



EURÓPSKA CENTRÁLNÁ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 6/2026



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Zhrnutie	2
1 Vonkajšie prostredie	6
2 Hospodárska aktivita	12
3 Ceny a náklady	20
4 Vývoj na finančných trhoch	27
5 Podmienky financovania a úvery	33
6 Fiškálny vývoj	38
Boxy	41
1 Ktoré krajiny sú najzraniteľnejšie voči rastu čínskeho priemyslu? Mapovanie nerovnomerného účinku na Európu	41
2 Prekonanie neistoty: ako konflikt na Blízkom východe ovplyvňuje očakávania podnikov a ich stratégie zvládania dôsledkov	47
3 Hlavné výsledky najnovších demografických projekcií eurozóny	52
4 Nerovnomerný vplyv veľkoobchodných cien plynu a elektriny na spotrebiteľské ceny	57
5 Vývoj finančných podmienok v eurozóne a Spojených štátoch z hľadiska makrofinančného indexu FCI	63
6 Vývoj na americkom akciovom trhu v čase boomu umelej inteligencie	70
7 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 6. mája do 28. júla 2026	77

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Zhrnutie

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 10. septembra 2026 rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Konflikt na Blízkom východe je naďalej zdrojom inflačných tlakov, a inflácia podľa všetkého zotrúva značne nad cieľovou úrovňou dlhší čas. Rozhodnutie zvýšiť úrokové sadzby zdôrazňuje odhodlanie Rady guvernérov určovať menovú politiku tak, aby sa inflácia stabilizovala na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte.

Podľa základného scenára makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2026 má celková inflácia dosiahnuť v priemere 3,0 % v roku 2026, 2,5 % v roku 2027 a 2,1 % v roku 2028. Inflácia bez cien energií a potravín má podľa základného scenára dosiahnuť 2,5 % v roku 2026, 2,6 % v roku 2027 a 2,3 % v roku 2028. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2026 zostáva základná projekcia inflácie na rok 2026 nezmenená, zatiaľ čo na roky 2027 a 2028 bola upravená nahor. Základná projekcia hospodárskeho rastu predstavuje 0,9 % na rok 2026, 1,4 % na rok 2027 a 1,5 % na rok 2028. Na roky 2026 a 2027 boli hodnoty upravené nahor, predovšetkým vzhľadom na väčšiu než očakávanú odolnosť hospodárstva eurozóny.

Výhľad ďalšieho vývoja je naďalej veľmi neistý, s rizikami rýchlejšieho rastu inflácie a pomalšieho hospodárskeho rastu. Pokiaľ ide o energetický šok, aktualizované scenáre vývoja zostavené odborníkmi ECB ilustrujú široký interval alternatívnych hodnôt hospodárskeho rastu a inflácie v závislosti od rôznych predpokladov týkajúcich sa jeho intenzity a trvania, ako aj jeho nepriamych a sekundárnych účinkov. Tieto scenáre boli zverejnené v rámci [projekcií zo septembra 2026](#) na internetovej stránke ECB.

Svojím rozhodnutím z 10. septembra Rada guvernérov zotrúva v dobrej pozícii vyrovnáť sa s neistotou spôsobenou konfliktom na Blízkom východe. Pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky sa bude riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Rozhodnutia Rady guvernérov o úrokových sadzbách budú vychádzať z jej hodnotenia inflačného výhľadu a súvisiacich rizík, na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, ako aj dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadzieb.

Hospodárska aktivita

Ekonomika v druhom štvrtroku 2026 napriek nepriaznivým účinkom energetického šoku preukázala svoju odolnosť. Rast mal široký geografický a sektorový rozsah, pričom tento vývoj podľa všetkého pokračoval aj v treťom štvrtroku. Výrobný sektor

naďalej vykazuje solídne výsledky vzhľadom na zvyšovanie vládnych výdavkov na obranu a infraštruktúru. Predtým nízka spotrebiteľská dôvera opäť rastie a pomáha sektoru služieb zotaviť sa z počiatočného energetického šoku. Zvýšená aktivita v oblasti umelej inteligencie sa prejavuje v digitálnych službách, podnikových investíciách a vývoze.

Situácia na trhu práce zostáva stabilná – miera nezamestnanosti zostala v júli na nezmenenej úrovni 6,4 %. Rast zamestnanosti a pracovnej sily sa naďalej spomaľuje, zatiaľ čo produktivita práce sa postupne zvyšuje.

Pokiaľ ide o ďalší vývoj, krátkodobý výhľad rastu sa oproti projekciám z júna 2026 zlepšil, najmä vzhľadom na odolnosť súkromnej spotreby a verejných výdavkov. V strednodobom horizonte by mali k spotrebe prispievať postupne klesajúce ceny energií a stabilný trh práce. Rast budú v čoraz väčšej miere podporovať podnikové investície a investície do nehnuteľností na bývanie. Rast vývozu by mal ťažiť zo silnejúceho zahraničného dopytu, no brzdia ho problémy s konkurencieschopnosťou a neistota spojená so svetovými obchodnými politikami.

Vyšší potenciálny rast si vyžaduje štrukturálne reformy a musí sa opierať o zdravé verejné financie. Základnými stavebnými prvkami sú zjednodušenie a harmonizácia pravidiel v rámci jednotného trhu EÚ, urýchlenie energetickej transformácie a dokončenie únie úspor a investícií. Vzhľadom na blížiacu sa finalizáciu procesu určovania právneho rámca digitálneho eura Rada guvernérov opätovne zdôraznila, že je dôležité čo najskôr dosiahnuť dohodu o balíku právnych predpisov o jednotnej mene. Rozpočtové opatrenia prijímané v reakcii na energetický šok by mali byť dočasné, cieleňé a šité na mieru.

Inflácia

V auguste 2026 sa inflácia zvýšila z júlových 2,9 % na 3,3 %. Inflácia cien energií vzrástla z júlových 10,3 % na 14,3 %, podľa všetkého najmä vzhľadom na výrazný podiel rafinérskych marží na tekuté palivá, ako aj vyššie ceny energetických komodít. Inflácia cien potravín zostala nezmenená na úrovni 1,2 %. Inflácia bez cien energií a potravín nepatrne klesla z júlových 2,5 % na 2,4 %, pričom inflácia cien tovarov sa zvýšila z 0,9 % na 1,2 % a inflácia cien služieb klesla z 3,3 % na 3,0 %.

Väčšina ukazovateľov základnej inflácie bola v júli celkovo stabilná. Mzdy zatiaľ na energetický šok významne nereagujú. Kompenzácie na zamestnanca v druhom štvrťroku 2026 medziročne vzrástli o 3,3 %, čo predstavuje pokles z 3,5 % v prvom štvrťroku. Rastúca produktivita práce pomáha tmiť aj rast jednotkových nákladov práce, ktorý sa spomalil z 3,5 % v prvom štvrťroku na 2,6 %. Rast jednotkových ziskov sa zároveň zvýšil z 0,3 % na 2,2 %. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, z mzdového monitora ECB vyplýva mierne zrýchlenie rastu dojednaných miezd v prvej polovici roka 2027 na 2,7 %. Inflačné očakávania v krátkodobejších horizontoch zostávajú zvýšené, no väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa pohybuje okolo úrovne 2 %, čo podporuje ustálenie inflácie v strednodobom horizonte v blízkosti cieľa.

