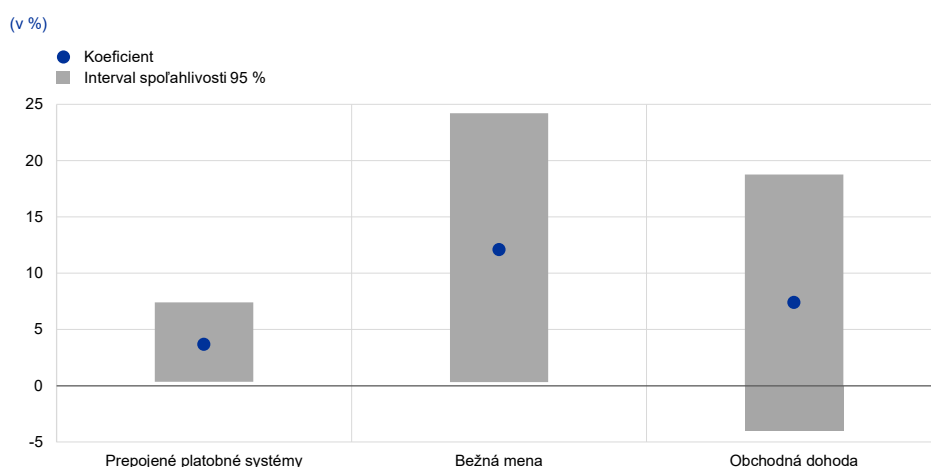
⁹ NGP prepája systémy rýchlych platieb v Indii, Malajzii, na Filipínach, v Singapure a v Thajsku.

¹⁰ „Ľadovcové obchodné náklady“ označujú modelový predpoklad, podľa ktorého sa časť obchodovaného tovaru stratí počas prepravy, čo predstavuje náklady na dopravu.

endogenity.¹¹ Priemerný odhadovaný efekt (približne 4 %) zahŕňa zhruba polovicu nárastu obchodu pochádzajúceho z formálnej obchodnej dohody a štvrtinu vplyvu z vytvorenia spoločnej menovej zóny (graf B). Je dôležité poznamenať, že tento odhad nevychádza z konkrétnych prípadových štúdií, ale je priemerom všetkých iniciatív zameraných na prepojenie vrátane tých, ktoré presadzujú krajiny, ktoré sú už v rámci globálneho bankovníctva dobre prepojené (napríklad eurozóna alebo juhovýchodná Ázia). Poukazuje to na osobitné prínosy pre obchod, ktoré prináša prepojenie platobných systémov, a to aj vtedy, keď krajiny už majú prístup na globálne trhy prostredníctvom korešpondenčných bánk.

Graf B

Faktory ovplyvňujúce dvojstranný vývoz



Zdroj: Ferrari Minesso et al. (2026) a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje odhady z gravitačného modelu, v ktorom sa potenciálna endogenita zohľadňuje pomocou metódy opísanej v Carlsons a Joshi (2024). Regresia je definovaná ako $\ln Export_{i,j,t} = \alpha_{i,t} + \alpha_{i,j} + \beta_1 Payment\ system\ interlinked + \beta_2 Common\ currency_{i,j,t} + \beta_3 Trade\ agreement_{i,j,t} + \beta_4 Geopolitical\ distance_{i,j,t} + \Gamma' X_{i,j,t} + \epsilon_{i,j,t}$. *Payment system interlinked* je binárna premenná, ktorá nadobúda hodnotu 1, ak sú v čase *t* prepojené systémy rýchlych platieb krajín *i* a *j*. $X_{i,j,t}$ zahŕňa inverzný Millssov pomer, ktorý meria očakávanú hodnotu chyby podmienenú výberom. Súbor prepojení zahŕňa 84 krajín a 531 platobných spojení. Model je odhadovaný z ročných údajov od roku 2021 do roku 2024.

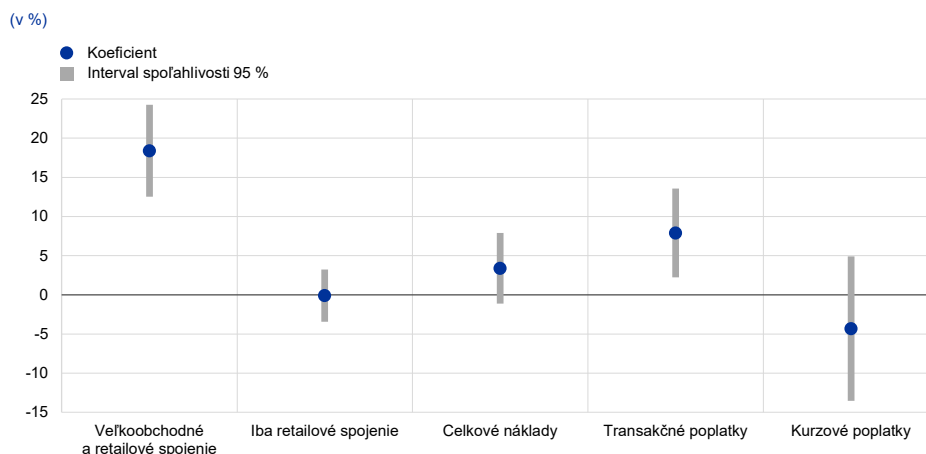
Prínosy prepojenia systémov rýchlych platieb sú výraznejšie v regiónoch s vysokými nákladmi na cezhraničné platby a v prípade systémov, ktoré umožňujú zúčtovanie veľkoobchodných transakcií. So zreteľom na rôznorodosť platobných systémov sú celkové výsledky ovplyvnené platobnými systémami, ktoré umožňujú realizáciu veľkoobchodných aj maloobchodných platieb (graf C). Prínosy sú zvyčajne menšie v prípade platobných systémov, ktoré spájajú iba retailových zákazníkov. Dôvodom je skutočnosť, že celkový objem obchodu podporujú predovšetkým veľké transakcie veľkých podnikov, pri ktorých hodnota platobných prevodov presahuje limity retailových platobných systémov. Prepojenie je navyše výhodnejšie v regiónoch, kde sú náklady na cezhraničné platby vyššie, čo naznačuje, že prínosy vyplývajú predovšetkým zo zníženia poplatkov účtovaných bankami. Tento výsledok je konzistentný s predpokladom, že prepojenie systémov

¹¹ Na zohľadnenie potenciálnej endogenity prepojení platobných systémov sa uplatňuje metóda korekcie skreslenia podľa Carlsons a Joshiho (2024) a ako nástroj sa využívajú štandardy platobných správ domácich platobných systémov. Táto metóda formálne zohľadňuje možnú endogenitu prepojenia tým, že jeho pravdepodobnosť modeluje v regresii prvého stupňa. Tieto výsledky platia aj pri použití semiparametrických metód (pozri Ferrari, Minesso et al., 2026).

okamžitých platieb slúži ako doplnok k nákladnejším platobným metódam alebo ako ich alternatíva, a tým znižuje celkové obchodné náklady.

Graf C

Vplyv na vývoz podľa typu platobného systému a zníženie nákladov



Zdroj: Ferrari Minesso et al. (2026) a výpočty ECB.

Poznámka: Graf uvádza odhady z rozšírenej verzie rovnice použitej v grafe B. V dvoch stĺpcoch vľavo je ukazovateľ prepojenia platobných systémov rozdelený na systémy, ktoré umožňujú iba retailové zúčtovanie, a na systémy, ktoré umožňujú aj veľkoobchodné zúčtovanie. Tri stĺpce vpravo uvádzajú koeficient interakcie medzi premennou prepojenia a ukazovateľmi nákladov na cezhraničné platby medzi podnikmi v regióne krajiny pôvodu.

Iniciatívy zamerané na prepojenie môžu priniesť výhody, ktoré presahujú rámec fungovania trhu.

Mohli by mať významné politické dôsledky. Po prvé, podporujú prebiehajúce medzinárodné snahy v rámci plánu G20 zameraného na prepojenie národných platobných systémov, čím potvrdzujú, že takéto iniciatívy prinášajú hmatateľné ekonomické prínosy, ktoré presahujú ich ciele v oblasti finančnej inklúzie. Tieto prínosy budú pravdepodobne najväčšie v krajinách, ktoré sú nedostatočne pokryté existujúcimi globálnymi platobnými sieťami, a sú preto viac vylúčené z medzinárodného obchodu. Tieto zistenia navyše poukazujú na potrebu multilaterálnej koordinácie s cieľom zabezpečiť interoperabilitu technických noriem a odstrániť právne a regulačné prekážky (napr. pravidlá konečného zúčtovania, ochrana osobných údajov a riadenie podvodov), ktoré stále bránia plynulému cezhraničnému zúčtovaniu, čím sa uľahčí prepojenie.

Referencie

ACI Worldwide (2024), Prime Time for Real-Time.

Carlson, A. a Joshi, R. (2024), Sample selection in linear panel data models with heterogeneous coefficients, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 39, No 2, marec, s. 237 – 255.

Ferrari Minesso, M., Lebastard, L. a Triay Bagur, O. (2026), Interlinking payment systems and trade flows, *Working Paper Series*, No 3202, ECB.

Ferrari Minesso, M., Mehl, A., Triay Bagur, O. a Vanteenkiste, I. (2025), [Geopolitics and Global Interlinking of Fast Payment Systems](#), *CEPR Discussion Paper*, No 20105, Centre for Economic Policy Research, apríl.

Financial Stability Board (2025), [G20 Roadmap for Enhancing Cross-border Payments – Consolidated progress report for 2025](#), október.

Rice, T., von Peter, G. a Boar, C. (2020), [On the global retreat of correspondent banks](#), *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, marec.

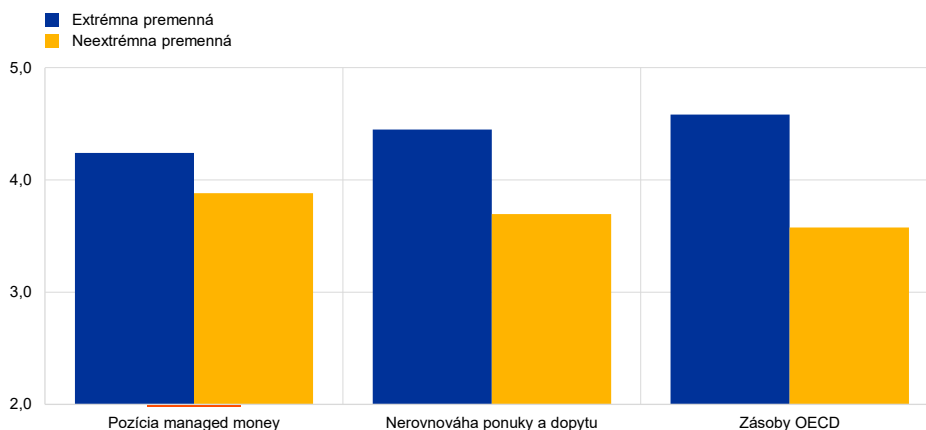
Vlad Burian a Arthur Stalla-Bourdillon

Rôzne situácie na ropnom trhu môžu výrazne ovplyvniť spôsob, ako ceny ropy reagujú na šoky. V posledných rokoch ceny ropy výrazne reagovali, keď kľúčové premenné, ktoré tu nazývame „stavové premenné“, dosiahli extrémne hodnoty. Napríklad počas pandémie COVID-19 bol pokles cien ropy súvisiaci s cenovou vojnou medzi Ruskom a Saudskou Arábiou pravdepodobne umocnený vysokými zásobami, ktoré obmedzili schopnosť absorbovať nadbytok ponuky. Podobný efekt znásobenia bol zaznamenaný v októbri 2024, keď trhy prekvapil iránsky útok na Izrael. Investičné fondy, ktoré mali z historického hľadiska štandardne krátke pozície, tieto pozície rýchlo uzatvárali, čím ešte viac zintenzívnili rast cien.¹ Volatilita cien ropy je podľa všetkého vyššia vtedy, keď tri stavové premenné – pozície „managed money“ (derivátové pozície držané investičnými fondmi), nerovnováha medzi ponukou a dopytom (rozdiel medzi globálnou ponukou ropy a dopytom po nej) a zásoby krajín OECD – dosiahnu extrémne hodnoty (graf 1).²

Graf A

Kolísanie cien ropy v závislosti od úrovne stavových premenných

(štandardná odchýlka)



Zdroj: International Energy Agency (IEA), Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission (CFTC) a výpočty ECB.
Poznámka: Štandardná odchýlka znamená priemernú štandardnú odchýlku cien ropy. Rozdiely v štandardných odchýlkach medzi jednotlivými štátmi sú pri každej premennej štatisticky významné, keď sú na úrovni 10 %. „Extrémna premenná“ označuje obdobia, v ktorých sa premenná nachádza nad 75. percentilom alebo pod 25. percentilom svojej aktuálnej historickej distribúcie (t. j. za posledných 52 týždňov).

Príčiny týchto nelineárností doteraz neboli dostatočne analyzované napriek tomu, že sú dôležité pre investorov aj tvorcov politik. Touto problematikou sa zaoberalo viacero štúdií, ktoré však analyzovali nelineárnosti izolovane, pričom sa zameriavali na jednotlivé mechanizmy bez zohľadnenia interakcie stavovej premennej so smerom (znamienkom) šoku (pozri Chiřtu et al., 2023, o špekulatívnych pozíciách a geopolitickom riziku; Van Robays, 2016, o makroekonomickej neistote).

¹ Krátke pozície označujú derivátové expozície založené na očakávaní poklesu ceny podkladového aktíva, zatiaľ čo dlhé pozície profitujú z rastu tejto ceny.

² Pojem „managed money“ označuje investičné fondy, ktoré sa v klasifikácii CFTC všeobecne považujú za kategóriu najužšie spojenú s vnímanou dynamikou cien danej komodity.

S cieľom vyplniť túto medzeru odhadujeme nelineárne lokálne projekcie založené na troch vyššie uvedených stavových premenných a hodnotíme reakciu cien na ponukové šoky ropy identifikované v Gazzani et al. (2024).³ Najprv posudzujeme, či sa reakcie cien ropy zosilňujú, keď tieto premenné dosiahnu extrémne hodnoty. Následne analyzujeme reakcie v závislosti od úrovne stavovej premennej a od smeru šoku.

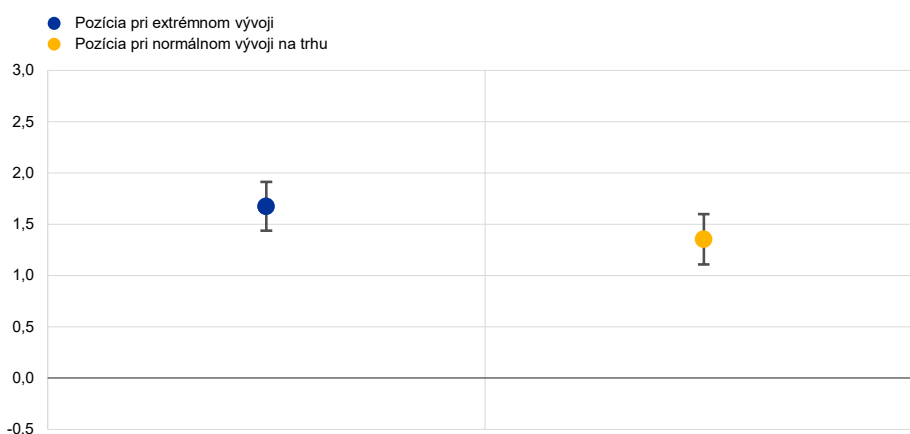
V prípade pozícií investičných fondov sa prejavujú výrazné nelineárnosti, ak sa smer šoku zhoduje s predchádzajúcimi expozíciami investorov. V prípade prvej premennej, teda pri pozíciách investičných fondov, sú cenové reakcie skutočne silnejšie, ak sú pozície nezvyčajne vysoké alebo nízke (graf B, panel a).⁴ Nie je však jasné, či k tomuto zosilneniu dochádza preto, že investori sú zaskočení, alebo preto, že šoky potvrdzujú ich predchádzajúce očakávania. Ak investičné fondy už majú výraznú prevahu dlhých alebo krátkych pozícií, reakcie cien na šoky vedúce k poklesu, resp. rastu cien sú v skutočnosti tlmené (graf B, panel b). To naznačuje, že prudká reakcia cien, ktorú sme mohli pozorovať počas iránskej raketovej krízy v roku 2024, nie je typická pre všetky obdobia. Naopak, k výrazným cenovým reakciám dochádza vtedy, keď investori držia veľmi dlhé pozície a ceny ropy prudko stúpnu, alebo symetricky, keď držia veľmi krátke pozície a ceny ropy začnú klesať (graf B, panel c). Z toho vyplýva, že rozhodujúcim mechanizmom nie je rýchle uzatváranie pozícií, ale skôr zosilňovanie reakcií v prípadoch, keď sú pozície a šoky zosúladené, čo poukazuje na dynamiku, ktorá sa na ropných trhoch sama posilňuje.