Konflikt na Blízkom východe a nedávny vývoj neoprávnenej vojny Ruska proti Ukrajine spôsobujú ďalší nárast cien energií. Celková inflácia tak pravdepodobne zostane značne nad cieľovou úrovňou aj počas prvej polovice roka 2027. Neskôr by sa inflácia cien energií mala znížiť a do polovice roka 2028 prejsť do záporného pásma, čo povedie k poklesu celkovej inflácie. Očakáva sa, že vyššie ceny energií sa budú postupne premietiť do jadrovej inflácie a inflácie cien potravín. Jadrová inflácia má rásť až do začiatku roka 2027 a počas zvyšku roka má zostať na zvýšenej úrovni, než v roku 2008 začne klesať, pričom k jej miernemu nárastu by mal prispieť aj zlepšený výhľad hospodárskeho vývoja. Celkovo sa očakáva návrat celkovej inflácie na úroveň v blízkosti cieľa ku koncu roka 2027, k čomu prispeli účinky vyšších úrokových sadzieb. Rada guvernérov bude naďalej pozorne monitorovať rozsah a trvanie rastu cien energií i jeho vplyv na tvorbu cien a miezd, inflačné očakávania a celkovú ekonomickú dynamiku.

Hodnotenie rizík

Riziká ohrozujúce scenár hospodárskeho vývoja sú naklonené smerom k nižšiemu rastu. Príčinou sú predovšetkým konflikt na Blízkom východe a vývoj neoprávnenej vojny Ruska proti Ukrajine. Opätovné výpadky dodávok energií by mohli spôsobiť ďalší rast cien energií a na dlhšiu dobu, než sa momentálne očakáva, čo by nepriaznivo ovplyvnilo reálne príjmy, spotrebu a investície. Zhoršenie nálady na svetových finančných trhoch alebo šírenie negatívnych účinkov na svetových dlhopisových trhoch by mohlo viesť k sprísneniu úverových podmienok a následnému oslabeniu dopytu. Obnovenie obchodných sporov medzi hlavnými ekonomikami by tiež mohlo ďalej narušiť dodávateľské reťazce, znížiť vývoz a oslabiť spotrebu a investície. Hospodársky rast by naopak mohol byť vyšší, ak by sa hospodárstvo a energetické trhy dokázali na výpadky spôsobené prebiehajúcimi konfliktmi adaptovať rýchlejšie, než sa očakáva, alebo ak by došlo k udržateľnému urovneniu konfliktov. K vyššiemu než očakávanému rastu by navyše mohlo prispieť zavádzanie nových technológií v podnikoch eurozóny a výdavky na obranu a infraštruktúru, ako aj reformy na zvýšenie produktivity a dokončenie jednotného trhu EÚ.

Riziká týkajúce sa výhľadu vývoja inflácie sú na strane vyššej inflácie. Príčinou sú predovšetkým konflikt na Blízkom východe a vývoj neoprávnenej vojny Ruska proti Ukrajine. Mohlo by dôjsť k ďalšiemu zintenzívneniu energetického šoku a jeho účinky na ďalšie ceny a mzdy by mohli byť silnejšie, než sa v súčasnosti očakáva. V prípade ďalších narušení dodávok alebo kombinácie neobvykle chladnej zimy a nízkeho stavu zásob by predovšetkým mohli vzrásť ceny plynu. Čím dlhšie budú pretrvávať vysoké ceny energií, tým pravdepodobnejšie sa premietnu do širšej inflácie prostredníctvom nepriamych a sekundárnych účinkov. Obnovenie obchodného napätia by mohlo prehĺbiť fragmentáciu svetových dodávateľských reťazcov, obmedziť dodávku kritických surovín a zhoršiť kapacitné obmedzenia v ekonomike eurozóny. Extrémne prejavy počasia, potenciálne znásobené čoraz intenzívnejšími podmienkami klimatického javu El Niño, a celkové napredovanie klimatickej a prírodnej krízy by mohli spôsobiť väčší než očakávaný nárast cien potravín. Inflácia by naopak mohla byť nižšia, ak by došlo k udržateľnému urovneniu

prebiehajúcich geopolitických konfliktov alebo ak by sa nepriame alebo sekundárne účinky aktuálneho šoku cien energií ukázali byť menej výrazné, než sa predpokladá. Infláciu by tiež mohol znížiť nárast volatility a rizikovej averzie na finančných trhoch, ktorý by viedol k oslabeniu dopytu.

Finančné a menové podmienky

Trhové úrokové miery sa od zasadania Rady guvernérov z 23. júla 2026 zvýšili, odrážajúc podobný vývoj na svetových trhoch. Po zvýšení úrokových sadzieb v júni 2026 úrokové sadzby bankových úverov poskytovaných podnikom stúpili z májových 3,6 % na 3,8 % v júni a júli. Náklady podnikov na trhové dlhové financovanie v júli dosahovali 4,0 %, čo je podobne ako v predchádzajúcich mesiacoch a výrazne nad úrovňou spred konfliktu na Blízkom východe. Ročná miera rastu bankových úverov poskytovaných podnikom, ktorá zvyčajne reaguje na zmeny menovej politiky s dlhším odstupom, v júli ďalej vzrástla zo 4,0 % v máji a júni na 4,4 %. Ročná miera rastu emisie podnikových dlhopisov dosiahla 3,4 % (po 3,6 % v júni a 3,3 % v máji). Sadzby hypotekárnych úverov zostali v júni a júli nezmenené na úrovni 3,5 %, zatiaľ čo rast hypotekárnych úverov sa v júli spomalil z 3,1 % v máji a júni na 3,0 %.

Rozhodnutia o menovej politike

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 10. septembra 2026 rozhodla zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov. Úrokové sadzby jednoduchých sterilizačných operácií, hlavných refinančných operácií a jednoduchých refinančných operácií sa s účinnosťou od 16. septembra 2026 zvýšili na 2,50 %, 2,65 % a 2,90 %.

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

Záver

Rada guvernérov sa zaväzuje určovať menovú politiku tak, aby sa inflácia stabilizovala na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky sa bude riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Rozhodnutia Rady guvernérov o úrokových sadzbách budú vychádzať z jej hodnotenia inflačného výhľadu a súvisiacich rizík, na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, ako aj dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii sadzieb.

Rada guvernérov je v každom prípade pripravená všetky svoje nástroje v medziach svojho mandátu upraviť, aby zabezpečila trvalú stabilizáciu inflácie na jej strednodobej cieľovej úrovni a naďalej plynulú transmisiu menovej politiky.

Globálna ekonomika si v druhom štvrťroku 2026 zachovala odolnosť, keď pokračujúce investície do umelej inteligencie (AI) kompenzovali nepriaznivý vplyv konfliktu na Blízkom východe. Hospodárska aktivita dosiahla lepšie výsledky, než sa očakávalo, keďže silnejší rast v ekonomikách vyvážajúcich umelú inteligenciu, ako sú Malajzia, Južná Kórea a Taiwan, a pozitívne prekvapenia v Indii viac než vykompenzovali slabší rast v Spojených štátoch a Číne. Globálny obchod dosiahol prekvapivý rast najmä vďaka dodávkam súvisiacim s umelou inteligenciou a dočasnému predzásobeniu tovarmi citlivými na clá a energeticky náročnými tovarmi. Najnovšie ukazovatele naznačujú pretrvávanie odolnosti aj v treťom štvrťroku. Globálna inflácia sa v druhom štvrťroku zvýšila, čo zodpovedalo makroekonomickým projekciám odborníkov Eurosystemu z júna 2026, keď sa vyššie náklady na energie preniesli do spotrebiteľských cien a zároveň sa zintenzívnili cenové tlaky na tovary súvisiace s umelou inteligenciou. Výhľad globálneho rastu v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2026 bol v porovnaní s júnovými projekciami revidovaný mierne nahor, čo odzrkadľuje zmierňovanie výpadkov na strane ponuky, väčšie investície do umelej inteligencie a nižšie ceny ropy. Rast globálneho obchodu bol revidovaný výraznejšie nahor v dôsledku priaznivejších výsledkov v druhom štvrťroku a vysokej obchodnej náročnosti investícií do infraštruktúry umelej inteligencie. Výhľad globálnej inflácie zostáva nezmenený, keďže dezinflačný vplyv nižších cien ropy a ustupujúcich výpadkov na strane ponuky je vo veľkej miere kompenzovaný vyššími rafinérskymi maržami na ropné produkty, vyššími cenami plynu a väčšími cenovými tlakmi na tovary súvisiace s umelou inteligenciou.

Globálna aktivita si v druhom štvrťroku 2026 zachovala odolnosť a aktuálne ukazovatele naznačujú, že v blízkej budúcnosti bude naďalej silná.

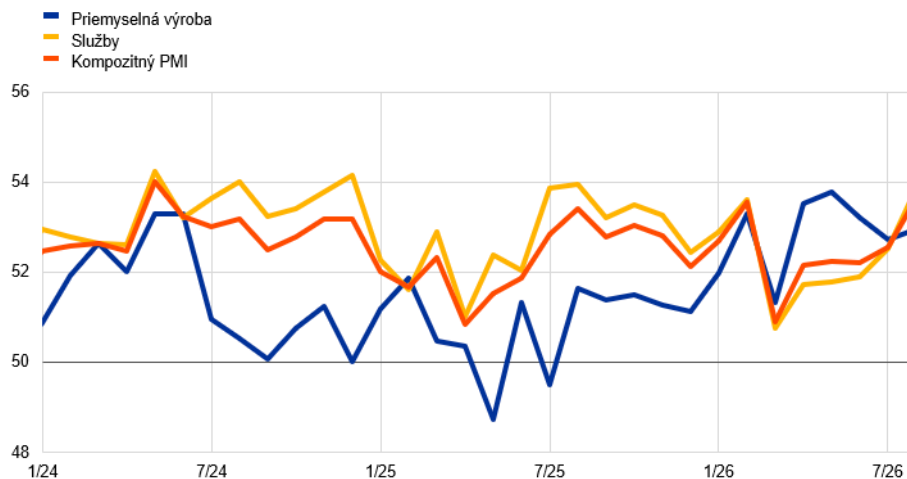
Z dostupných údajov z národných účtov vyplýva, že globálny reálny HDP bez eurozóny sa v druhom štvrťroku 2026 medzištvrťročne zvýšil o 0,8 %. Slabší rast v Spojených štátoch a Číne bol viac než vykompenzovaný lepšími výsledkami v ekonomikách vyvážajúcich umelú inteligenciu, ako sú Malajzia, Južná Kórea a Taiwan, a prekvapivým pozitívnym rastom v Indii. Ukazovatele z prieskumov sa v auguste ďalej posilnili na pozadí globálneho indexu nákupných manažérov (PMI) pre produkciu v sektore služieb, ktorý zaznamenal silný rast, a globálneho indexu v sektore priemyselnej výroby, ktorý sa bezpečne držal v pásme expanzie (graf 1, panel a). Z podrobných sektorových prieskumov vyplýva, že najsilnejší naďalej zostáva technologický sektor, zatiaľ čo aktivita vo výrobe spotrebných tovarov sa zmiernila s postupným doznievaním dočasného rastového impulzu z predzásobenia. Údaje z globálneho PMI naznačujú, že výpadky ponuky v sektoroch súvisiacich s energetikou sa od mája značne zmiernili. Ostatné odvetvia zostali bez zmeny, s výnimkou výroby polovodičov, kde sa nedostatok prehĺbil v dôsledku silného dopytu súvisiaceho s umelou inteligenciou (graf 1, panel b). Z najnovších údajov vyplýva robustný globálny rast v treťom štvrťroku, pričom nowcastingový nástroj ECB naznačuje, že štvrťročný rast dosiahne úroveň približne 1,0 %, čo vo všeobecnosti zodpovedá konsenzuálnym očakávaniam súkromných prognostikov.

Graf 1

Globálny PMI pre produkciu (bez eurozóny) a výpadky dodávok

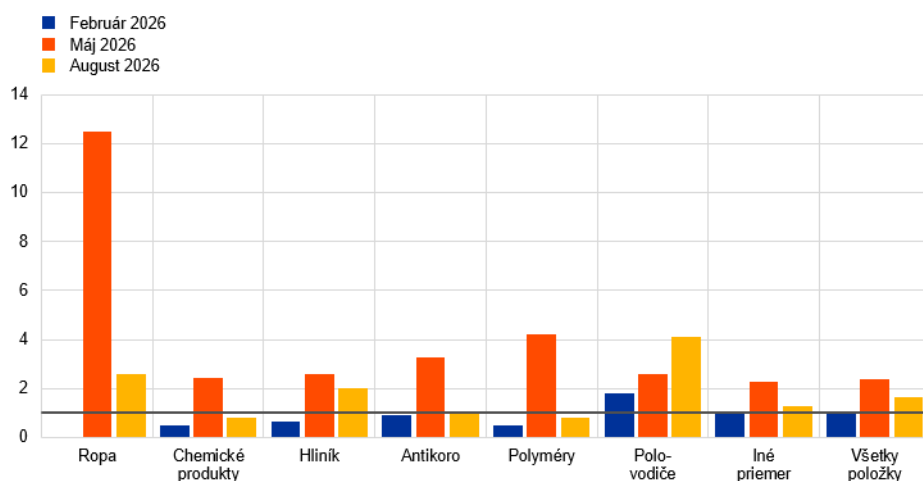
a) Indexy PMI

(difúzne indexy)



b) Výpadky dodávok

(z-skóre)



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

Poznámka: V paneli a) vodorovná čiara na úrovni 50 predstavuje neutrálnu hranicu, ktorá oddeľuje expanziu a kontrakciu. V paneli b) položka „Iné, priemer“ vyjadruje priemernú úroveň výpadkov dodávok v sektoroch, ktoré nie sú uvedené jednotlivo. Výpadky dodávok sa počítajú na základe počtu nákupných manažérov, ktorí v danom mesiaci prieskumu uviedli nedostatok konkrétneho tovaru, a sú vyjadrené pomocou z-skóre. Hodnota 1,0 (vyznačená sivou čiarou) znamená, že výpadok dodávok zodpovedá dlhodobému priemeru. Hodnoty nad (pod) 1,0 znamenajú, že výpadok dodávok sa hodnotí ako vyšší (nižší), než je bežné. Posledné údaje sú z augusta 2026.