Graf B

Reakcia ceny ropy na ponukové šoky v závislosti od pozícií investičných fondov a od smeru šoku

a) Reakcia ceny ropy bez ohľadu na smer šoku

(v %)

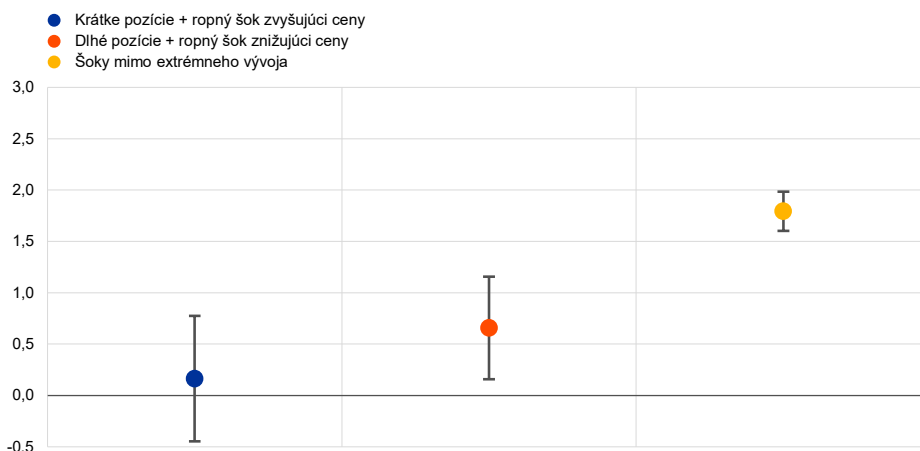


³ Odhadujeme lokálne projekcie, v ktorých sú výnosy z cien ropy závislou premennou a ponukové šoky ropy sú kľúčovými regresnými premennými. Pri analýze sa tieto šoky kombinujú s binárnymi premennými zachytávajúcimi extrémne stavy podmieňujúcich premenných a podľa potreby aj smer (znamienko) šoku. Všetky špecifikácie sa odhadujú samostatne pre každú stavovú premennú. Vzorka pokrýva obdobie od júna 2007 do augusta 2025.

⁴ I keď rozdiely nie sú štatisticky významné.

b) Reakcia ceny ropy, keď šok vyvolá nárast (pokles) cien ropy a pozície sú krátke (dlhé)

(v %)



c) Reakcia ceny ropy, keď šok vyvolá nárast (pokles) cien ropy a pozície sú dlhé (krátke)

(v %)



Zdroj: Bloomberg, CFTC a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje absolútnu reakciu ceny ropy na ponukový šok ropy (štyri týždne po šoku) na základe nelineárnych lokálnych prognóz. V lineárnom modeli vedie ten istý šok k nárastu cien o 1,5 %. Extrémne stavy vo všetkých troch paneloch zodpovedajú obdobiam, v ktorých sa stavová premenná nachádza nad 75. percentilom alebo pod 25. percentilom svojej aktuálnej historickej distribúcie (t. j. za posledných 52 týždňov). Žlté body označujú reakcie cien ropy zaznamenané mimo extrémnych stavov zobrazených v jednotlivých paneloch. Napríklad v paneli b) tieto body zachytávajú reakcie cien v situáciách, keď sú pozície na bežnej úrovni *alebo* keď sú pozície extrémne krátke (dlhé) a šok vyvolá pokles (nárast) cien ropy. Chybové úsečky znázorňujú 68 % interval spoľahlivosti.

Nerovnováha medzi ponukou a dopytom a stav zásob vykazujú podobné účinky: keď je ponuka bohatá alebo sú zásoby vysoké, trhy reagujú výraznejšie na pokles cien ropy; keď sú tieto ukazovatele nízke, trhy, naopak, reagujú výraznejšie na rast cien ropy. Na prvý pohľad sa zdá, že nerovnováha medzi ponukou a dopytom a stav zásob vykazujú odlišné vzorce cenových reakcií, keďže neúmerne cenové reakcie na extrémnych úrovniach, bez ohľadu na smer šoku, sa objavujú len v prípade zásob (grafy C a D, panely a). Opäť však platí, že nezohľadnenie smeru šoku zahmlieva základné prenosové kanály. Pri bližšom skúmaní sa ukazuje, že obe premenné fungujú na rovnakom princípe. Ak je na trhu nadbytok ropy, či už sa prejavuje veľkými prebytkami ponuky, alebo zvýšenými zásobami, trhy majú tendenciu silno reagovať na šoky vedúce k poklesu ceny ropy (t. j. pozitívny ponukový šok ropy), keďže tieto šoky prebytok ešte viac zvyšujú.

Naopak, keď je ponuka obmedzená alebo sú zásoby nízke, trhy reagujú výrazne na prudký nárast cien ropy (grafy C a D, panely b). Výsledky sú intuitívne aj v rámci tretej konfigurácie: napríklad keď pozitívny šok na strane ponuky nastane v období vysokých zásob, cenové reakcie sú tlmené, keďže sa očakáva, že prebytok ropy bude tmiť tlak na rast cien (grafy C a D, panely c).⁵

Graf C

Reakcia ceny ropy na ponukový šok v závislosti od nerovnováhy medzi ponukou a dopytom a od smeru šoku

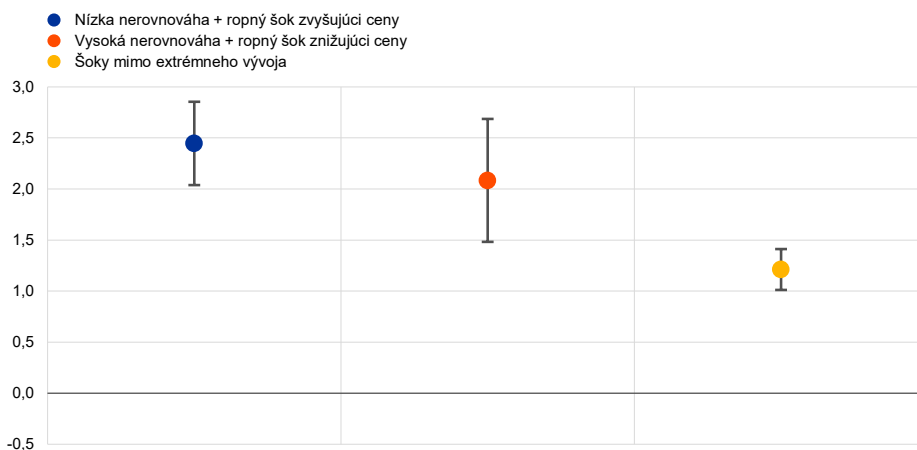
a) Reakcia ceny ropy bez ohľadu na smer šoku

(v %)



b) Reakcia ceny ropy, keď šok vyvolá nárast (pokles) cien ropy a ponuka ropy je nízka (vysoká)

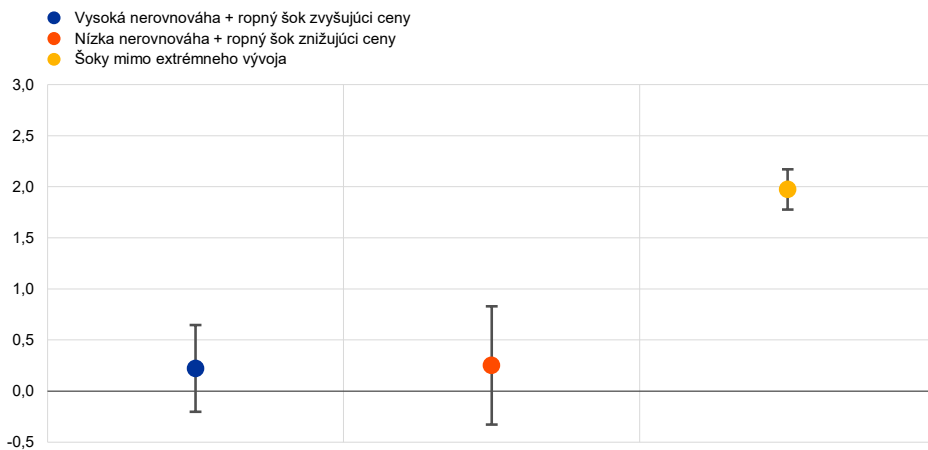
(v %)



⁵ Jediným prekvapivým výsledkom je pomerne bežná reakcia cien v situácii, keď sú zásoby na maximálnej úrovni a nastane šok, ktorý vedie k rastu ceny ropy. Možným vysvetlením tohto výsledku je, že zásoby v krajinách OECD neodrážajú v plnej miere globálne skladové podmienky, takže niektoré regióny môžu zostať naďalej nedostatočne zásobené, v dôsledku čoho ceny ropy zostávajú citlivé na rastové tlaky.

c) Reakcia ceny ropy, keď šok vyvolá nárast (pokles) cien ropy a ponuka ropy je vysoká (nízka)

(v %)



Zdroj: IEA a výpočty ECB.

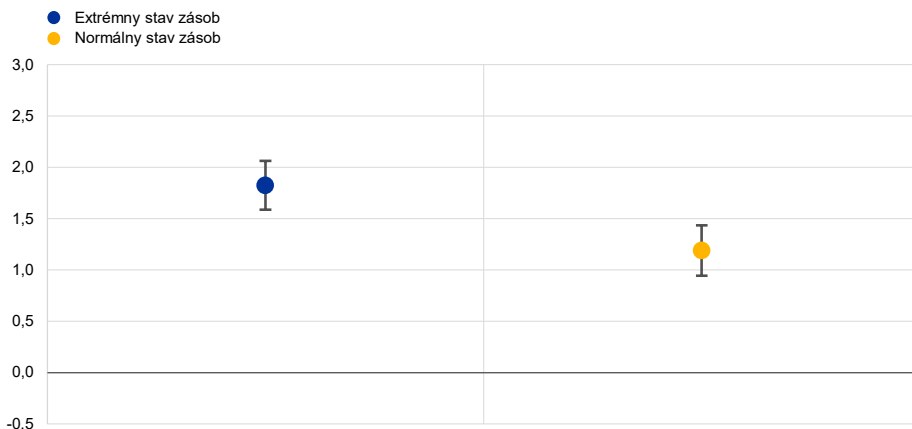
Poznámka: Graf znázorňuje absolútnu reakciu ceny ropy na ponukový šok ropy (štyri týždne po šoku) na základe nelineárnych lokálnych prognóz. V lineárnom modeli vedie ten istý šok k nárastu cien o 1,5 %. Extrémne stavy vo všetkých troch paneloch zodpovedajú obdobiám, v ktorých sa stavová premenná nachádza nad 75. percentilom alebo pod 25. percentilom svojej aktuálnej historickej distribúcie (t. j. za posledných 52 týždňov). Žlté body označujú reakcie cien ropy zaznamenané mimo extrémnych stavov zobrazených v jednotlivých paneloch. Napríklad v paneli b) tieto body zachytávajú reakcie cien v situáciách, keď je ponuka na bežnej úrovni *alebo* keď je ponuka extrémne nízka (vysoká) a šok vyvolá pokles (nárast) cien ropy. Chybové úsečky znázorňujú 68 % interval spoľahlivosti.

Graf D

Reakcia ceny ropy na ponukové šoky v závislosti od stavu zásob a smeru šoku

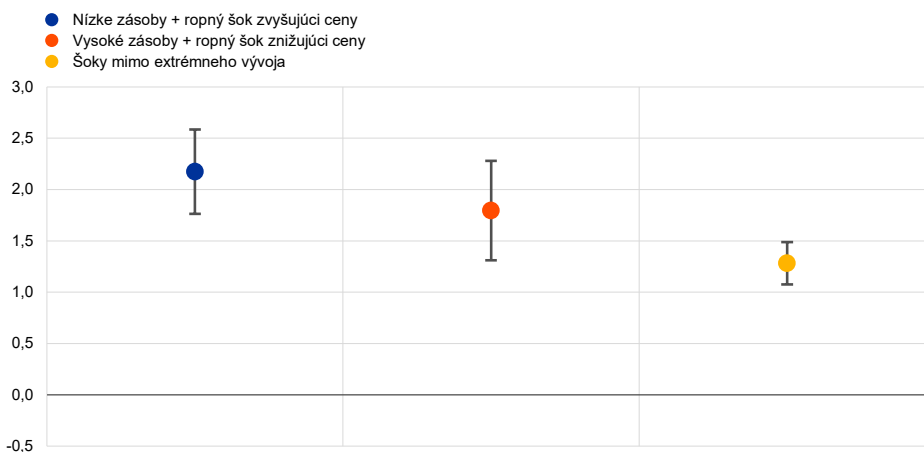
a) Reakcia ceny ropy bez ohľadu na smer šoku

(v %)



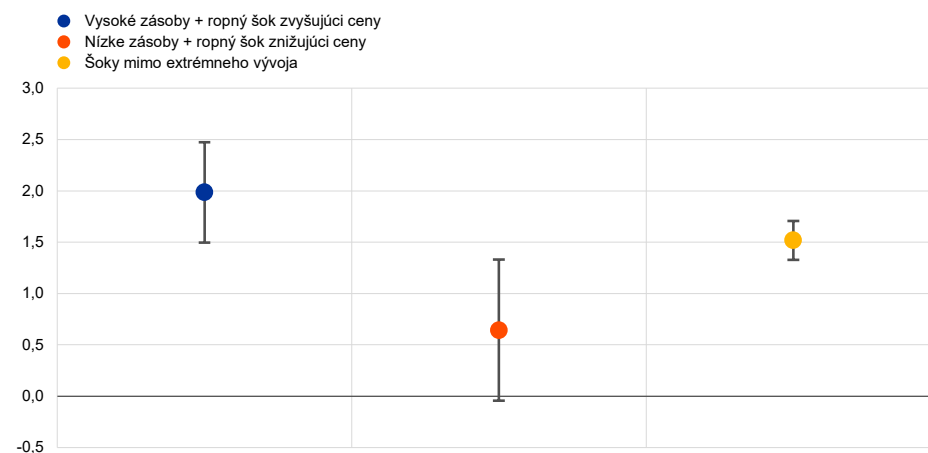
b) Reakcia ceny ropy, keď šok vyvolá nárast (pokles) cien ropy a zásoby ropy sú nízke (vysoké)

(v %)



c) Reakcia ceny ropy, keď šok vyvolá nárast (pokles) cien ropy a zásoby ropy sú vysoké (nízke)

(v %)



Zdroj: IEA, OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje absolútnu reakciu ceny ropy na ponukový šok ropy (štyri týždne po šoku) na základe nelineárnych lokálnych prognóz. V lineárnom modeli vedie ten istý šok k nárastu cien o 1,5 %. Extrémne stavy vo všetkých troch paneloch zodpovedajú obdobiam, v ktorých sa stavová premenná nachádza nad 75. percentilom alebo pod 25. percentilom svojej aktuálnej historickej distribúcie (t. j. za posledných 52 týždňov). Žlté body označujú reakcie cien ropy zaznamenané mimo extrémnych stavov zobrazených v jednotlivých paneloch. Napríklad v paneli b) tieto body zachytávajú reakcie cien v situáciách, keď sú zásoby na bežnej úrovni *alebo* keď sú zásoby extrémne nízke (vysoké) a šok vyvolá pokles (nárast) cien ropy. Chybové úsečky znázorňujú 68 % interval spoľahlivosti.

Možno konštatovať, že nelineárnosti vo výraznej miere formujú dynamiku cien ropy, vzhľadom na ich potenciál takmer zdvojnásobiť cenové reakcie, pričom majú významný vplyv na hodnotenie politík. Celkovo sú riziká rastu cien ropy najvýznamnejšie v prípadoch, keď k prudkému nárastu cien dochádza v čase miernej nerovnováhy medzi ponukou a dopytom a veľmi dlhých špekulatívnych pozícií. Naopak, riziká poklesu sú najvýraznejšie v prípade, keď ceny ropy klesajú v prostredí výraznej nerovnováhy medzi ponukou a dopytom pri existencii krátkych pozícií. Tieto výsledky poukazujú na význam monitorovania rôznych stavov ropného trhu najmä na účely prognózovania, keďže takéto analýzy môžu pomôcť odhadnúť potenciálne rozpätie budúceho cenového vývoja.

Referencie

Chiřu, L., Ferrari Minesso, M. a Manu, A. S. (2024), [Špekulácie s cenami ropy a plynu v časoĥ geopolitických rizík](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB.

Gazzani, A., Venditti, F. a Veronese, G. (2024), Oil price shocks in real time, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 144, Article 103547.

Van Robays, I. (2016), Macroeconomic uncertainty and oil price volatility, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 78, Issue 5, s. 671 – 693.

Ako neistota v oblasti obchodnej politiky ovplyvňuje aktivitu v eurozóne

Alina Bobasu a Beatrice Pierluigi

Neistota v oblasti obchodnej politiky v posledných rokoch výrazne vzrástla a v priebehu uplynulého roka dosiahla historicky najvyššiu úroveň. Najprv sa situácia vyhrotila počas obchodného konfliktu medzi Spojenými štátmi a Čínou v rokoch 2018 – 2019 počas prvého funkčného obdobia Trumpovej administratívy. Potom sa opäť zhoršila v období okolo prezidentských volieb v Spojených štátoch v roku 2024 a na začiatku druhého funkčného obdobia Donalda Trumpa, keď sa obchodná politika stala ústredným bodom hospodárskej agendy Spojených štátov. Rad oznámení o clách na začiatku roka 2025 znamenal zásadný politický posun, ktorý vyhnal neistotu v oblasti obchodnej politiky na vrchol výrazne prevyšujúci hodnoty zaznamenané počas obchodného sporu v rokoch 2018 – 2019 (graf A).¹ Po uzavretí obchodného prímeria medzi Spojenými štátmi a Čínou v máji 2025 a po podpísaní rámcovej dohody medzi Spojenými štátmi a EÚ koncom júla toho istého roka sa neistota čiastočne zmiernila, z historického hľadiska však zostala na vysokej úrovni. Táto pretrvávajúca neistota negatívne ovplyvňovala hospodársku aktivitu v eurozóne počas roka 2025 a naďalej predstavuje riziko vzhľadom na hlbokú integráciu regiónu do globálnych obchodných sietí. Obnovené obchodné napätie medzi Spojenými štátmi a Čínou spolu s udalosťami súvisiacimi s Grónskom v druhej polovici roka 2025 a na začiatku roka 2026 naznačujú pravdepodobnosť ďalších epizód zvýšenej neistoty v obchodnej politike. V tomto boxe opisujeme mechanizmy, prostredníctvom ktorých neistota v obchodnej politike ovplyvňuje hospodársku aktivitu v eurozóne, odhadujeme jej doterajší vplyv a rozoberáme faktory, ktoré napriek náročnému globálnemu prostrediu prispeli k odolnosti.

¹ Použitý ukazovateľ neistoty v obchodnej politike vychádza z Caldara et al. (2020). Ukazovateľ sa zostavuje na základe frekvencie spoločného výskytu kľúčových slov súvisiacich s obchodom a neistotou v siedmich významných amerických denníkoch. Alternatívne ukazovatele vychádzajú z konferenčných hovorov o výsledkoch hospodárenia podnikov a z kolísania colných sadzieb. Okrem toho jednou zo zložiek širšieho indexu neistoty hospodárskej politiky je aj ukazovateľ neistoty obchodnej politiky, ktorý vyvinul Baker et al. (2016). Príbuzné vysokofrekvenčné ukazovatele, ako napríklad globálny index neistoty obchodnej politiky Bloomberg Economics Global Trade Policy Uncertainty Index, využívajú pri analýze spravodajských tokov techniky textovej analýzy. Ďalšie ukazovatele neistoty sa uvádzajú v Andersson et al. (2024).

Graf A

Neistota v obchodnej politike



Zdroj: Caldara et al. (2020) a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje index neistoty obchodnej politiky podľa Caldara et al. (2020). Posledné údaje sú z januára 2026.

Neistota v obchodnej politike ovplyvňuje hospodárstvo viacerými spôsobmi.

Najpriamejší dosah má na samotný obchod. Hrozby uvalenia ciel a iných obchodných bariér, ako aj zmeny v politike môžu narušiť obchodné toky a globálne dodávateľské reťazce, v dôsledku čoho sa zvyšujú náklady a znižuje efektívnosť. Tieto narušenia sú mimoriadne významné v prípade eurozóny vzhľadom na jej vysoký stupeň otvorenosti a relatívne veľký podiel investičných tovarov v jej vývoze. Opakované prípady zvýšenej neistoty v oblasti obchodnej politiky môžu navyše viesť k dlhodobým štrukturálnym zmenám, ako je presmerovanie obchodu alebo presun dodávateľských reťazcov späť do krajiny pôvodu, čo môže vyvolať ďalší tlak na vývozcov z eurozóny a na ich konkurencieschopnosť. Okrem priameho vplyvu na obchod neistota menej zjavným, ale rovnako významným spôsobom vplýva na investície. Rovnako ako v prípade iných foriem zvýšenej neistoty v oblasti hospodárskej politiky, aj neistota v obchodnej politike vedie podniky k zaujatiu vyčkávacieho postoja, čo má za následok odkladanie investícií, náboru zamestnancov a cezhraničných záväzkov.² Z informácií získaných z kontaktov ECB s nefinančnými spoločnosťami vyplýva, že zvýšená neistota predstavuje kľúčový faktor, ktorý negatívne ovplyvňuje výhľad investícií.³ Dlhotrvajúca neistota môže viesť aj k trvalejším vplyvom na strane ponuky vrátane slabšieho rastu produktivity, keďže podniky obmedzujú alebo odkladajú kapitálové výdavky (Bloom, 2009; Boer a Rieth, 2024).

Vplyv neistoty na hospodársku aktivitu sa ďalej zosilňuje prostredníctvom kanála dôvery.

Pokles obchodných tokov a investícií spôsobený zvýšenou neistotou znižuje tržby a ziskovosť podnikov, čo následne oslabuje celkovú ekonomickú náladu. V grafe B, paneli a) tento vzťah ilustruje negatívna korelácia medzi ukazovateľom ekonomického sentimentu v eurozóne od Európskej komisie a indexom neistoty obchodnej politiky podľa Caldara et al. (2020) počas dvoch

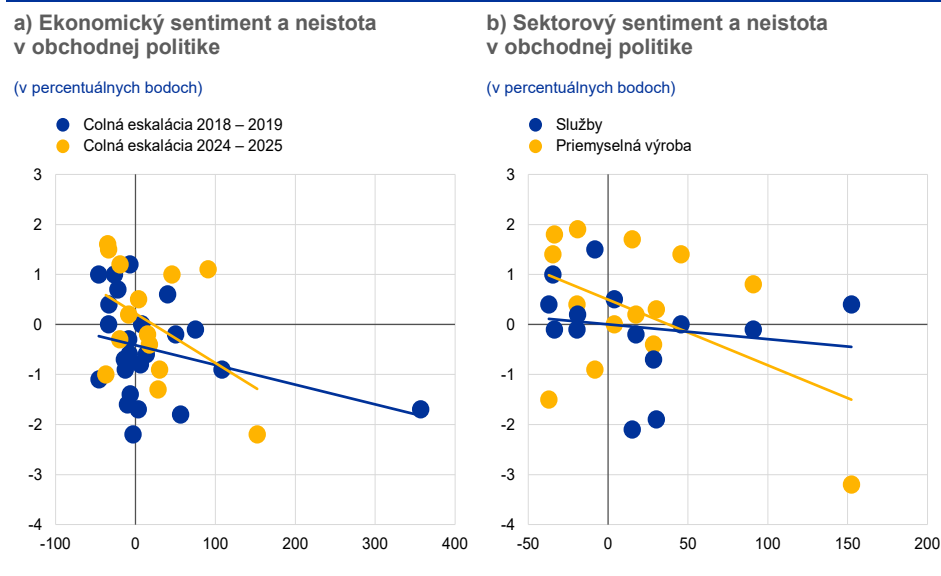
² Vyčkávací prístup opisujú Baker et al. (2016), Handley a Limão (2017) a Caldara et al. (2020). Menej citlivo než investície zvyčajne reaguje spotreba domácností, keďže v nej prevládajú služby a je užšie prepojená s neistotou týkajúcou sa finančných očakávaní domácností (Boer a Rieth, 2024).

³ Melemenidis et al. (2025).

epizód eskalácie ciel, a to v období od marca 2018 do decembra 2019 a od októbra 2024 do decembra 2025. Z panelu b) vyplýva, že tento negatívny vzťah je výraznejší v sektore priemyselnej výroby, ktorý bol priamo zasiahnutý eskaláciou ciel.

Graf B

Ekonomický sentiment a neistota v obchodnej politike



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

Poznámka: Panel a) zobrazuje fitovanú lineárnu regresiu medzi mesačnými zmenami ukazovateľa ekonomického sentimentu eurozóny od Európskej komisie (os y) a oneskorenými mesačnými zmenami indexu neistoty obchodnej politiky podľa Caldara et al. (2020). „Nárast ciel v rokoch 2018 – 2019“ sa vzťahuje na obdobie od marca 2018 do decembra 2019 a „nárast ciel v rokoch 2024 až 2025“ sa vzťahuje na obdobie od októbra 2024 do decembra 2025. Panel b) znázorňuje koreláciu medzi ukazovateľmi hospodárskej dôvery v jednotlivých sektoroch a neistotou v obchodnej politike počas eskalácie ciel v rokoch 2024 až 2025.

Analýza založená na modeloch naznačuje, že zvýšená neistota v obchodnej politike negatívne ovplyvnila reálny hrubý domáci produkt (HDP) eurozóny v roku 2025 (graf C).

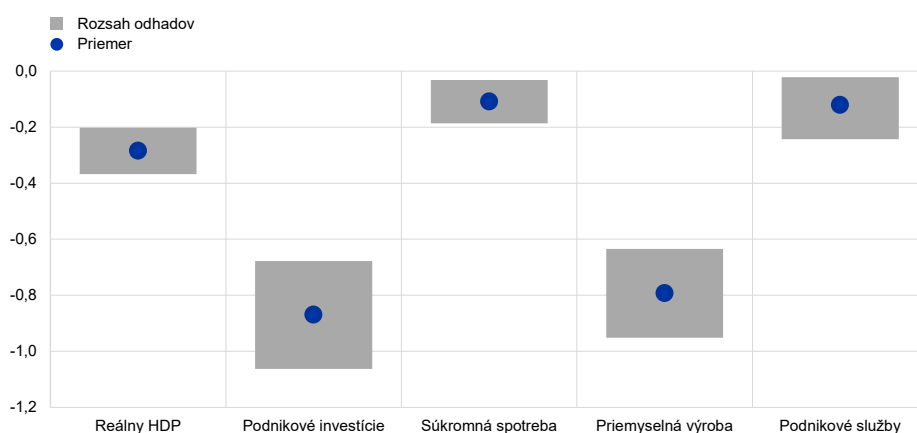
Na posúdenie makroekonomických dôsledkov rastúcej neistoty v obchodnej politike bol pre eurozónu odhadnutý bayesovský vektorový autoregresný model za obdobie od prvého štvrtroka 1999 do tretieho štvrtroka 2025. Analýza vychádza z dvoch ukazovateľov neistoty v obchodnej politike. Prvým je spomínaný textový index stanovený v Caldara et al. (2020). Tento neupravený ukazovateľ však zvykne byť veľmi nestabilný a môže odrážať nielen otrasy spôsobené neistotou, ale aj skutočné zmeny v politike a posuny v mediálnej pozornosti. Na vyriešenie týchto obmedzení sa v analýze využíva aj upravený ukazovateľ vyvinutý Schröderom (2025), ktorý eliminuje vplyv mediálnej pozornosti, efektívnych colných sadzieb, finančných podmienok a tlakov v dodávateľských reťazcoch. Boli odhadnuté dve základné špecifikácie. Prvá zahŕňa postupne každý z dvoch ukazovateľov neistoty v obchodnej politike spolu s reálnym HDP, ukazovateľmi domáceho dopytu (podnikové investície a súkromná spotreba), infláciou HICP a krátkodobou úrokovou sadzbou. V druhom prípade sa ukazovatele domáceho dopytu nahrádzajú zložkami sektorovej pridanej hodnoty (výroba a podnikové služby). Pri oboch špecifikáciách výsledky naznačujú, že nárast neistoty v obchodnej politike v roku 2025 je spojený s priemerným poklesom rastu reálneho HDP približne o 0,3 percentuálneho bodu v porovnaní s rokom 2024 (graf C).

Odhadované účinky sa líšia v závislosti od ukazovateľa neistoty.⁴ Je potrebné poznamenať, že neupravený ukazovateľ zvyčajne naznačuje väčší vplyv než upravený ukazovateľ, keďže jeho volatilita a výrazné zvýšenia zosilňujú odhadované šoky. Pokiaľ ide o ukazovatele domáceho dopytu, odhadovaný vplyv na podnikové investície je približne trikrát väčší ako na súkromnú spotrebu. Skutočnosť, že vplyv sa výraznejšie prejavuje vo výrobe než v podnikových službách, ukazujú aj sektorové modely.

Graf C

Vplyv neistoty v obchodnej politike na reálnu hospodársku aktivitu v eurozóne v roku 2025

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat, Caldara et al. (2020), Schröder (2025) a výpočty ECB.

Poznámka: Odhady vychádzajú z neupraveného indexu neistoty v obchodnej politike stanoveného v Caldara et al. (2019) a z upravených ukazovateľov neistoty v obchodnej politike podľa Schrödera (2025). Vplyv sa stanovuje pomocou dvoch prístupov (Choleského rozklad a znamienková reštrikcia), ktoré sa uplatňujú na každý ukazovateľ neistoty samostatne. Modely zahŕňajú reálny HDP, reálne podnikové investície, reálnu súkromnú spotrebu, infláciu HICP a krátkodobú úrokovú sadzbu; alternatívna špecifikácia zahŕňa aj ceny akcií. V sektorových modeloch sa podnikové investície a súkromná spotreba nahrádzajú hrubou pridanou hodnotou vo výrobe alebo v podnikových službách, pričom všetky ostatné premenné zostávajú nezmenené. Modely sú odhadované za obdobie od prvého štvrťroka 1999 do posledného štvrťroka 2025. Odhady sú prispôbené rozsahu šoku z neistoty v obchodnej politike, ktorý bol zaznamenaný medzi prvým a posledným štvrťrokom 2025, a vyjadrujú vplyv na miery rastu. Modré body znázorňujú priemerné účinky v rámci súboru modelových špecifikácií. Podnikové služby sú reprezentované súhmmom týchto sektorov: informácie a komunikácia, finančné a poisťovacie činnosti a odborné, vedecké a technické činnosti. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2025.

Napriek tlmiacemu vplyvu zvýšenej neistoty v obchodnej politike na rast bol rast reálneho HDP v roku 2025 odolnejší, než sa očakávalo. Zatiaľ čo projekcie z marca 2025 odhadovali rast reálneho HDP na úrovni 0,9 %, nakoniec dosiahol 1,5 %. Negatívny vplyv neistoty v obchodnej politike pomohlo zmierniť niekoľko kompenzačných faktorov. Po prvé, podniky v očakávaní vyšších cieľ prispôbili svoju výrobu a vývoz, čím efektívne presunuli časť hospodárskej aktivity do skoršieho obdobia.⁵ Po druhé, normalizácia menovej politiky vytvorila priaznivé podmienky pre rast, k čomu prispela aj celkovo dobrá kondícia bilancii súkromného sektora. A po tretie, hospodársku aktivitu podporili fiškálne opatrenia, ako napríklad realizácia programu Next Generation EU, zvýšenie výdavkov na obranu a cieľená fiškálna podpora.

⁴ Zistené účinky sa nemenia ani pri použití odlišných metód na identifikovanie šoku z neistoty.

⁵ Viac v Battistini a Gareis (2025).

Referencie

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

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

Battistini, N. a Gareis, J. (2025), [Výroba verus služby: ako predzásobenie a neistota formovali ich nedávny vývoj](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB.