Výhľad globálneho rastu bol v makroekonomických projekciách odborníkov ECB zo septembra 2026 revidovaný mierne nahor, čo odráža väčšie investície súvisiace s umelou inteligenciou, zmierňovanie výpadkov na strane ponuky a odolnejšiu súkromnú spotrebu v Spojených štátoch. Predpokladá sa, že globálny rast reálneho HDP bez eurozóny sa zmierni z 3,7 % v roku 2025 na 3,1 % v roku 2026 a následne sa postupne zotaví na 3,3 % v roku 2027 a 3,4 % v roku 2028. V porovnaní s projekciami z júna 2026 bol rast revidovaný nahor o 0,1 percentuálneho bodu za každý rok sledovaného obdobia (2026 – 2028). Revízie nahor odrážajú vyššie investície do infraštruktúry umelej inteligencie

v ekonomikách zapojených do technologického hodnotového reťazca, prehodnotenie odolnosti spotreby v Spojených štátoch a slabší nepriaznivý šok na strane ponuky vzhľadom na zmiernenie jej výpadkov od júna. Predpokladaný globálny rast však počas celého sledovaného obdobia zostáva pod priemernou úrovňou spred pandémie.¹

Obnovenie napätia na Blízkom východe prinieslo zvýšenie cien ropy aj plynu, pričom nárast cien plynu v Európe bol umocnený jeho nízkymi zásobami.

Ceny ropy v sledovanom období (od 11. júna do 9. septembra 2026) vzrástli o 18 % a dosiahli úroveň o 54 % vyššiu ako pred konfliktom na Blízkom východe. Na začiatku sledovaného obdobia ceny klesli v reakcii na podpísanie memoranda o porozumení medzi Spojenými štátmi a Iránom, následne však opäť stúpili, keďže dohoda nepriniesla trvalé zmiernenie konfliktu. V poslednom období vyvolali obnovené útoky medzi oboma stranami obavy, či sa podarí normalizovať dodávky ropy cez Hormuzský prieliv, čo vyvolalo ďalší tlak na rast cien. Nárast cien bol čiastočne kompenzovaný slabším dopytom, keďže spotrebu ropy negatívne ovplyvnili zvýšené rafinérské marže spôsobené napätím na Blízkom východe a ukrajinskými útokmi na ruské rafinérie. V Európe súčasne prudko vzrástli aj ceny plynu, a to o 62 % približne na 150 % úrovne spred konfliktu na Blízkom východe, keďže tlak na rast cien spôsobený konfliktom bol zosilnený historicky nízkymi zásobami plynu v Európe. Hoci nízke zásoby môžu čiastočne odrážať predchádzajúcu neochotu dopĺňať ich za vysoké ceny, zároveň vyvolávajú obavy, že účastníci trhu môžu byť nútení urýchlene si pred zimou zabezpečiť dodávky. Ceny potravín stúpili o 22 % najmä pre nárast cien kakaa, keďže priebežné revízie zvyšujúce intenzitu tohtoročného javu El Niño zväčšili obavy o ponuku tejto komodity. K rastu cien prispeli aj ceny pšenice a kukurice, pretože súčasná eskalácia ruskej vojny proti Ukrajine ohrozuje vývoz obilnín z tohto regiónu. Ceny kovov vzrástli o 1 % v dôsledku vývoja cien medi obchodovanej na londýnskej burze. Tento nárast odrážal obavy, že by Spojené štáty mohli zaviesť clá na meď, čo by podnietilo investorov presmerovať dodávky do Spojených štátov ešte pred ich zavedením a zároveň zvýšilo ceny mimo Spojených štátov.

Globálna inflácia v júni a júli 2026 po výraznom raste v predchádzajúcich mesiacoch klesla, keď sa znížila inflácia cien energií.

Globálna celková inflácia v členských krajinách Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) s výnimkou Turecka sa z májového vrcholu 3,5 % znížila v júni na 3,0 % a v júli zostala stabilná (graf 2). Hoci pretrvával vplyv vyšších nákladov na energie, so zmiernením tlakov v dodávateľských reťazcoch sa inflácia cien energií v júli 2026 znížila na 11,9 % z májových 16,0 %. Súčasne sa zvýšili cenové tlaky na tovary súvisiace s technológiami, a to najmä v ekonomikách zapojených do hodnotových reťazcov v oblasti umelej inteligencie. Týkalo sa to však iba úzkeho okruhu výrobkov, ktoré tvoria len malú časť spotrebného koša, ako napríklad notebooky a smartfóny. Makroekonomické projekcie odborníkov ECB zo septembra 2026 predpokladajú, že globálna celková inflácia stúpne z 3,1 % v roku 2025 na 3,5 %

¹ Viac v boxe 1 [Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu, september 2026](#), zverejnených 10. septembra 2026 na internetovej stránke ECB.

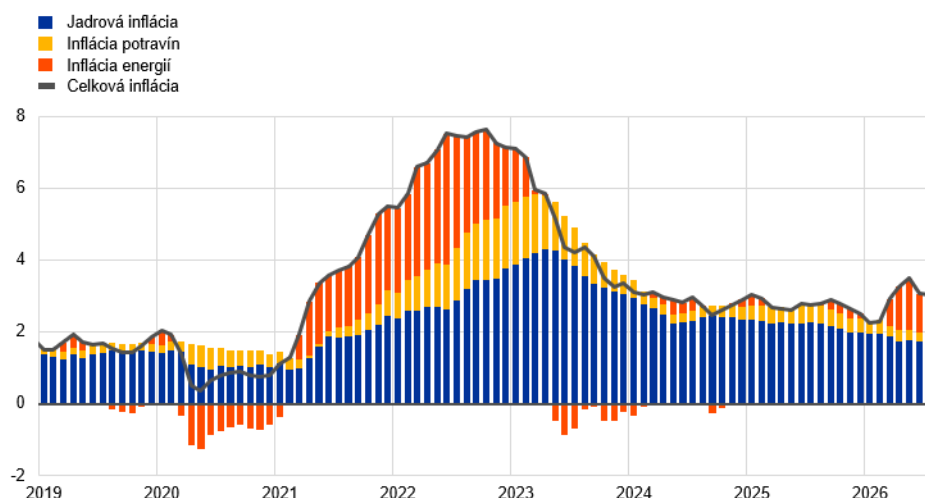
v roku 2026 a potom klesne na 3,0 % v roku 2027 a 2,5 % v roku 2028.²

V porovnaní s júnovými projekciami zostáva výhľad nezmenený, keďže dezinflačný vplyv nižších cien ropy a zmierňujúceho sa nedostatku ponuky vo veľkej miere kompenzujú vyššie ceny plynu a potravín, vyššie rafinérské marže a silnejšie cenové tlaky na tovary súvisiace s umelou inteligenciou. Nevýriešený konflikt na Blízkom východe, možné sekundárne účinky a silnejší jav El Niño znamenajú, že riziká pre globálnu infláciu zostávajú zvýšené.

Graf 2

Inflácia CPI v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty ECB.

Poznámka: Agregát OECD zahŕňa krajiny eurozóny, ktoré sú členmi OECD, a nezahŕňa Turecko. Vypočítava sa pomocou ročných váh indexu spotrebiteľských cien (CPI) OECD. Posledné údaje sú z júla 2026.

Globálny rast dovozu si v druhom štvrtroku udržal silný trend, a to najmä vďaka obchodu súvisiacemu s umelou inteligenciou a dočasnému predzásobeniu.

Z dostupných údajov z národných účtov vyplýva, že globálny dovoz v druhom štvrtroku 2026 medzištvrtročne stúpol o 1,8 %, čo je výrazne viac, než predpokladali makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu z júna 2026. Toto výrazné pozitívne prekvapenie odzrkadľuje silnejší než očakávaný obchod medzi ázijskými vývozcami technológií, predzásobenie spotrebným tovarom v Spojených štátoch v očakávaní júlových opatrení v oblasti ciel a preventívne nákupy energeticky náročného tovaru pre obavy z ďalšieho prerušenia dodávok. Dočasné účinky vyplývajúce z predzásobenia by mali podľa očakávaní postupne ustúpiť, ale obchod by mal byť aj naďalej podporovaný globálnym investičným cyklom v oblasti umelej inteligencie. Vyššia dynamika dovozu v porovnaní s hospodárskou aktivitou odráža vysokú dovoznú náročnosť investícií do dátových centier a súvisiacej infraštruktúry umelej inteligencie, zosilnenú prenosom v geograficky rozptýlených globálnych technologických hodnotových reťazcoch. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2026 by mal globálny rast dovozu klesnúť zo 4,7 % v roku 2026 na 4,5 % v roku 2027 a v roku

² Projekcie odborníkov ECB týkajúce sa globálnej celkovej inflácie spotrebiteľských cien (CPI) zahŕňajú širší okruh krajín než agregát krajín OECD, ktorý sa zvyčajne uvádza v Ekonomickom bulletin, vrátane hlavných rozvíjajúcich sa trhových ekonomík ako Brazília, Čína, India a Rusko.

2028 ďalej spomaliť na 3,5 %. V porovnaní s júnovými projekciami ide o revíziu nahor o 0,5 percentuálneho bodu za rok 2026 a 0,9 percentuálneho bodu za rok 2027, najmä v dôsledku lepších výsledkov v druhom štvrťroku a silnejšieho obchodu s tovarmi súvisiacimi s umelou inteligenciou a technológiami.

V Spojených štátoch zostal domáci dopyt odolný, podporila ho spotreba a investície súvisiace s umelou inteligenciou. Rast reálneho HDP sa v druhom štvrťroku 2026 medziročne spomalil na 0,4 %, keď na aktivitu nepriaznivo vplývali zásoby a čistý obchod, zatiaľ čo konečný domáci dopyt zostal silný. Výrazne vzrástla súkromná spotreba a investície ďalej ťažili z rozširovania infraštruktúry umelej inteligencie. Zdroje rastu sa však stali koncentrovanejšími. Odhaduje sa, že aktivita súvisiaca s technológiami prispela k rastu HDP v druhom štvrťroku jednou tretinou. Miera úspor domácností klesla v júni na 2,7 %, pričom nárast majetku sa prejavil predovšetkým v domácnostiach s vyššími príjmami a veľkou držbou akcií, čo vystavilo spotrebu väčšiemu riziku korekcie na finančných trhoch. Vo výrazných spotrebiteľských výdavkoch za druhý štvrťrok možno očakávať určité korekcie po tom, ako sa v júni znížili maloobchodné tržby v dôsledku odznenia dočasných podporných faktorov a predzásobenia. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2026 by mal rast reálneho HDP každoročne od roku 2026 do roku 2028 dosiahnuť 2,0 %. V porovnaní s júnovými projekciami bol rast revidovaný nadol o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2026 pre slabšie výsledky v druhom štvrťroku, a následne nahor o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2027 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2028 vďaka odolnejšej súkromnej spotrebe a dynamickejším investíciám do infraštruktúry umelej inteligencie.

Inflácia v Spojených štátoch sa naďalej drží nad cieľovou hodnotou, kým signály vyplývajúce z ukazovateľov základných cenových tlakov sú rôznorodé.

Celková inflácia CPI sa v júli zmiernila na 3,4 % v dôsledku poklesu cien energií, hoci pri niektorých technologicky náročných spotrebných výrobkoch sa začali prejavovať cenové tlaky, ale ich podiel v celkovom inflačnom koši je obmedzený. Jadrová inflácia výdavkov na osobnú spotrebu (PCE) sa v júni udržala nad hranicou 3 %, zatiaľ čo inflácia PCE meraná orezaným priemerom sa pohybovala blízko 2 %, čo poukazuje na rozdielny vývoj jednotlivých ukazovateľov základných cenových tlakov. Tento rozdiel môže odrážať koncentráciu šokov na strane ponuky v energetike, clách a tovaroch súvisiacich s umelou inteligenciou, čo sťažuje posúdenie, do akej miery inflačné tlaky ustupujú. Trh práce sa zároveň javí ako celkovo vyvážený a mzdové tlaky zostávajú tlmené, pričom index nákladov na zamestnanosť sa v druhom štvrťroku spomalil a silný rast produktivity obmedzuje tlak na jednotkové náklady práce. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2026 sa predpokladá, že celková inflácia CPI dosiahne v priemere 3,4 % v roku 2026 a následne klesne na 2,9 % v roku 2027 a 2,2 % v roku 2028. Projekcia na rok 2026 bola revidovaná nahor o 0,2 percentuálneho bodu, a to hlavne vďaka lepším výsledkom v druhom štvrťroku a vyšším cenám dovozov súvisiacich s umelou inteligenciou. Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (Federal Open Market Committee – FOMC) na svojom júlovom zasadnutí ponechal cieľové rozpätie sadzby federálnych fondov na nezmenenej úrovni 3,50 – 3,75 %.

V Číne pretrvávalo oslabenie domáceho dopytu aj v treťom štvrtroku napriek pokračujúcej podpore z vývozu a investícií súvisiacich s umelou inteligenciou.

Rast reálneho HDP sa v druhom štvrtroku 2026 medzištvrtročne spomalil na 0,9 %, čo odráža slabý dopyt domácností a negatívny vplyv vyšších cien energií. Ukazovatele ekonomickej aktivity za júl vykázali prekvapivý pokles, keď medziodročný rast maloobchodných tržieb, priemyselnej produkcie a investícií do fixných aktív zaznamenal oproti očakávaniam výrazné spomalenie. Pokles na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie naďalej negatívne ovplyvňoval dôveru, spotrebu aj investície, pričom nižšie príjmy a podmienky na trhu práce ešte viac zhoršili situáciu domácností. Prieskum domácností, ktorý uskutočnila Čínska ľudová banka, poukazuje na postupné oslabovanie dôvery v budúce príjmy a súčasnú zamestnanosť, čo zodpovedá spomaľovaniu rastu mzdových nákladov. Vývoz zostal odolný vďaka dopytu súvisiacemu s umelou inteligenciou, ale výrazne narástol aj dovoz. Prebytok Číny v obchode s tovarom s Európskou úniou (EÚ) sa ďalej zväčšoval, čo odrážalo obmedzenú expozíciu EÚ voči dovoznému dopytu Číny v oblasti umelej inteligencie. Vývozné ceny sa dostali z deflačnej zóny, pričom produkty súvisiace s umelou inteligenciou predstavovali približne dve tretiny celkovej inflácie vývozných cien v máji 2026. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2026 sa predpokladá, že rast reálneho HDP klesne z 5,1 % v roku 2025 na 4,5 % v roku 2026, 4,3 % v roku 2027 a 4,0 % v roku 2028. V porovnaní s júnovými projekciami bol rast v roku 2026 revidovaný nadol o 0,2 percentuálneho bodu pre slabšie výsledky v druhom štvrtroku, ale na rok 2027 bol revidovaný nahor o 0,2 percentuálneho bodu vďaka väčším investíciám do infraštruktúry umelej inteligencie. Predpokladá sa, že celková inflácia CPI zostane na nízkej úrovni 1,2 % v roku 2026, 1,3 % v roku 2027 a 1,5 % v roku 2028 v dôsledku pretrvávajúcej ekonomickej neaktivity a slabého dopytu domácností.

V Spojenom kráľovstve sa hospodárska aktivita ukázala odolnejšia, než sa očakávalo v druhom štvrtroku, zatiaľ čo vyššie účty domácností za energie prispeli k júlovému rastu inflácie.