Bloom, N. (2009), [The Impact of Uncertainty Shocks](#), *Econometrica*, Vol. 77, No 3, máj, s. 623 – 685.

Boer, L. a Rieth, M. (2024), [The Macroeconomic Consequences of Import Tariffs and Trade Policy Uncertainty](#), *IMF Working Papers*, No 24/13, január.

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. a Raffo, A. (2019), [Does trade policy uncertainty affect global economic activity?](#), *FEDS Note*, september.

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. a Raffo, A. (2020), [The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty](#), *Journal of Monetary Economics*, Vol. 109, január, s. 38 – 59.

Handley, K. a Limão, N. (2017), [Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States](#), *American Economic Review*, Vol. 107, No 9, september, s. 2731 – 2783.

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

Schröder, M. (2025), [Od textu k problémom: hranice spoľahlivosti ukazovateľov neistoty obchodnej politiky odvodených z textu](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB.

Od fyzických aktív k digitálnym riešeniam: hodnotenie digitálnych investícií v eurozóne

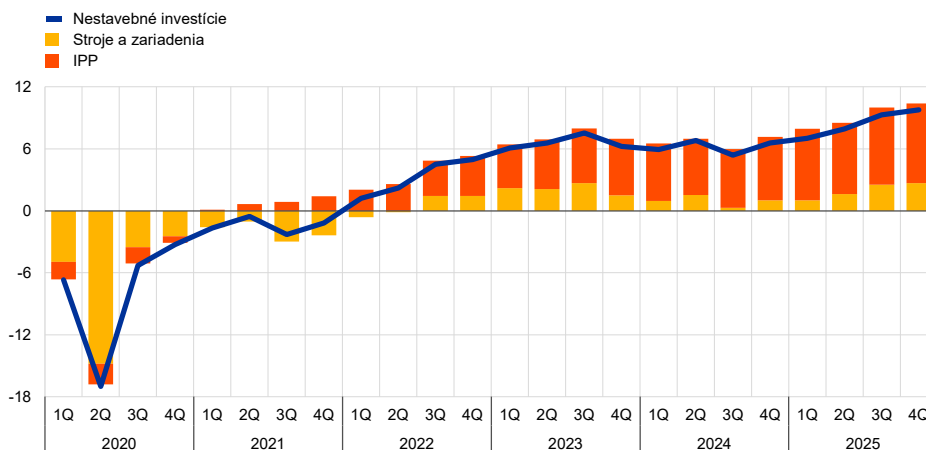
Malin Andersson, Sara Colombo, Valerie Jarvis a Richard Morris

Investície podnikov v eurozóne boli v posledných rokoch pomerne utlmené, pričom ich zložky vykazovali dvojrýchlostnú dynamiku. Kým celková investičná výkonnosť bola nevýrazná, trend v investíciách do hmotného majetku a investíciách do nehmotného majetku sa od roku 2020 rozchádza (graf A). Na konci roka 2025 nehmotné aktíva – medzi ktoré patria produkty duševného vlastníctva (IPP) vrátane počítačového softvéru a databáz, ako aj výskum a vývoj – tvorili približne 80 % kumulatívneho rastu podnikových investícií zaznamenaného od posledného štvrťroka 2019. A to napriek tomu, že predstavujú približne len dve tretiny kapitálových výdavkov na hmotné aktíva, ktoré zahŕňajú stroje a zariadenia. Tento narastajúci rozdiel bol pravdepodobne spôsobený výrazným zvýšením investícií do digitálnych aktív. V tomto boxe skúmame vývoj investícií do digitálnych technológií v eurozóne s využitím náhradných ukazovateľov, ktoré sledujú hlavné kategórie aktív súvisiacich s digitálnymi technológiami. Súčasne sa zameriavame aj na ekonomické dôsledky rastúceho podielu digitálnych investícií v celkových podnikových investíciách v eurozóne.

Graf A

Investície mimo stavebného sektora v eurozóne podľa kategórie aktív

(kumulatívna percentuálna zmena od posledného štvrťroka 2019; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Investície mimo stavebného sektora nezahŕňajú írske IPP. Zložky sa v súčte nerovnejú celkovej hodnote z dôvodu vylúčenia položky biologických zdrojov. Posledné údaje sú zo štvrtého štvrťroka 2025.

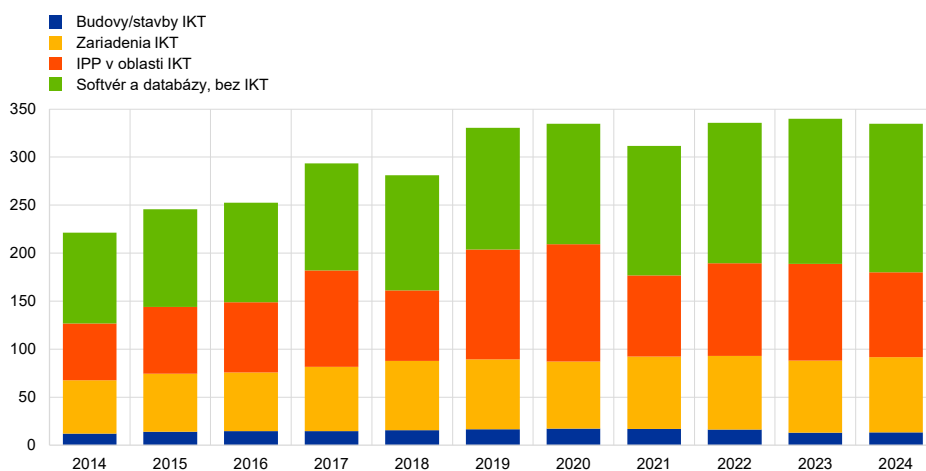
V poslednom desaťročí došlo v eurozóne k výraznému nárastu digitálnych investícií. Meranie investícií v rámci digitálneho ekosystému je najmä v Európe náročné. Investície súvisiace s digitálnou oblasťou nie je možné ľahko odlíšiť od iných foriem investícií, pretože národné účty eurozóny v súčasnosti neuvádzajú dostatočne podrobné členenie týkajúce sa investícií do digitálnych technológií

(najmä v štvrťročnej frekvencii).¹ Z tohto dôvodu sme vytvorili náhradný ukazovateľ digitálnych investícií na základe ročných účtovných výkazov eurozóny dostupných do roku 2024, ktoré poskytujú podrobnejšie členenie podľa aktív a sektorov než štvrťročné výkazy. Náhradný ukazovateľ sa skladá z troch prvkov. Prvým je odhad fyzickej digitálnej infraštruktúry (napr. budovy dátových centier) na základe nerezidenčnej výstavby v sektore informačných a komunikačných technológií. Druhým je meranie hmotných digitálnych investícií ako investícií do zariadení informačných a komunikačných technológií (IKT) v podnikovom sektore.² A tretím je pokrytie všetkých investícií do produktov duševného vlastníctva (vrátane počítačového softvéru, databáz a výskumu a vývoja) v sektore IKT, ako aj investícií do počítačového softvéru a databáz v ostatných odvetviach podnikovej ekonomiky v rámci kategórie nehmotných digitálnych investícií.³ Celkový nárast digitálnych investícií v rokoch 2014 až 2024 bol viac ako trojnásobný v porovnaní s kumulatívnym rastom HDP v rovnakom období. Výrazne najväčšiu časť digitálnych investícií tvorili investície do nehmotných aktív a prispeli k rastu tohto ukazovateľa za poslednú dekádu. Významný podiel mali aj hmotné výdavky podnikov na zariadenia IKT, pričom z nášho náhradného ukazovateľa vyplýva, že podiel investícií do výstavby dátových centier zostal pomerne nízky (graf B).

Graf B

Náhradný ukazovateľ digitálnych investícií za eurozónu podľa aktív

(v mld. EUR)



Zdroj: Eurostat, ECB a výpočty ECB.

Poznámka: Náhradný ukazovateľ digitálnych investícií zahŕňa: i) investície do výstavby nerezidenčných budov a stavieb v sektore IKT, ii) investície do zariadení IKT v podnikovom sektore, iii) investície do produktov duševného vlastníctva (počítačový softvér a databázy, výskum a vývoj) v sektore IKT a iv) investície do počítačového softvéru a databáz v ostatných častiach podnikového sektora (bez sektora IKT). Chýbajúce údaje za jednotlivé krajiny boli odhadnuté na základe známych agregátov podielov krajín a sektorov v eurozóne. Posledné údaje sú za rok 2024.

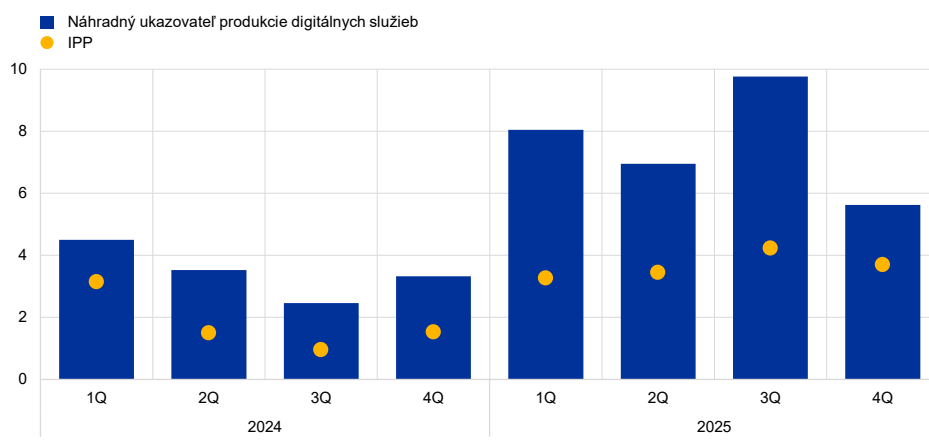
- ¹ Nový globálny Systém národných účtov 2025, ktorého zavedenie sa očakáva v rokoch 2029 – 2030, by mal poskytnúť ďalšie informácie o umelej inteligencii, dátach, cloud computingu a digitálnych sprostredkovateľoch.
- ² Podniková ekonomika zahŕňa celú ekonomiku s výnimkou poľnohospodárstva, lesného hospodárstva a rybného hospodárstva, verejných služieb, umenia a zábavy a ďalších kategórií služieb (t. j. nezahŕňa oddiely A, O až Q a R až U štatistickej klasifikácie ekonomických činností (NACE)).
- ³ Náš prístup vychádza z podobných prehľadov pre Spojené štáty, ktoré pripravil výskum Federálneho rezervného systému (Rubinton a Ankit Patro, 2026), a z nedávneho porovnania vypracovaného OECD, ktorý je uvedený v Gal et al. (2025).

Údaje o produkcii naznačujú, že v roku 2025 došlo v eurozóne k zrýchleniu digitálnych investícií. Rozčlenené údaje o investíciách podľa odvetví a aktív sú v súčasnosti dostupné len do roku 2024. Aktuálnejší náhradný ukazovateľ produkcie digitálnych služieb však možno vytvoriť ako vážený súhrn mesačnej produkcie v oblasti vydavateľskej činnosti (ktorej hlavnou zložkou je vydávanie softvéru), programovania, poradenstva a súvisiacich činností, ako aj činností v oblasti informačných služieb. Tento ukazovateľ dobre koreluje s rastom investícií do IPP – a dokonca ho aj predbieha – a naznačuje, že sa digitálne investície v roku 2025 zrýchlili (graf C). O niečo rýchlejšie ako náhradný ukazovateľ digitálnych investícií rástla v posledných rokoch aj produkcia digitálnych služieb. Produkcia digitálnych služieb je však len hrubým náhradným ukazovateľom digitálnych investícií. Približne 80 % produkcie v oblasti programovania a informačných služieb v eurozóne – čo predstavuje najväčšiu zložku nášho ukazovateľa digitálnych služieb – bolo využitých na domácom trhu. Väčšina tejto produkcie však nebola vykázaná ako investícia, ale ako medzispotreba. V tomto ohľade existujú medzi jednotlivými krajinami výrazné rozdiely, čiastočne spôsobené absenciou harmonizovaných postupov merania a vykazovania národných štatistických úradov v EÚ (graf D).⁴

Graf C

Náhradný ukazovateľ produkcie digitálnych služieb a produkty duševného vlastníctva v eurozóne

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

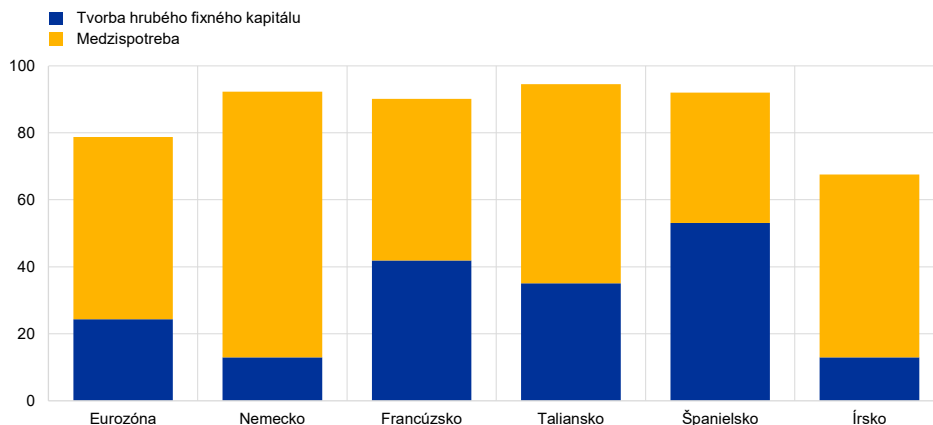
Poznámka: Náhradný ukazovateľ produkcie digitálnych služieb zahŕňa váženú, sezónne neočistenú produkciu v oblasti vydavateľskej činnosti (odvetvie J58 podľa štatistickej klasifikácie ekonomických činností (NACE)), programovania, poradenstva a súvisiacich činností (odvetvie J62 podľa NACE) a informačných služieb (odvetvie J63 podľa NACE). IPP nezahŕňajú Írsko. Posledné údaje o IPP sú zo štvrtého štvrťroka 2025 a o produkcii z decembra 2025.

⁴ Viac v Nonnis et al. (2025).

Graf D

Využitie počítačového programovania a informačných služieb v eurozóne

(percentuálny podiel na celkovom využití)



Zdroj: Európska komisia (štatistické tabuľky Figaro) a výpočty ECB.

Poznámka: Využitie produkcie v kombinovaných odvetviach NACE J62 a J63. Posledné údaje sú za rok 2023.

Hoci investície do digitálnych technológií v eurozóne výrazne stúpili, tempo rastu bolo podstatne pomalšie ako v Spojených štátoch. Ak rozšírimo digitálny ukazovateľ o odhadovaný silný rast produkcie digitálnych služieb v roku 2025 a vylúčime skreslenia celkového trendu spôsobené volatilitou produktov duševného vlastníctva v Írsku, výsledky naznačujú, že digitálne investície v eurozóne sa v rokoch 2014 až 2025 pravdepodobne zvýšili o niečo viac ako 60 % (graf E). Napriek tomuto výraznému rastu sa podobný ukazovateľ za Spojené štáty v rovnakom období viac než zdvojnásobil, pričom v roku 2025 sa značne zrýchlil vďaka silnému oživeniu investícií do dátových centier.⁵ Tento výrazný a zjavne sa prehlbujúci rozdiel v porovnaní so Spojenými štátmi si vyžaduje ďalší výskum, aby sa zistilo, do akej miery primárne odráža všeobecne menšiu veľkosť európskych podnikov, v dôsledku čoho je zavádzanie nových technológií menej ziskové, štrukturálnu nepružnosť v eurozóne alebo jednoducho výhodu Spojených štátov ako „priekopníka“ v tejto oblasti.⁶

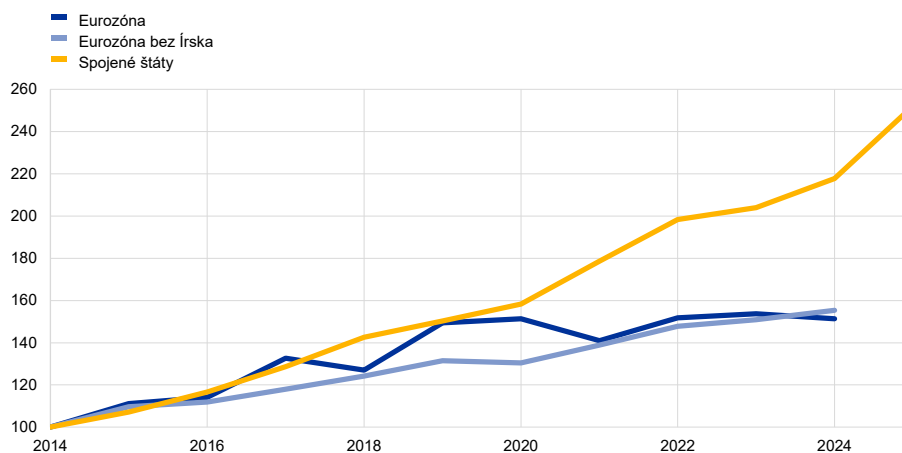
⁵ Širšie porovnanie investícií v eurozóne a v Spojených štátoch sa uvádza v Andersson et al. (2025).