Reálny HDP sa v druhom štvrtroku 2026 medzištvrtročne zvýšil o 0,4 %, a to najmä vďaka súkromným investíciám a spotrebe, a ukazovatele z prieskumov naznačovali mierny rast na začiatku tretieho štvrtroka. Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB zo septembra 2026 by mal reálny HDP v roku 2026 aj 2027 vzrásť o 1,2 % a v roku 2028 o 1,5 %. Projekcie boli revidované nahor o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2026 a 0,1 percentuálneho bodu na rok 2027 vzhľadom na lepšie výsledky v druhom štvrtroku a zmierňovanie výpadkov na strane ponuky. Celková inflácia CPI stúpila z 2,6 % v júni na 2,9 % v júli, a to najmä v dôsledku zvýšenia stropu regulovaných cien energií. Jadrová inflácia zostala nezmenená na úrovni 2,6 %. Dôkazy o nepriamych a druhotných účinkoch zostávajú obmedzené, keď sa inflačné očakávania domácností zmierňujú a rast miezd v súkromnom sektore sa spomaľuje. Celková inflácia by mala podľa projekcií dosiahnuť 3,0 % v roku 2026, 2,7 % v roku 2027 a 2,0 % v roku 2028. Bank of England na svojom júlovom zasadnutí ponechala menovopolitickú úrokovú sadzbu nezmenenú na úrovni 3,75 %.

Rast hospodárskej aktivity eurozóny v druhom štvrtroku 2026 prekonal očakávania a medzištvrtročne sa zrýchlil na 0,6 %, k čomu prispel domáci dopyt, vývoz či výrazné oživenie Írskeho HDP. Aj pri vylúčení volatilných údajov z Írska si hospodársky rast napriek konfliktu na Blízkom východe udržal v medzištvrtročnom porovnaní solídnu úroveň 0,3 %. Hoci geopolitická situácia zostáva náročná, najnovšie informácie naznačujú, že rast bude v treťom štvrtroku pokračovať. Výrobný sektor by mal naďalej ťažiť z výdavkov na obranu a digitálne technológie, ako aj z toho, že podniky si zvyšujú zásoby na zmiernenie rizík v dodávateľských reťazcoch. Zároveň by malo pokračovať oživenie v sektore služieb, po výraznom oslabení spôsobenom energetickým šokom v dôsledku konfliktu na Blízkom východe, pričom k oživeniu okrem iného prispieva aj silný dopyt súvisiaci s umelou inteligenciou. Súčasne sa javí, že podniky postupujú opatrne pri rozhodovaní o ľudských zdrojoch, prijímajú menej zamestnancov, ale zároveň neprepúšťajú väčší počet pracovníkov, vďaka čomu miera nezamestnanosti zostáva bezo zmien. V strednodobom horizonte by dynamiku rastu malo podporovať posilňovanie súkromnej spotreby, investície do nových digitálnych technológií a aktivít súvisiacich s umelou inteligenciou, vládne výdavky na obranu a infraštruktúru, ako aj určité oživenie vývozu.

Tento výhľad sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2026, podľa ktorých má ročný priemerný rast reálneho HDP dosiahnuť 0,9 % v roku 2026, 1,4 % v roku 2027 a 1,5 % v roku 2028. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2026 bol rast HDP na rok 2026 revidovaný mierne nahor, keďže ekonomika vykázala väčšiu odolnosť, než sa očakávalo, čo potvrdzujú lepšie údaje a pozitívne výsledky z prieskumov. Oproti predpokladom priaznivejší vývoj v roku 2026 naznačuje pozitívny účinok na rok 2027, vedúci k revízii smerom nahor, kým celkový rast na rok 2028 sa nemení. Hospodársky výhľad eurozóny zostáva vzhľadom na pokračujúci konflikt na Blízkom východe a pretrvávajúcu volatilitu cien energií naďalej veľmi neistý. Na zohľadnenie tejto neistoty je základný scenár projekcií doplnený aktualizáciami troch alternatívnych scenárov – miernejšieho, nepriaznivého a závažného scenára – uvedených v projekciách z júna 2026.³

Hospodárstvo eurozóny v druhom štvrtroku 2026 preukázalo odolnosť, pričom rast bol rozložený naprieč sektormi a krajinami. Podľa najnovšieho odhadu Eurostatu reálny HDP eurozóny po nulovom raste v prvom štvrtroku stúpil v druhom štvrtroku 2026 o 0,6 %. Bez volatilných írskych údajov dosiahol rast reálneho HDP 0,3 %, teda rovnaký výsledok ako v prvom štvrtroku. Dynamika rastu jednotlivých zložiek domáceho dopytu bola v druhom štvrtroku rozdielna (graf 3). Rast súkromnej aj verejnej spotreby zostal kladný, ale investície ďalej mierne klesli. Rast HDP súčasne záporne ovplyvnili zmeny zásob. Napriek tomu, že čistý obchod bol v celkových údajoch výrazne kladný, po vylúčení volatilných írskych obchodných tokov bol tlmenejší. Produkciu v druhom štvrtroku ťahal priemysel spolu so službami, opätovne podporenými sektorom informačných a komunikačných služieb. Dynamika

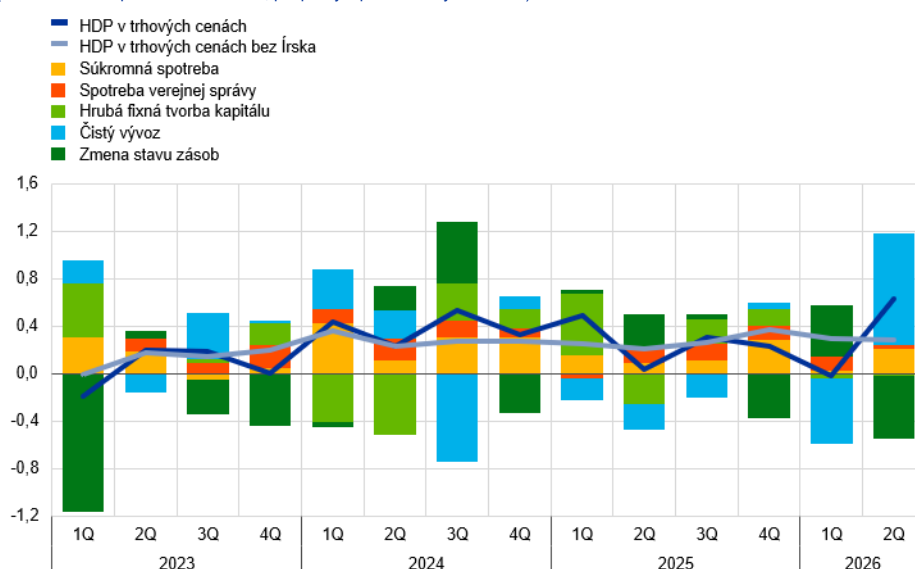
³ Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2026, zverejnené 10. septembra 2026 na internetovej stránke ECB.

v stavebnom sektore sa v porovnaní s prvým štvrťrokom posilnila, čo viedlo k obnoveniu rastu. Sektor priemyselnej výroby sa naprieč ekonomikami eurozóny vyvíjal prevažne pozitívne, ale výrazne ho ovplyvnila volatilita v niektorých krajinách – najmä 22 % rast zaznamenaný v Írsku. Hoci tento sektor stále čelí nepriaznivým vplyvom pochádzajúcim z vyšších cieľ a geopolitickej neistoty, zároveň ho podporuje zvyšujúca sa výroba súvisiaca s obranným priemyslom. Napriek výrazným rozdielom medzi jednotlivými krajinami väčšina členských štátov zaznamenala v druhom štvrťroku 2026 pozitívny rast HDP.

Graf 3

Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje aj HDP bez Írska, keďže írske údaje sú mimoriadne kolísavé. V jednotlivých zložkách je však zobrazené rozdelenie HDP vrátane Írska. Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2026.

Napriek náročnej geopolitickej situácii najnovšie informácie naznačujú, že v treťom štvrťroku 2026 bude rast hospodárskej aktivity pokračovať.

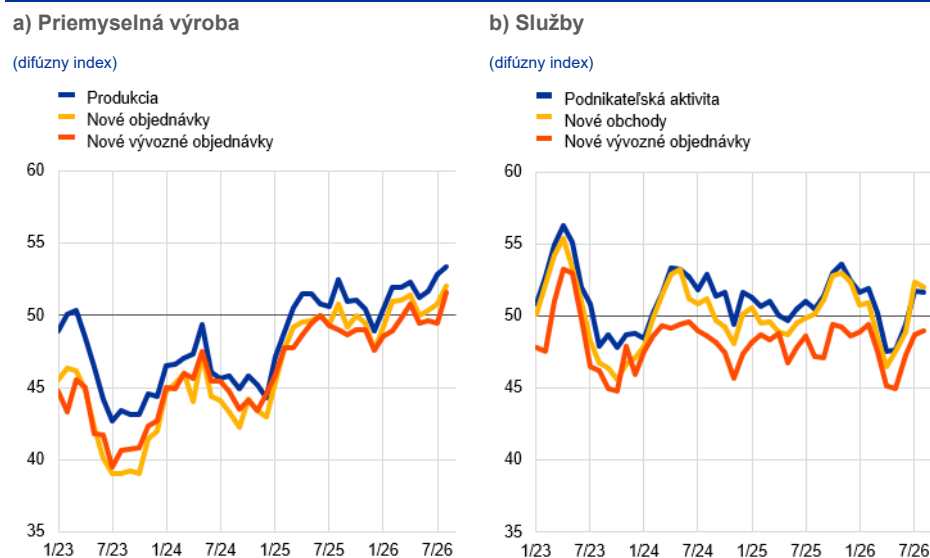
Kompozitný index nákupných manažérov (PMI) pre produkciu eurozóny v júli a auguste vzrástol na priemernú hodnotu 52,0, čo predstavuje zreteľné zlepšenie v porovnaní so signálmi poklesu zaznamenanými v druhom štvrťroku (49,1). Toto zlepšenie sa prejavilo vo všetkých sektoroch, čo svedčí o pretrvávajúcej odolnosti eurozóny. Index produkcie v priemyselnej výrobe sa v rovnakom období zvýšil z 51,8 na 53,1 a index podnikateľskej aktivity v sektore služieb sa zotavil zo 48,2 na 51,7 (graf 4). Naznačuje to, že vývoj vo výrobnom sektore by mal byť naďalej stabilný, a to vďaka výdavkom na obranu a infraštruktúru, ako aj v dôsledku toho, že podniky zvyšujú zásoby na zmiernenie rizík spojených s dodávateľskými reťazcami.⁴ Zároveň by malo pokračovať oživenie v sektore služieb po výraznom oslabení spôsobenom energetickým šokom. Predstihové ukazovatele z prieskumov pre nové objednávky naznačujú výraznejšie zlepšenie v sektore služieb v porovnaní s priemyslom. Navyše, hoci z hodnotenia vyplýva, že dodacie lehoty sú dlhšie než

⁴ Viac v článku s názvom [Defence spending and its short and longer-term macroeconomic effects](#) v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

zvyčajne, v júli a auguste sa v porovnaní s druhým štvrťrokom skrátili. Prieskumy Európskej komisie medzi podnikmi a spotrebiteľmi naznačujú v treťom štvrťroku podobný obraz oživenia vo všetkých odvetviach.

Graf 4

Ukazovatele PMI pre hospodárske sektory



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.
Poznámka: Posledné údaje sú z augusta 2026.

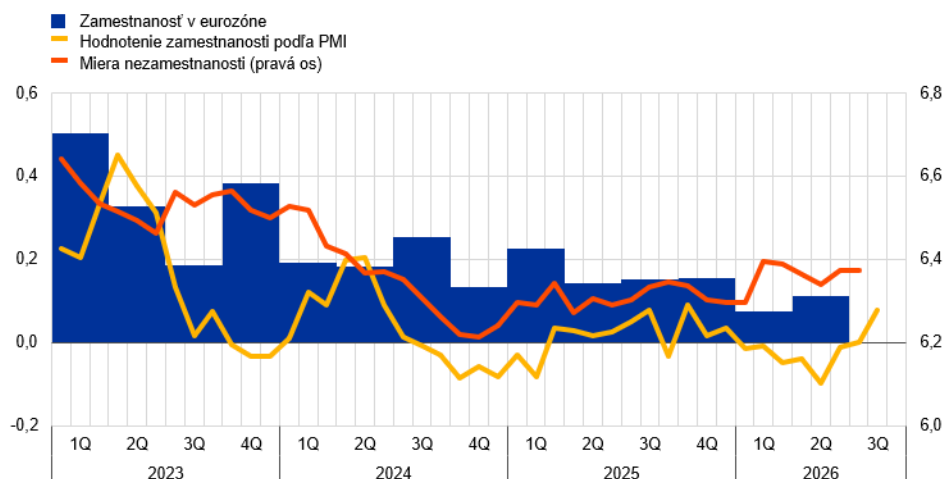
Ochladzovanie trhu práce pokračuje, ale pomalším tempom ako

v prechádzajúcich mesiacoch. Podniky naďalej obmedzovali nábor nových zamestnancov, pričom medziročné tempo rastu zamestnanosti sa v druhom štvrťroku 2026 mierne spomalilo na 0,50 % oproti 0,53 % v prvom štvrťroku 2026 a priemerným 0,7 % za rok 2025. Zároveň sa javí, že k úprave počtu zamestnancov dochádza postupne, bez výrazného zvyšovania prepúšťania, vďaka čomu sa miera nezamestnanosti v júli udržala na úrovni 6,4 %, teda na rovnakej hodnote ako v júni. Miera nezamestnanosti je od polovice roka 2024 vo všeobecnosti stabilná (graf 5). Okrem toho sa v druhom štvrťroku v porovnaní s prvým štvrťrokom spomalil rast pracovnej sily, čo čiastočne odráža pokles imigrácie, ktorá tento rast výrazne podporovala v rokoch 2022 až 2024 (box 3). Súbežne so spomalením rastu zamestnanosti a zrýchlením rastu HDP sa medziročný rast produktivity v druhom štvrťroku mierne zvýšil na 0,7 % po nulovom raste v prvom štvrťroku. Produktivita bez zohľadnenia vplyvu volatilných údajov o írskom HDP takisto v druhom štvrťroku medziročne vzrástla o 0,7 % a v posledných štvrťrokoch vykazuje trvalé a zrýchľujúce sa oživenie.

Graf 5

Zamestnanosť v eurozóne, hodnotenie zamestnanosti podľa PMI a miera nezamestnanosti

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



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

Poznámka: Dve čiary predstavujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. Index PMI je vyjadrený ako odchýlka od hodnoty 50 a následne vydelený desiatimi, čím sa meria medzištvrtročný rast zamestnanosti. Posledné údaje o zamestnanosti v eurozóne sú z druhého štvrťroka 2026, o hodnotení zamestnanosti podľa PMI z augusta 2026 a o miere nezamestnanosti z júla 2026.