⁶ V tomto vydaní Ekonomického bulletinu Ferrando et al. (2026) informujú o nedávnom prieskume SAFE o využívaní umelej inteligencie (AI) a trendoch v investíciách a poukazujú na silnú koreláciu medzi zavádzaním AI a investičnými výdavkami v podnikoch eurozóny. Podobné výsledky vyplývajú aj zo širšej štúdie Európskej investičnej banky (2026).

Graf E

Náhradný ukazovateľ digitálnych investícií za eurozónu a Spojené štáty

(index: 2014 = 100)



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

Poznámka: Náhradný ukazovateľ digitálnych investícií za eurozónu je znázornený v grafe B. Modrý bod zachytáva vývoj v roku 2025 na základe ročného rastu ukazovateľa produkcie digitálnych služieb uvedeného v grafe C. Ukazovateľ za Spojené štáty zahŕňa investície do dátových centier, zariadení na spracovanie informácií a počítačového softvéru. Posledné údaje za Spojené štáty sú zo štvrtého štvrťroka 2025, v prípade produkcie digitálnych služieb z decembra 2025 a v prípade ostatných položiek z roka 2024.

Do budúcnosti sa očakáva ďalší rast podielu digitálnych investícií, čo bude mať významné dôsledky pre hospodársky cyklus a hospodársku politiku.

Očakáva sa, že digitálne investície v budúcnosti výrazne vzrastú, a to vďaka investíciám rizikového kapitálu a financovaniu z programu Next Generation EU. Okrem toho boli nedávno spustené dva celoeurópske programy Akčný plán pre kontinent umelej inteligencie (AI Continent Action Plan) a Stratégia uplatňovania umelej inteligencie (Apply AI Strategy), ktorých cieľom je alokovať do digitálnych investícií veľké sumy peňazí a zmobilizovať ďalšie národné prostriedky z členských štátov EÚ.⁷ Podľa prieskumu Európskej asociácie dátových centier by však ďalšie zrýchlenie digitálnych investícií mohli zbrzdiť nedostatočné dodávky energie, chýbajúci kvalifikovaní pracovníci alebo nadmerná regulácia.⁸ Digitálne investície v eurozóne by sa mohli spomaliť aj v prípade, že umelá inteligencia neprinesie očakávané zvýšenie produktivity a zníženie nákladov, čo by viedlo k prehodnoteniu budúceho dopytu smerom nadol.

Referencie

Andersson, M., Jarvis, V. a Soudan, M. (2025), [Podnikové investície: prečo eurozóna zaostáva za Spojenými štátmi?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB.

Európska komisia (2025a), [Akčný plán pre kontinent umelej inteligencie](#).

Európska komisia (2025b), [Stratégia uplatňovania umelej inteligencie](#).

⁷ Európska komisia (2025a) a Európska komisia (2025b).

⁸ Európska asociácia dátových centier (2025).

European Data Centre Association (2025), [State of European Data Centres 2025](#).

European Investment Bank (2026), [AI adoption, productivity and employment: Evidence from European firms](#), *Working Paper 2026/02*, január.

Ferrando, A., Lamboglia, S., Rariga, J. a Schmidt, M. (2026), Zavádzanie a investície do umelej inteligencie: poznatky z prieskumu SAFE medzi podnikmi eurozóny, *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB.

Gal, P., Hooley, J., Ozturk, F. a Unsal, F. (2025), [Business investment in the face of the digital transformation: Initial evidence](#), *OECD Economics Department Working Papers*, No 1859, OECD.

Lane, P. (2026), [Interview with La Stampa](#), ECB, 16. január.

Nonnis, A., Roth, F. a Bounfour, A. (2025), [Intangible capital in France and Germany: Measurement issues and their impact on productivity](#), *VoxEU Column*, Centre for Economic Policy Research, 6. október.

Rubinton, H. a Ankit Patro, B. (2026), [Tracking AI's Contribution to GDP Growth](#), *On the Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 12. január.

6 Zavádzanie a investície do umelej inteligencie: poznatky z prieskumu SAFE medzi podnikmi eurozóny

Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia, Judit Rariga a Maurice Schmidt

V tomto boxe prinášame nové informácie o zavádzaní technológií umelej inteligencie (AI) v podnikoch eurozóny a o ich plánoch v oblasti investícií do umelej inteligencie do konca roka 2026. Prieskum o prístupe podnikov

k financovaniu (SAFE) za posledný štvrtrok 2025 (ECB, 2026) obsahoval súbor ad hoc otázok týkajúcich sa zavádzania umelej inteligencie a dôvodov, prečo sa tieto technológie využívajú alebo nevyužívajú. Podniky mali odpovedať na otázku, do akej miery zaviedli konkrétne technológie vrátane prediktívnych nástrojov (ako je hĺbková analýza textu, rozpoznávanie hlasu a obrazu a strojové učenie), generatívnych nástrojov (ako sú chatboty a generovanie textu/obrazu) a robotizovanej automatizácie procesov. Následne boli požiadané, aby uviedli svoje investičné plány v oblasti umelej inteligencie na nasledujúcich 12 mesiacov a zhodnotili rozšírenie investícií do umelej inteligencie medzi svojimi konkurentmi vo svojej krajine do júna 2025.¹

Veľké podniky, spoločnosti kótované na burze alebo podporované rizikovým kapitálom a mladé podniky zavádzajú umelú inteligenciu častejšie ako malé, nekótované a etablované firmy (graf A). Výsledky prieskumu ukazujú, že 38 % podnikov v eurozóne sa nachádza v pokročilom štádiu zavádzania umelej inteligencie, čo svedčí o jej významnom alebo strednom využívaní. Ďalších 33 % podnikov sa stále nachádza v počiatočnej fáze, pričom umelú inteligenciu využívajú len veľmi zriedka alebo experimentálne. Približne 45 % veľkých podnikov a spoločností kótovaných na burze alebo podporovaných rizikovým kapitálom sa nachádza v pokročilom štádiu využívania umelej inteligencie; v prípade mladých firiem je to až 56 %. Podiel podnikov, ktoré uvádzajú značné využívanie umelej inteligencie, je však podobný vo všetkých veľkostných kategóriách a typoch vlastníctva, čo naznačuje, že zavádzanie umelej inteligencie sa v rámci kľúčovej skupiny podnikov šíri rovnomerne. Zaujímavosťou je, že tento podiel je až dvojnásobný medzi mladými firmami, čo pravdepodobne odráža hnciu úlohu startupov.²

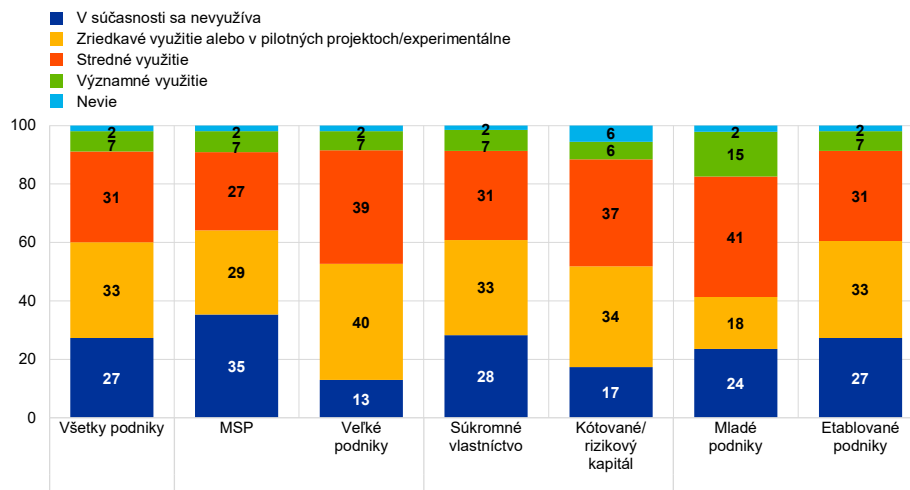
¹ Informácie o ďalších ad hoc otázkach týkajúcich sa AI, ktoré boli súčasťou prieskumu SAFE, nájdete v publikácii ECB (2026).

² Podobné percentuálne podiely zavádzania AI v závislosti od charakteristiky podniku boli zistené aj naprieč krajinami – pozri Yotzov et al. (2026) v prípade Spojeného kráľovstva, Spojených štátov, Nemecka a Austrálie a Bencivelli et al. (2026) za Nemecko, Taliansko a Španielsko.

Graf A

Využívanie AI v závislosti od typu podniku

(percentuálny podiel respondentov)



Zdroj: SAFE (ECB, 2026) a výpočty ECB.

Poznámka: MSP znamená malé a stredné podniky (do 250 zamestnancov). Mladé podniky existujú menej ako päť rokov. Súkromné vlastníctvo znamená jednotlivcov, rodiny alebo iné subjekty, ktoré v týchto podnikoch vlastní väčšinový podiel. Pojem „kótované/rizikový kapitál“ označuje väčšinové vlastníctvo prostredníctvom verejných akcionárov alebo spoločností rizikového kapitálu. Údaje sa vzťahujú na kolo prieskumu uskutočnené v období október – december 2025.

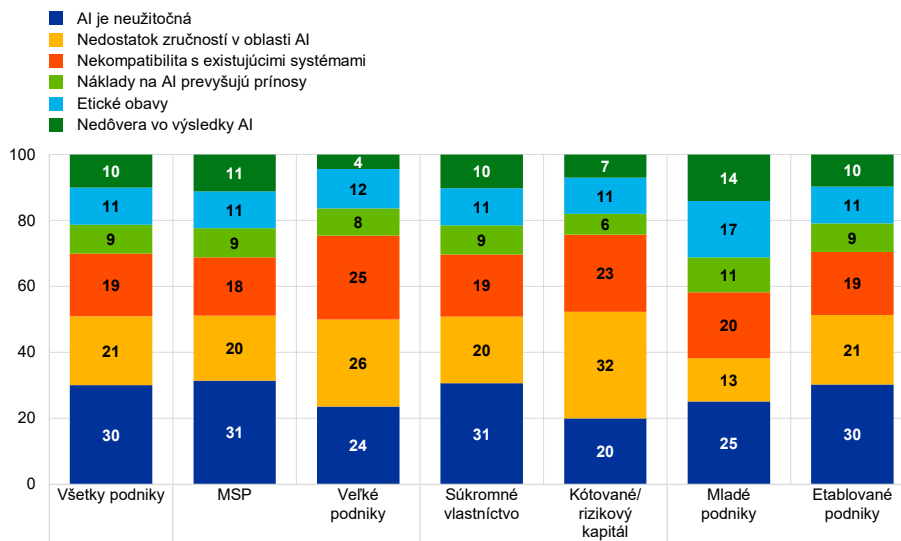
Z údajov vyplýva, že najčastejšími dôvodmi, prečo sa umelá inteligencia nepoužíva, sú vnímaný nedostatok jej užitočnosti a problémy spojené s jej zavádzaním (graf B). Konkrétne 30 % podnikov, ktoré v súčasnosti nevyužívajú umelú inteligenciu, za hlavnú prekážku označuje nedostatok jej užitočnosti, zatiaľ čo približne 20 % uvádza nekompatibilitu s ich existujúcimi systémami a nedostatok relevantných zručností. Veľké podniky v porovnaní s malými a strednými podnikmi (MSP) menej často považujú umelú inteligenciu za nedostatočne užitočnú, no častejšie poukazujú na prekážky pri jej zavádzaní, ako sú nedostatočné odborné znalosti v oblasti umelej inteligencie a nekompatibilita systémov. Spoločnosti kótované na burze alebo podporované rizikovým kapitálom, kde je zavádzanie umelej inteligencie vo všeobecnosti rozšírenejšie, si podľa všetkého uvedomujú potenciálnu hodnotu umelej inteligencie aj v prípade, že ju ešte nezaviedli, zatiaľ čo súkromné podniky častejšie uvádzajú prekážky, ako je vnímaný nedostatok jej užitočnosti. Mladšie podniky v porovnaní s etablovanými podnikmi častejšie vyjadrujú obavy týkajúce sa etiky a ako prekážku zavádzania uvádzajú nedôveru k výstupom umelej inteligencie.³

³ Prieskum tiež zisťoval dôvody, prečo podniky využívajú AI. Z odpovedí vyplýva, že AI sa využíva predovšetkým na zefektívnenie kľúčových aj vedľajších podnikových procesov, pričom výrazne menej podnikov uvádza znižovanie personálnych nákladov, podporu výskumu a vývoja či inovácií alebo rozširovanie ponuky svojich produktov a služieb. Bez ohľadu na mieru zavádzania AI podniky pri jej implementácii zvyčajne uvádzajú podobné dôvody a medzi veľkostnými kategóriami neexistujú žiadne výrazné rozdiely (ECB, 2026).

Graf B

Dôvody nevyužívania AI v závislosti od typu podniku

(percentuálny podiel respondentov)



Zdroj: SAFE (ECB, 2026) a výpočty ECB.

Poznámka: Položka všetky podniky zahŕňa iba tie podniky, ktoré v súčasnosti AI nevyužívajú. MSP znamená malé a stredné podniky (do 250 zamestnancov). Mladé podniky existujú menej ako päť rokov. Súkromné vlastníctvo znamená jednotlivcov, rodiny alebo iné subjekty, ktoré v týchto podnikoch vlastní väčšinový podiel. Pojem „kótované/rizikový kapitál“ označuje väčšinové vlastníctvo prostredníctvom verejných akcionárov alebo spoločností rizikového kapitálu. Údaje sa vzťahujú na kolo prieskumu uskutočnené v období október – december 2025.

Podniky, ktoré umelú inteligenciu využívajú vo veľkej miere, častejšie očakávajú nárast obratu a investícií do dlhodobého majetku v porovnaní s podnikmi, ktoré umelú inteligenciu nevyužívajú (graf C).

Regresná analýza poukazuje na vzťah medzi mierou využívania umelej inteligencie a očakávaniami podnikov, pokiaľ ide o reálne výsledky. V závislosti od veľkosti, sektora a lokality podniky, ktoré vo veľkej miere využívajú umelú inteligenciu, s väčšou pravdepodobnosťou očakávajú v priebehu nasledujúcich troch mesiacov vyšší obrat a zvýšené investície do dlhodobého majetku (o 21 %, resp. 13 %) v porovnaní s podnikmi, ktoré umelú inteligenciu nevyužívajú (graf C, panel a). Okrem toho sa s častejším využívaním umelej inteligencie zvyšuje aj očakávaný podiel budúcich investícií vyčlenených na umelú inteligenciu. Podniky, ktoré umelú inteligenciu využívajú len zriedkavo, očakávajú, že na investície do umelej inteligencie vyčlenia o 3,2 percentuálneho bodu viac než podniky, ktoré ju nevyužívajú (graf C, panel b). V prípade podnikov, ktoré umelú inteligenciu využívajú v strednej alebo významnej miere, predstavujú zodpovedajúce rozdiely oproti podnikom, ktoré ju nevyužívajú, 5,5 a 11,5 percentuálneho bodu. Podniky, ktoré umelú inteligenciu využívajú vo veľkej miere, zároveň očakávajú v priebehu nasledujúcich 12 mesiacov nárast miezd o ďalších 0,6 percentuálneho bodu a nárast zamestnanosti o 1,3 percentuálneho bodu v porovnaní s podnikmi, ktoré umelú inteligenciu nevyužívajú.⁴

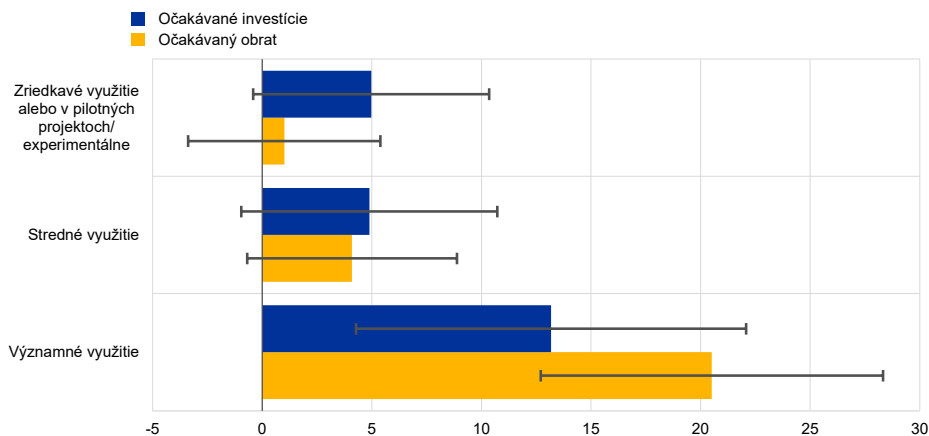
⁴ V prípade podnikov, ktoré AI nevyužívajú, je nepodmienený vážený priemer očakávaného rastu miezd 3,1 % v porovnaní s 3,7 % v podnikoch, ktoré ju využívajú vo významnej miere. V prípade zamestnanosti predstavujú tieto hodnoty 0,6 % a 2,8 %. Podobné výsledky sa uvádzajú aj v Aldasoro et al. (2026).

Graf C

Využívanie AI a očakávania skutočných výsledkov podnikov

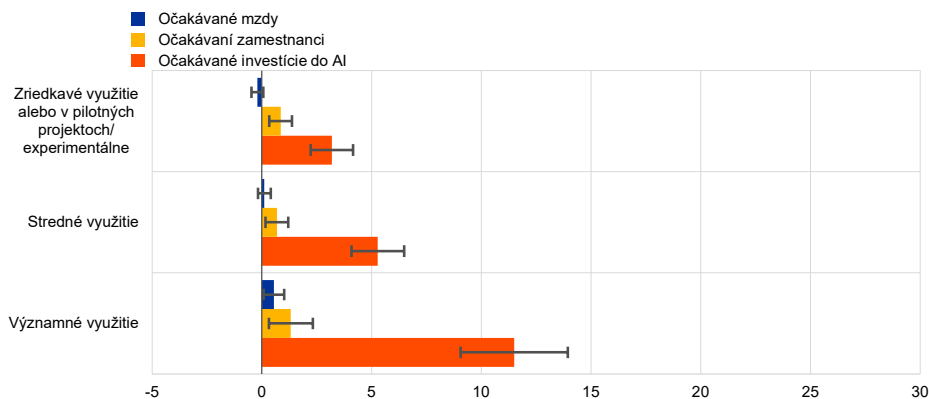
a) Investície a obrat

(v %)



b) Mzdy, zamestnanosť a investície do AI

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: SAFE (ECB, 2026) a výpočty ECB.

Poznámka: V paneli a) sú uvedené koeficienty regresných analýz na úrovni podnikov pre očakávaný obrat/investície (ide o binárne premenné, ktoré nadobúdajú hodnotu 1, ak podnik očakáva nárast v nasledujúcich troch mesiacoch) vo vzťahu k využívaniu AI, pričom kategória podnikov nevyužívajúcich AI bola vynechaná. V paneli b) sú uvedené koeficienty regresných analýz na úrovni podnikov pre tri spojité premenné – očakávaný nárast miezd, počtu zamestnancov a podielu investícií v priebehu nasledujúcich 12 mesiacov vo vzťahu k využívaniu AI. Regresné analýzy vážené na základe prieskumu s fixnými efektmi pre odvetvie, krajinu a veľkosť podniku. Zvislé čiary predstavujú pásma spoľahlivosti 90 %. Graf je založený na kole prieskumu uskutočnenom v období október – december 2025.

Podniky, ktoré v súčasnosti využívajú umelú inteligenciu, plánujú do nej v tomto roku investovať viac než podniky, ktoré ju nevyužívajú, čo naznačuje posilňujúci sa cyklus zavádzania a inovácií (graf D).

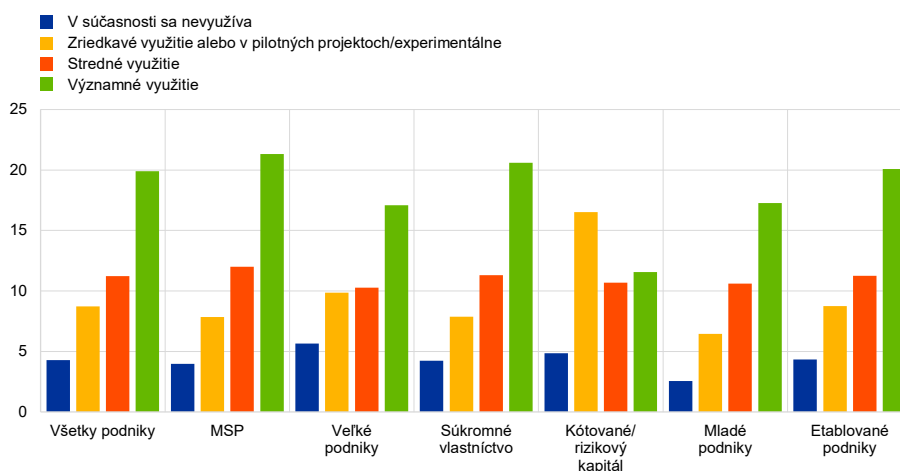
Podniky v priemere očakávajú, že na umelú inteligenciu vyčlenia 9 % svojich celkových investícií, hoci medzi podnikmi existujú výrazné rozdiely v závislosti od ich typu a miery zavedenia umelej inteligencie. Podniky, ktoré v súčasnosti umelú inteligenciu nevyužívajú, predpokladajú, že na ňu vyčlenia relatívne malú časť svojich investícií (v priemere 4 %), pričom veľké podniky v tejto skupine predpokladajú o niečo vyšší podiel (6 %) v porovnaní s malými a strednými podnikmi (4 %). Podniky v pokročilejšej fáze zavádzania umelej inteligencie, naopak, počítajú s omnoho vyššou mierou investícií. Podniky, ktoré umelú inteligenciu využívajú v menšej miere, plánujú na ňu vyčleniť 11 % svojich investícií, zatiaľ čo tie, ktoré ju využívajú vo veľkej miere, uvádzajú

najvyššie podiely plánovaných investícií (20 %). Medzi týmito významnými používateľmi vedú malé a stredné podniky s podielom predpokladaných investícií na úrovni 21 %, zatiaľ čo veľké podniky dosahujú 17 %. Celkový vývoj investícií do umelej inteligencie naznačuje existenciu posilňujúceho sa cyklu, keď podniky, ktoré už umelú inteligenciu využívajú, do ďalšieho rozvoja a integrácie týchto technológií investujú viac.

Graf D

Očakávané investície do AI v nasledujúcich 12 mesiacoch podľa súčasnej intenzity jej využívania a typu podniku

(podiel na celkových investíciách)



Zdroj: SAFE (ECB, 2026) a výpočty ECB.

Poznámka: MSP znamená malé a stredné podniky (do 250 zamestnancov). Mladé podniky existujú menej ako päť rokov. Súkromné vlastníctvo znamená jednotlivcov, rodiny alebo iné subjekty, ktoré v týchto podnikoch vlastní väčšinový podiel. Pojem „kótované/rizikový kapitál“ označuje väčšinové vlastníctvo prostredníctvom verejných akcionárov alebo spoločností rizikového kapitálu. Údaje sa vzťahujú na kolo prieskumu uskutočnené v období október – december 2025.

So spôsobom investovania do umelej inteligencie súvisí aj vlastnícka štruktúra podnikov.

Podniky, ktoré využívajú umelú inteligenciu v menšej miere, vykazujú podobné investičné tendencie bez ohľadu na vlastnícku štruktúru. Rozdiely sa objavujú až v počiatočných a pokročilých štádiách zavádzania umelej inteligencie (graf D). V prípade počiatočného štádia zavádzania umelej inteligencie vykazujú najvyšší podiel očakávaných investícií do umelej inteligencie spoločnosti kótované na burze alebo podporované rizikovým kapitálom, a to 17 % svojich celkových investícií, v porovnaní s 8 % v prípade podnikov v súkromnom vlastníctve. Toto vedúce postavenie je pravdepodobne podmienené tým, že majú lepší prístup k financovaniu a zameriavajú sa na príležitosti s vysokým rastovým potenciálom. Naopak, v pokročilom štádiu zavádzania umelej inteligencie vykazujú vyšší podiel očakávaných investícií do umelej inteligencie podniky v súkromnom vlastníctve, ktoré na tento účel plánujú vyčleniť 21 % svojich celkových investícií v porovnaní s 12 % pri spoločnostiach kótovaných na burze alebo podporovaných rizikovým kapitálom. Pravdepodobne to odráža ich koncentrovanú vlastnícku štruktúru a dlhodobé strategické zameranie, čo im poskytuje väčšiu flexibilitu pri využívaní overených výhod umelej inteligencie.

Mladé podniky spočiatku investujú do umelej inteligencie len málo, ale s jej ďalším zavádzaním svoje investície zvyšujú. Tieto podniky uvádzajú najnižšie

podieľy očakávaných investícií do umelej inteligencie v počiatočných fázach jej zavádzania (3 % z celkových investícií – graf D). S jej rozširujúcim sa zavádzaním sa však tento podiel zvyšuje na 17 %, čím sa približuje úrovni investícií v etablovaných podnikoch. Tento trend možno vysvetliť viacerými faktormi: učenie sa praxou znižuje neistotu pri posudzovaní prínosu jednotlivých aplikácií a úspešné pilotné projekty odôvodňujú ďalšie investície.

Referencie

Aldasoro, I., Gambacorta, L., Pal, R., Revoltella, D., Weiss, C. a Wolski, M. (2026), [AI adoption, productivity and employment: evidence from European firms](#), *BIS Working Papers*, No1325, Bank for International Settlements, január.

Bencivelli, L., De Masi, L., Falck, E., Fernández Cerezo, A., Formai, S., Hidalgo Bricio, I., Mattevi, E. a Nagengast, A. (2026), [Embracing AI in Europe: New evidence from harmonised central bank business surveys](#), VOXEU Column.

ECB (2026), [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – Fourth quarter of 2025](#).

Yotzov, I., Barrero, J. M., Bloom, N., Bunn, P., Davis, S. J., Foster, K. M., Jalca, A., Meyer, B. H., Mizen, P., Navarrete, M. A., Smietanka, P., Thwaites, G. a Wang, B. Z. (2026), [Firm Data on AI](#), *Working Papers*, No 34836, National Bureau of Economic Research, február.

Finančné a makroekonomické dôsledky rastu veľmi dlhodobých výnosov

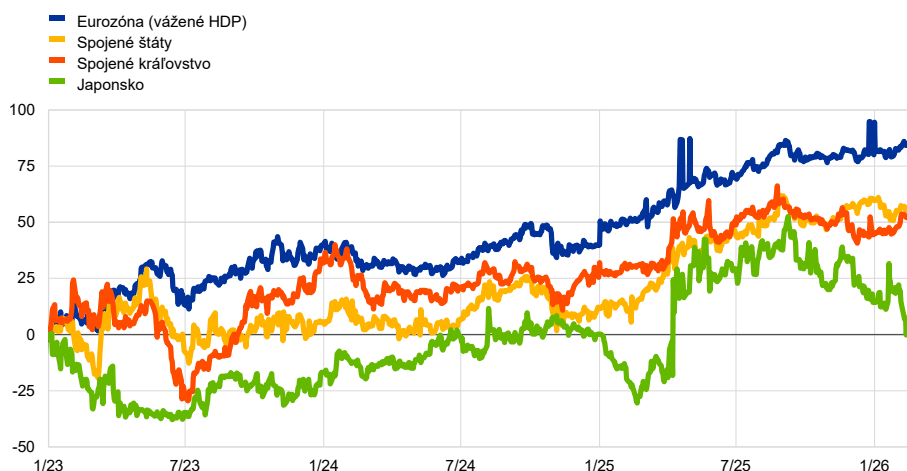
Tilman Bletzinger, Ambra Boilini, Christoph Kaufmann, Giulio Nicoletti, Melina Papoutsi a Johannes Pöschl

V niekoľkých vyspelých ekonomikách sa v uplynulom roku výrazne zvýšili veľmi dlhodobé úrokové sadzby, čo sa premietlo do strmšieho sklonu výnosovej krivky na jej veľmi dlhom konci (graf A). V eurozóne bolo toto zosťavenie sklonu 30-ročnej výnosovej krivky oproti 10-ročnej krivke v porovnaní s predchádzajúcimi epizódami pomerne výrazné, čo odzrkadľuje posun smerom k normálnejšiemu tvaru výnosových kriviek v prostredí vyšších dlhodobých reálnych úrokových sadzieb, globálnych faktorov a fiškálnych zmien v krajinách eurozóny (Böninghausen a Vladu, 2026). V tomto boxe skúmame, ako strmé stúpanie výnosovej krivky na dlhom konci ovplyvňuje náklady na financovanie vlády, portfóliá súkromného sektora, bankové úvery a makroekonomický vývoj.

Graf A

Sklon 30-ročnej výnosovej krivky k 10-ročnej výnosovej krivke dlhopisov v eurozóne a vo vybraných štátoch

(v bázičných bodoch)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje kumulatívne zmeny strmosti výnosovej krivky dlhopisov jednotlivých štátov, vyjadrené spreadom 30-ročných a 10-ročných výnosových kriviek. Posledné údaje sú z 25. februára 2026.

Priame účinky rastu veľmi dlhodobých výnosov na náklady na financovanie vládneho dlhu budú pravdepodobne obmedzené. Ponuka veľmi dlhodobých štátnych dlhopisov sa v posledných rokoch zvýšila, a to tak v absolútnom vyjadrení, ako aj v pomere k objemu nesplateného dlhu (graf B, panel a). Táto zvýšená ponuka prispieva ceteris paribus k vyšším výnosom na veľmi dlhom konci krivky. Očakáva sa však, že vplyv strmšieho sklonu výnosovej krivky medzi 30-ročnou a 10-ročnou splatnosťou na celkové náklady na financovanie vlády bude obmedzený. Približne 70 % emisií má stále kratšiu splatnosť ako desať rokov, a preto ich vyššie veľmi dlhodobé úrokové sadzby priamo neovplyvňujú. Okrem toho môžu úrady pre správu

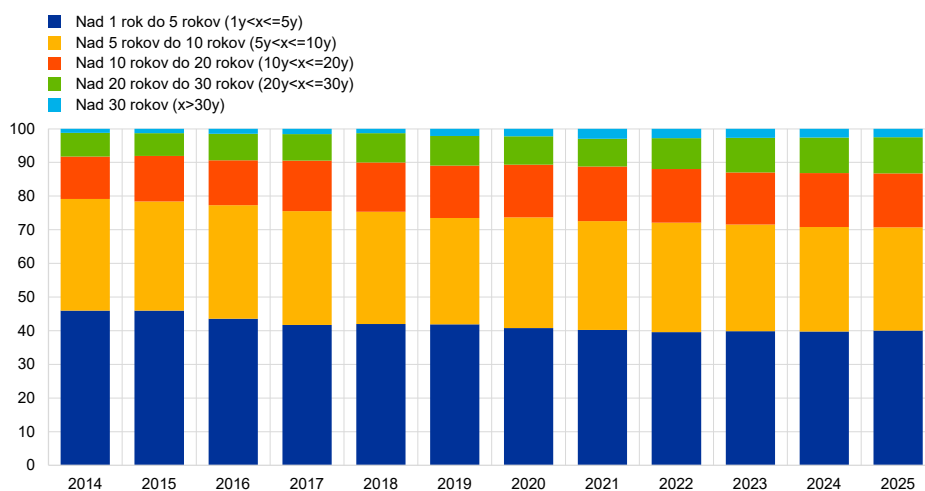
dľhu v reakcii na zmeny úrokových sadziieb pružne upravovať štruktúru splatností svojich emisií, čo im umožňuje zmierniť vplyv strmého stúpania výnosovej krivky na financovanie štátneho dľhu.¹

Graf B

Objem nesplateného štátneho dľhu v eurozóne

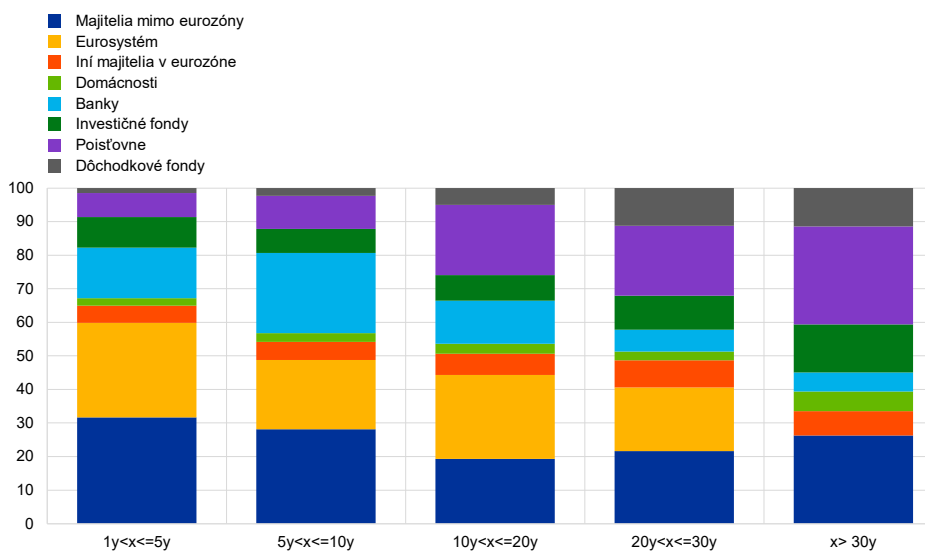
a) Podľa splatnosti

(v % nesplateného dľhu)



b) Podľa sektora majiteľa

(v % nesplateného dľhu)



Zdroj: Štatistiky držby cenných papierov ECB, centralizovaná databáza cenných papierov a výpočty ECB.

Poznámka: Majitelia mimo eurozóny zahŕňajú investorov mimo eurozóny. Graf zobrazuje údaje za Nemecko, Španielsko, Francúzsko a Taliansko.

¹ V období nízkych úrokových sadziieb bolo kľúčovou stratégiou úradov pre správu dľhu predĺžovanie splatností novo emitovaných dlhopisov. Analýza prispôbovania emisného správania vlád vo vzťahu k zmenám vo vývoji výnosov je v Plessen-Mátyás et al. (2023).

Preskupovanie portfólií poisťovní a dôchodkových fondov (ICPF) v reakcii na zmeny veľmi dlhodobých výnosov môže ovplyvniť náklady na financovanie súkromného sektora. Poisťovne a dôchodkové fondy sú hlavnými sektormi, ktoré majú v držbe veľmi dlhodobý dlh, pričom ich kombinovaný podiel dlhopisov so splatnosťou nad 30 rokov presahuje 40 % (graf B, panel b). Keďže súvahy ICPF zvyčajne vykazujú záporné rozdiely v durácii (t. j. durácia pasív prevyšuje duráciu aktív), ich kapitálová pozícia sa zlepšuje pri raste dlhodobých výnosov, čo znižuje potrebu stratégií zosúladovania durácií, a teda aj dopyt po dlhodobých dlhopisoch (pozri Domanski et al., 2017). K určitému odklonu portfólií od veľmi dlhodobých dlhopisov by mohol prispieť aj prechod holandských dôchodkových fondov z dôchodkových systémov s definovanými dávkami na systémy s definovanými príspevkami, ktorý by mal byť ukončený do roku 2028, keďže sa tým zníži potreba zabezpečovať veľmi dlhodobé úrokové riziko. Vplyv týchto zmien na náklady na financovanie v súkromnom sektore bude závisieť od toho, ako sa ICPF rozhodnú prehodnotiť zloženie svojich portfólií. Ak nakúpia podstatne väčší objem aktív súkromného sektora, napríklad podnikové dlhopisy alebo akcie, zvýši to výnosy z týchto aktív, čím sa znížia náklady na financovanie súkromného sektora (pozri Kubitzka, 2026). Naopak, ak je zostrenie sklonu výnosovej krivky sprevádzané všeobecne vyššou úrovňou dlhodobých úrokových sadzieb pozdĺž celej krivky, ICPF zvyknú menej vyhľadávať výnosy z rizikovejších aktív, ako sú podnikové dlhopisy alebo akcie (pozri Kaufmann et al., 2024). Poisťovne sa namiesto toho môžu začať orientovať na štátne dlhopisy s rôznymi splatnosťami, čo vyvíja tlak na rast nákladov na financovanie v súkromnom sektore. Existuje teda niekoľko potenciálne kompenzačných kanálov, prostredníctvom ktorých môže preskupovanie portfólií ICPF ovplyvniť náklady na financovanie v súkromnom sektore. V dôsledku toho zostáva celkový vplyv nejasný.

Zväčšovanie strmosti výnosovej krivky vyvoláva tlak na rast úrokových sadzieb hypotekárnych úverov s počiatočnou fixáciou úrokovej sadzby na viac ako desať rokov. V prieskume spotrebiteľských očakávaní (CES) ECB z februára 2025 takmer polovica domácností s hypotékou uviedla, že pri uzavretí úveru si zvolili fixáciu úrokovej sadzby na obdobie dlhšie ako desať rokov, a približne štvrtina uviedla fixáciu úrokovej sadzby na obdobie dlhšie ako 20 rokov (graf C, panel a). Podľa informácií z internetových zdrojov od januára 2025 výrazne vzrástli inzerované veľmi dlhodobé hypotekárne sadzby, a to najmä v Nemecku a Taliansku (graf C, panel b).² Značne sa zvýšila aj dodatočná úroková sadzba, ktorú domácnosti platia za získanie hypotekárneho úveru s veľmi dlhou fixáciou úrokovej sadzby v porovnaní s úvermi s desaťročnou fixáciou, hlavne v Nemecku a Taliansku (graf C, panel c). Celkovo to môže mať za následok zvýšenie nákladov domácností na financovanie.

² Internetové údaje o hypotekárnych úveroch sledujú úvery s presne vymedzeným obdobím fixácie pri nezmenených charakteristikách dlžníka, a preto môžu lepšie aproximovať sadzby ponúkané bankami, zatiaľ čo úroková štatistika odráža rovnováhu medzi sadzbami ponúkanými bankami a rozhodnutiami dlžníkov. Úrokové sadzby hypotekárnych úverov s veľmi dlhou splatnosťou sú dostupné sadzby s počiatočným obdobím fixácie približujúcim sa čo najviac k 30 rokom. V Nemecku, Španielsku a Taliansku to znamená 30-ročné obdobie a vo Francúzsku 25-ročné obdobie.

Graf C

Obdobia fixácie úrokových sadzieb hypotekárnych úverov, ponúkané úrokové sadzby hypotekárnych úverov s veľmi dlhou fixáciou a zmena spreadu medzi úrokovými sadzbami hypotekárnych úverov s veľmi dlhou a dlhou fixáciou

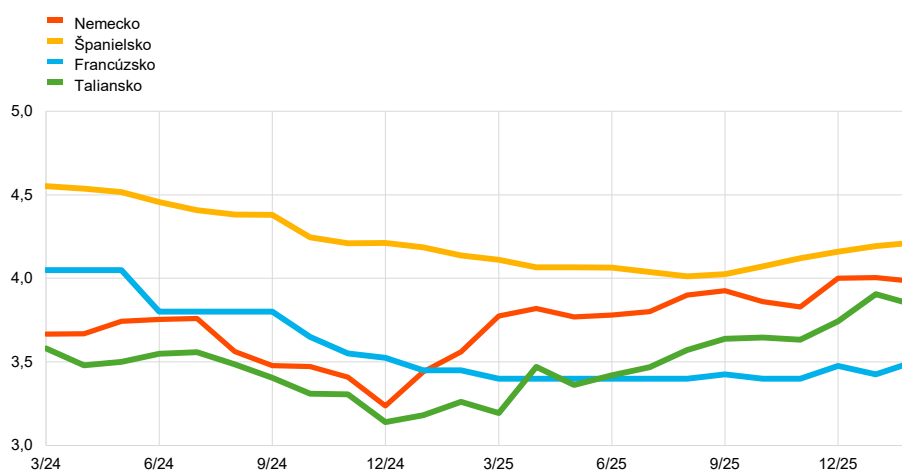
a) Hypotekárne úvery podľa obdobia fixácie

(v % nesplatených hypotekárnych úverov)



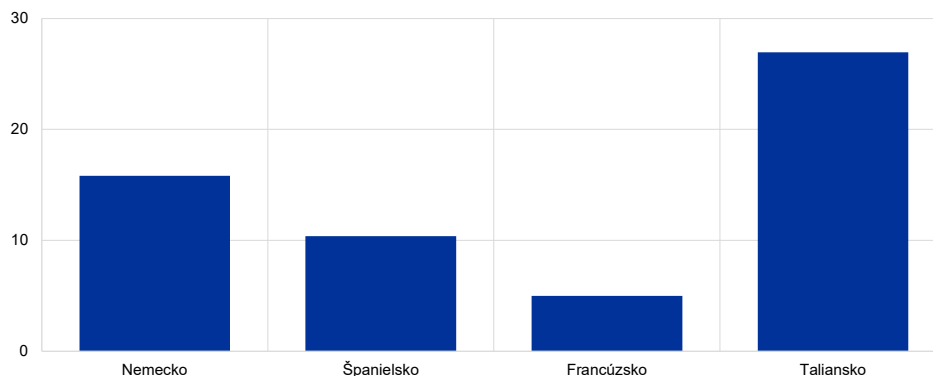
b) Ponúkané úrokové sadzby hypotekárnych úverov s veľmi dlhým obdobím fixácie

(v % p. a.)



c) Zmeny spreadu medzi úrokovými sadzbami hypotekárnych úverov s veľmi dlhou a dlhou fixáciou od januára 2025

(v bázičných bodoch)



Zdroj: CES, online inzerované sadzby (MutuiSupermarket, Idealista, Verivox a Empruntis) a výpočty ECB.

Poznámka: Panel a): Vylúčili sa odpovede domácností z dvoch najnižších skupín finančnej gramotnosti. Odpovede sú vážené pomocou váh populačnej vzorky a objemov hypotekárnych úverov pri ich poskytnutí. Panel b): úrokové sadzby hypotekárnych úverov s veľmi dlhým obdobím fixácie inzerované na internete. Panel c): zmeny rozpätí hypotekárnych úverov od januára 2025. V každej krajine spready úrokových sadzieb hypotekárnych úverov predstavujú rozdiel medzi úrokovými sadzbami hypotekárnych úverov s obdobím fixácie úrokovej sadzby čo najbližším k 30 rokom a úrokovými sadzbami hypotekárnych úverov s obdobím fixácie úrokovej sadzby čo najbližším k 10 rokom. V Nemecku ide o 30-ročné a 10-ročné obdobie, vo Francúzsku o 25-ročné a 10-ročné obdobie a v Taliansku a Španielsku o 30-ročné a 15-ročné obdobie. Posledné údaje v prípade CES sú z februára 2025 a v prípade sadzieb inzerovaných online z februára 2026.

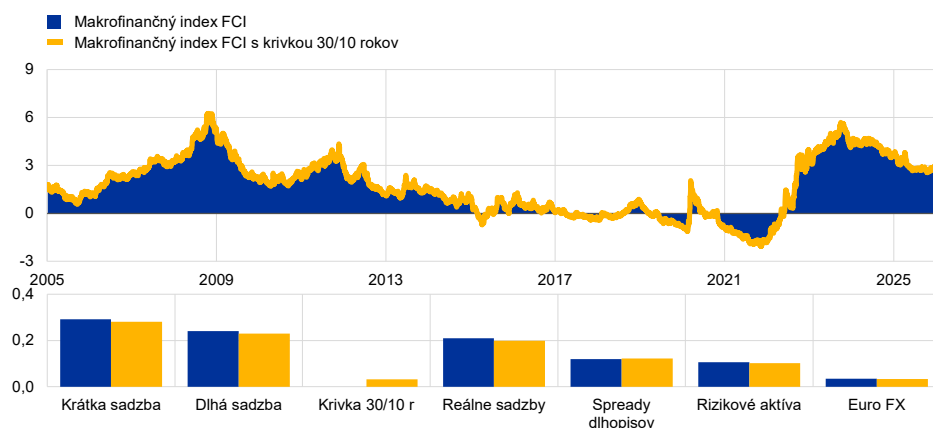
Úrokové sadzby pri veľmi dlhých splatnostiach majú len malý vplyv na indexy finančných podmienok, ktoré zachytávajú ceny aktív s makroekonomickým významom. Na posúdenie významu ukazovateľov finančných trhov z hľadiska spoločnej dynamiky kľúčových makroekonomických premenných a finančných podmienok možno použiť makrofinančný index finančných podmienok (FCI), ktorý vypracoval Bletzinger et al. (2026). Doplnenie ukazovateľa sklonu krivky jednodňových indexových swapov (OIS) medzi 30-ročnou a 10-ročnou splatnosťou do základnej špecifikácie ponecháva výsledný index v zásade nezmenený vzhľadom na nízku odhadnutú váhu tohto ukazovateľa (graf D, panel a). Po zohľadnení štandardných splatností (napríklad v prípade jednodňových a desaťročných sadzieb) veľmi dlhé splatnosti neposkytujú žiadne dodatočné informácie o finančných podmienkach, a teda ani o makroekonomickej dynamike v eurozóne. Rozšírený index FCI nevykazuje v porovnaní so základnou verziou žiadne zlepšenie vzorky zahŕňajúcej celkovú infláciu, produkčnú medzeru a finančné podmienky.

Graf D

Finančné podmienky a makroekonomické reakcie na strmší priebeh krivky

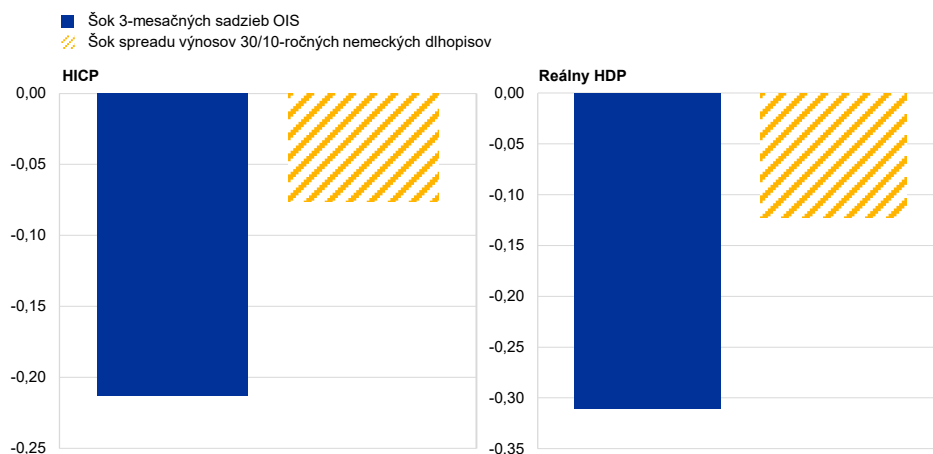
a) Finančné podmienky

(horný graf: index; dolný graf: pomer)



b) Reakcia inflácie meranej HICP a reálneho HDP na zmeny úrokových sadzieb

(v %)



Zdroj: Bletzinger et al. (2026), LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Panel a): Modrá oblasť na hornom grafe označuje základný makrofinančný index FCI podľa Bletzinger et al. (2026). Žltá čiara znázorňuje prehodnotenú verziu, ktorá ako dodatočnú premennú zahŕňa sklon dlhodobej krivky OIS. Stĺpce v spodnom grafe znázorňujú normalizované váhy rozdielnych tried aktív v základnom a v prehodnotenom makrofinančnom indexe FCI. Sklon 30y-10y znamená sklon spreadu 30-ročných a 10-ročných výnosov. Skratka „Euro FX“ označuje nominálny efektívny výmenný kurz eura. Panel b): miestne projekcie odhadujúce vplyv vysokofrekvenčného šoku menovej politiky ECB s veľkosťou jednej štandardnej odchýlky na trojmesačné sadzby OIS (modrá) a na spread výnosov 30-ročných a 10-ročných nemeckých štátnych dlhopisov (žltá) podľa Altavilla et al. (2019). Stĺpce znázorňujú maximálne reakcie za trojročné obdobie. Plné časti označujú štatistickú významnosť celkovej reakcie na úrovni 10 %. Model je odhadovaný s mesačnou frekvenciou za obdobie od januára 2002 do septembra 2025 s dvoma časovými posunmi. Kontrolné premenné zahŕňajú spread výnosov 30-ročných a 10-ročných nemeckých štátnych dlhopisov, výnosy 10-ročných nemeckých štátnych dlhopisov, trojmesačné výnosy OIS, výmenný kurz EUR/USD, logaritmus kompozitného ukazovateľa systémového stresu a index cien primárnych komodít Medzinárodného menového fondu. HICP – harmonizovaný index spotrebiteľských cien.

Celkovo sú makroekonomické dôsledky strmšieho sklonu na veľmi dlhom

konci výnosovej krivky obmedzené. Z predchádzajúcej analýzy vyplýva, že existuje niekoľko kompenzačných kanálov pôsobiacich prostredníctvom nákladov na financovanie vlády, preskupovania portfólií a hypotekárnych trhov. Empirické odhady však poukazujú na to, že šoky ovplyvňujúce sklon dlhého konca výnosovej krivky majú len obmedzený vplyv na infláciu a reálny HDP v eurozóne (graf D, panel b). V porovnaní s vplyvom tradičného šoku krátkodobých úrokových sadzieb je reakcia inflácie meranej indexom HICP (kľúčovým ukazovateľom cenovej stability pre ECB)

na zmeny sklonu dlhého konca výnosovej krivky viac než trikrát menšia a štatisticky bezvýznamná. Podobne aj v prípade reálneho HDP, ktorý v dôsledku šoku zo strmšieho rastu úrokových sadzieb mierne klesá, je v porovnaní so šokom spôsobeným krátkodobými úrokovými sadzbami táto reakcia podstatne slabšia a štatisticky bezvýznamná. Celkovo možno konštatovať, že hoci strmší priebeh dlhodobej výnosovej krivky v rôznej miere ovplyvňuje náklady na financovanie a finančných sprostredkovateľov, finančné podmienky a makroekonomická dynamika zostávajú vo všeobecnosti nedotknuté.

Referencie

Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R., Motto, R. a Ragusa, G. (2019), [Measuring euro area monetary policy](#), *Journal of Monetary Economics*, Vol. 108, s. 162 – 179.

Bletzinger, T., Martorana, G. a Mistak, J. (2026), [Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area](#), *Working Paper Series*, No 3193, ECB, február.

Böninghausen, B. a Vladu, A. (2026), [Sloping up: the repricing of euro area yields in 2025](#), *The ECB Blog*, ECB, 16. január.

Domanski, D., Shin, H. S. a Sushko, V. (2017), [The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning?](#), *IMF Economic Review*, Vol. 65, No 1, s. 113 – 153.

Kaufmann, C., Levya, J. a Storz, M. (2024), [Insurance corporations' balance sheets, financial stability and monetary policy](#), *Working Paper Series*, No 2892, ECB, január.

Kubitza, C. (2026), [Investor-Driven Corporate Finance: Evidence from Insurance Markets](#), *The Review of Financial Studies* (v tlači).

Plessen-Mátyás, K., Kaufmann, C. a von Landesberger, J. (2023), [Funding Behavior of Debt Management Offices and the ECB's Public Sector Purchase Program](#), *International Journal of Central Banking*, Vol. 19, No 4, s. 339 – 399.

8 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 5. novembra 2025 do 10. februára 2026

Christian Lizarazo a Kristian Tötterman

V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystemu počas siedmeho a ôsmeho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2025. Tieto dve udržiavacie obdobia spoločne zahŕňajú obdobie od 5. novembra 2025 do 10. februára 2026 (sledované obdobie).

Nadbytočná likvidita v bankovom sektore eurozóny sa ďalej znižovala.

Poskytovanie likvidity sa počas sledovaného obdobia znížilo najmä v dôsledku nižšej držby Eurosystemu v programe nákupu aktív (asset purchase programme – APP) a v núdzovom pandemickom programe nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) po ukončení reinvestícií v rámci programov APP na začiatku júla 2023 a PEPP na konci decembra 2024. Tento pokles sprevádzalo mierne zvýšenie čistých autonómnych faktorov, ktoré tiež prispelo k zníženiu nadbytočnej likvidity.

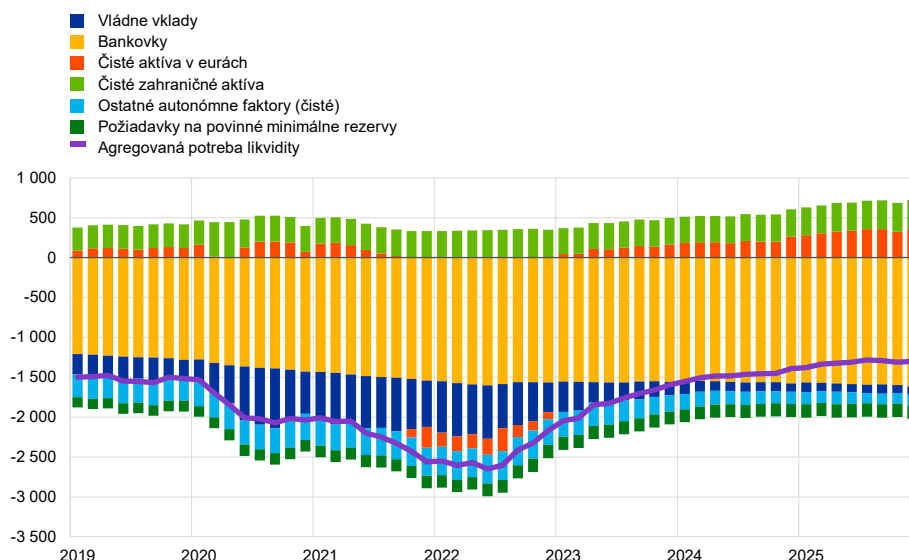
Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového sektora eurozóny, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa v sledovanom období zvýšila o 18 mld. € na 1 306 mld. € (tabuľka A). Tento nárast bol spôsobený znížením autonómnych faktorov poskytujúcich likviditu a zvýšením autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu (graf A). Požiadavky na povinné minimálne rezervy stúpili o 1 mld. € na 169 mld. €, pričom marginálne prispeli k zvýšeniu potreby likvidity.

Graf A

Agregovaná potreba likvidity podľa udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv

(v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

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

Autonómne faktory poskytujúce likviditu sa v sledovanom období znížili o 8 mld. €, najmä v dôsledku poklesu čistých aktív denominovaných v eurách o 16 mld. €. Tento pokles bolo možné pripísať tomu, že zvýšenie nemenovopolitických vkladov denominovaných v eurách, ktoré absorbujú likviditu, bolo len čiastočne kompenzované nárastom nemenovopolitických investícií denominovaných v eurách, ktoré poskytujú likviditu. Držba čistých zahraničných aktív zároveň stúpila o 8 mld. €.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období zvýšili o 9 mld. €, najmä v dôsledku rastu bankoviek v obehu. Dopyt po bankovkách typicky rastie v čase dovolení a podporujú ho vyššie výdavky domácností. Priemerná hodnota bankoviek v obehu sa zvýšila o 15 mld. € a v sledovanom období dosiahla celkom 1 607 mld. €. Vklady verejnej správy držané v Eurosysteme sa znížili o 9 mld. € na 102 mld. €, keďže sa emisie verejnej správy ku koncu roka zvyknú spomaľovať. Viedlo to k nižším hotovostným rezervám v držbe štátnych pokladníc.

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

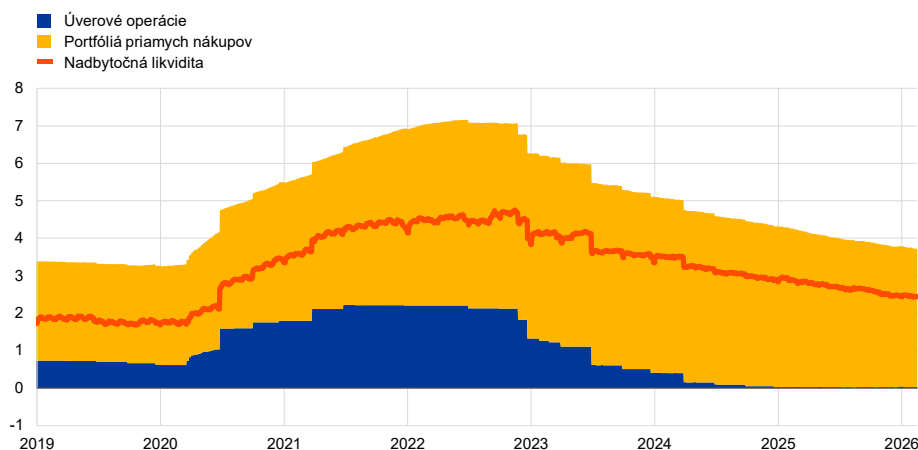
Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky v sledovanom období klesol o 125 mld. € na 3 776 mld. € (graf B).

Tento pokles poskytnutej likvidity bol vo veľkej miere spôsobený znížením priamych portfólií Eurosystemu.

Graf B

Likvidita poskytovaná prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočná likvidita

(v bil. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z ôsmeho udržiavacieho obdobia 2025.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom priamej držby menovopolitických portfólií sa v sledovanom období znížil o 128 mld. € na 3 752 mld. €. Tento pokles vyplýval z pokračujúceho splácania v rámci programov APP a PEPP bez ďalšieho reinvestovania.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období zvýšil o 3 mld. € na 24 mld. €. Priemerný objem nesplatených hlavných refinančných operácií (HRO) sa zvýšil približne o 4 mld. € na 13 mld. € v dôsledku vyššej účasti v operáciách na prelome rokov (25 mld. €). Priemerný zostatok trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií (LTRO) poklesol o 1 mld. € na 11 mld. €. Účasť na týchto pravidelných operáciách zostáva obmedzená, čo odráža dostatočnú likviditnú pozíciu bánk a dobrú dostupnosť alternatívnych zdrojov financovania na trhu. Rastúci počet bánk, ktoré testujú realizovateľnosť svojej účasti, však naznačuje, že si vzhľadom na pokračujúci pokles súvahy Eurosystemu budujú prevádzkovú pripravenosť na prístup k týmto operáciám.

Nadbytočná likvidita

Nadbytočná likvidita sa počas sledovaného obdobia znížila o 143 mld. € na 2 470 mld. € (graf B). Nadbytočná likvidita je súčet rezerv držaných bankami na ich bežných účtoch nad požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu použitých jednodňových sterilizačných operácií a jednodňových refinančných operácií. Odráža rozdiel medzi celkovou likviditou poskytnutou bankovému sektoru prostredníctvom nástrojov menovej politiky a likviditou, ktorú banky potrebujú na krytie svojich povinných minimálnych rezerv. Od dosiahnutia vrcholu 4 748 mld. € v novembri 2022 nadbytočná likvidita neustále klesá.

Vývoj úrokových sadziieb

Rada guvernérov nechala počas sledovaného obdobia všetky tri kľúčové úrokové sadzby ECB nezmenené – vrátane sadzby jednodňových sterilizačných operácií, prostredníctvom ktorej riadi nastavenie menovej politiky. Sadzba jednodňových sterilizačných operácií zostala na úrovni 2,00 %, sadzba hlavných refinančných operácií na úrovni 2,15 % a sadzba jednodňových refinančných operácií na úrovni 2,40 % (tabuľka B).

Priemerná krátkodobá eurová sadzba (€STR) sa v priebehu sledovaného obdobia okrajovo zvýšila, pričom si udržala negatívny spread so sadzbou jednodňových sterilizačných operácií. Sadzba €STR bola počas sledovaného obdobia v priemere o 7 bázických bodov nižšia ako sadzba jednodňových sterilizačných operácií, pričom sa tento spread mierne zúžil oproti spreadu 7,5 bázického bodu z piateho a šiesteho udržiavacieho obdobia roku 2025.

Priemerná repo sadzba eurozóny meraná indexom RepoFunds Rate Euro zostala bližšie k sadzbe jednodňových sterilizačných operácií ako k sadzbe €STR. Repo sadzba bola počas sledovaného obdobia v priemere zhodná so sadzbou jednodňových sterilizačných operácií, podobne ako v piatom a šiestom udržiavacom období roku 2025.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosysteme

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 5. november 2025 – 10. február 2026						Predchádzajúce sledované obdobie: 30. júl – 4. november 2025	
	Siedme a ôsme udržiavacie obdobie		Siedme udržiavacie obdobie: 5. november – 22. december 2025		Ôsme udržiavacie obdobie: 23. december 2025 – 10. február 2026		Piate a šieste udržiavacie obdobie	
Faktory poskytujúce likviditu								
Autonómne faktory	705	(-8)	687	(-28)	723	(+36)	713	(+28)
– Čisté zahraničné aktíva	364	(+8)	362	(+4)	365	(+3)	356	(+3)
– Čisté aktíva v eurách	341	(-16)	324	(-33)	358	(+33)	357	(+25)
Menovopolitické operácie	3 776	(-125)	3 796	(-76)	3 758	(-38)	3 901	(-127)
– Hlavné refinančné operácie	13	(+4)	11	(+1)	15	(+4)	9	(-1)
– LTRO	11	(-1)	11	(-1)	12	(+1)	12	(-2)
– Portfóliá priamych nákupov	3 752	(-128)	3 774	(-76)	3 731	(-43)	3 881	(-125)
– Iná poskytnutá likvidita	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
Faktory absorbujúce likviditu								
Autonómne faktory	1 842	(+9)	1 831	(-8)	1 853	(+21)	1 833	(-3)
– Bankovky v obeh	1 607	(+15)	1 598	(+8)	1 615	(+18)	1 591	(+8)
– Vklady verejnej správy	102	(-9)	101	(-15)	102	(+1)	110	(+6)
– Iné autonómne faktory (čisté)	134	(+2)	132	(-1)	135	(+3)	132	(-18)
Menovopolitické operácie								
– Iná absorbovaná likvidita	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Likvidita a automatické operácie								
– Bežné účty úverových inštitúcií	174	(+0)	173	(-1)	175	(+2)	174	(+1)
– Povinné minimálne rezervy ¹⁾	169	(+1)	168	(+1)	170	(+1)	168	(+1)
– Jednodňové refinančné operácie	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)
– Jednodňové sterilizačné operácie	2 465	(-143)	2 478	(-95)	2 453	(-26)	2 608	(-98)
– Nadbytočná likvidita ²⁾	2 470	(-143)	2 483	(-97)	2 458	(-24)	2 614	(-97)
Ostatné informácie o likvidite								
– Agregovaná potreba likvidity ³⁾	1 306	(+18)	1 313	(+21)	1 299	(-14)	1 288	(-30)
– Čisté autonómne faktory ⁴⁾	1 137	(+17)	1 144	(+21)	1 130	(-15)	1 120	(-31)

Zdroj: ECB.

Poznámka: Všetky hodnoty v tabuľke sú zaokrúhlené na najbližšiu 1 mld. €. Hodnoty v zátvorkách označujú zmenu oproti predchádzajúcemu sledovanému alebo udržiavaciemu obdobiu. LTRO označuje dlhodobé refinančné operácie. Historické časové rady podmienok likvidity Eurosystemu sú k dispozícii na Dátovom portáli ECB v tabuľke likvidity.

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

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

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

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

Tabuľka B

Vývoj úrokových sadziieb

(priemerné hodnoty; v % a percentuálnych bodoch)

	Aktuálne sledované obdobie: 5. november 2025 – 10. február 2026				Predchádzajúce sledované obdobie: 30. júl – 4. november 2025			
	Siedme udržiavacie obdobie: 5. november – 22. december 2025		Ôsme udržiavacie obdobie: 23. december 2025 – 10. február 2026		Piate udržiavacie obdobie: 30. júl – 16. september 2025		Šieste udržiavacie obdobie: 17. september – 4. november 2025	
Hlavné refinančné operácie	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Jednodňové refinančné operácie	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Jednodňové sterilizačné operácie	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)
RepoFunds Rate Euro	2,00	(+0,01)	2,00	(+0,00)	1,99	(-0,01)	2,00	(+0,00)

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

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

© Európska centrálna banka 2026

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

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

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

Uzavierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 18. marca 2026.

PDF ISSN 2363-3549, QB-01-26-064-SK-N