Z krátkodobých ukazovateľov trhu práce vyplýva, že oslabenie trhu práce môže vykazovať prvé náznaky odrazenia sa z dna.

Mesačný kompozitný PMI pre zamestnanosť v auguste rástol už tretí mesiac po sebe. Stúpili subindexy pre sektory služieb a výroby, čo naznačuje stále tlmenú, ale mierne sa zlepšujúcu náladu na trhu práce, naopak, subindex pre stavebníctvo klesol. Zároveň sa v auguste ďalej znižoval počet online pracovných ponúk na portáli Indeed, hoci pomalším tempom ako v posledných mesiacoch, a z predbežných informácií z konferenčných hovorov o hospodárskych výsledkoch podnikov vyplýva, že podniky menej hovoria o prijímaní aj prepúšťaní zamestnancov. Obavy, že konflikt na Blízkom východe výrazne ovplyvní trh práce, sa zatiaľ nenaplnili, a podniky, ktoré sa zúčastnili prieskumu o prístupe podnikov k financovaniu, uviedli, že konflikt mal len minimálny vplyv na ich očakávania v oblasti zamestnanosti (box 2).

Súkromná spotreba sa v druhom štvrťroku 2026 zvýšila, ale v blízkej budúcnosti sa jej tempo pravdepodobne spomalí.

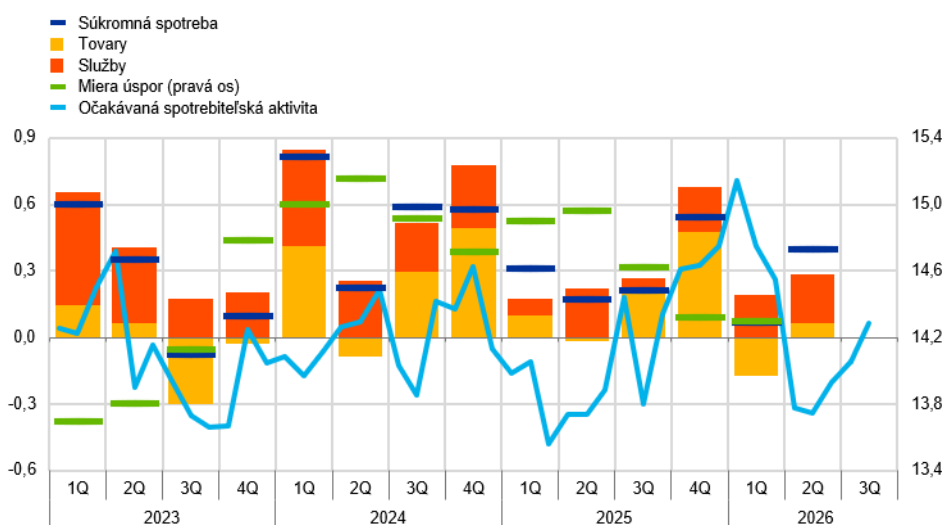
Po nulovom raste v predchádzajúcom štvrťroku súkromná spotreba v druhom štvrťroku medzištvrtročne stúpila o 0,4 % (graf 6). Domáce výdavky boli podporené službami – vďaka priaznivému vývoju cestovného ruchu – aj tovarmi, a to napriek zníženiu výdavkov na tovary krátkodobej spotreby. Miera úspor zostala v prvom štvrťroku stabilná na úrovni 14,3 %. Pokiaľ ide o tretí štvrťrok, vysokofrekvenčné ukazovatele naznačujú zmiernenie tempa výdavkov domácností, keďže sa postupne začínajú prejavovať ekonomické dôsledky konfliktu na Blízkom východe (box 4). Maloobchodné tržby v júli medzimesačne klesli o 0,6 % a boli o 0,4 % nižšie ako ich priemerná úroveň v druhom štvrťroku. Spôsobil to najmä pokles predaja cez internet, ako aj zníženie predaja elektronických zariadení a pohonných hmôt. Ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie sa v júli a auguste v priemere zlepšil, a to najmä v dôsledku očakávaní domácností týkajúcich sa celkového hospodárskeho

výhľadu. Toto oživenie pomáha odvetviu služieb zotaviť sa z počiatočného energetického šoku. Z prieskumu podnikov v rôznych odvetviach realizovaného Európskou komisiou vyplýva, že v júli a auguste sa zlepšila aj očakávaná spotrebiteľská aktivita, najmä v maloobchode, ubytovacích a stravovacích službách, v cestovnom ruchu a potravinových výrobkoch, i keď zlepšenie bolo čiastočne tlmené energetickými produktmi. Tieto signály potvrdil aj prieskum spotrebiteľských očakávaní (Consumer Expectations Survey – CES), z ktorého vyplynulo, že v júli sa čiastočne zotavila spotrebiteľská dôvera a výdavky, a to najmä v prípade voliteľných položiek, ako sú služby cestovného ruchu. Vyššie ceny energií a neistota súvisiaca s konfliktom na Blízkom východe by mali výhľadovo negatívne ovplyvniť spotrebu. Napäté podmienky ponuky úverov by napriek súčasnému zmierňovaniu mohli podľa CES aj prieskumu bankových úverov v eurozóne ďalej tmiť dynamiku výdavkov domácností. Tieto negatívne účinky by však mohla zmierniť odolná dynamika príjmov a majetku, ktorá od konca roka 2022 podporuje súkromnú spotrebu, a to v kontexte historicky nízkej zadlženosti a finančnej páky domácností.

Graf 6

Spotreba domácností, očakávaná spotrebiteľská aktivita a úspory domácností

(medzištvrtročná percentuálna zmena, príspevky v percentuálnych bodoch; štandardizované percentuálne zostatky, % hrubého disponibilného príjmu)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

Poznámka: Pod pojmom „očakávaná spotrebiteľská aktivita“ sa rozumie vážený priemer podnikateľských očakávaní na nasledujúce tri mesiace, pokiaľ ide o produkciu vo výrobnom sektore, zamestnanosť v stavebníctve, obchodnú činnosť v maloobchode a dopyt po službách, z podnikateľského prieskumu Európskej komisie, vážený podľa podielov jednotlivých odvetví na súkromnej spotrebe v eurozóne podľa vstupno-výstupných tabuliek FIGARO za rok 2023. Séria je štandardizovaná pre celú vzorku od januára 1999. Posledné údaje o miere úspor sú z prvého štvrťroka 2026, o súkromnej spotrebe, tovaroch a službách z druhého štvrťroka 2026 a o očakávanej spotrebiteľskej aktivite z augusta 2026.

Podnikové investície sa v druhom štvrťroku 2026 mierne znížili, no v druhom polroku by sa mali opäť zrýchliť vďaka pokračujúcim výdavkom na digitalizáciu a rastúcim výdavkom na obranu. Investície mimo stavebníctva (bez volatilných írskych produktov duševného vlastníctva) sa v druhom štvrťroku tohto roka medzištvrtročne znížili o 0,1 %, pričom k poklesu prispela neistota a zvýšené náklady na energie (graf 7, panel a). Investície do nehmotného majetku mali pozitívny vplyv, naopak, stroje a zariadenia ovplyvnili investície podnikov negatívne. V treťom štvrťroku 2026 sa zvyšuje dynamika hmotných aj nehmotných aktív, čo ukazuje rastúca dôvera v odvetviach investičného tovaru a digitálnych služieb.

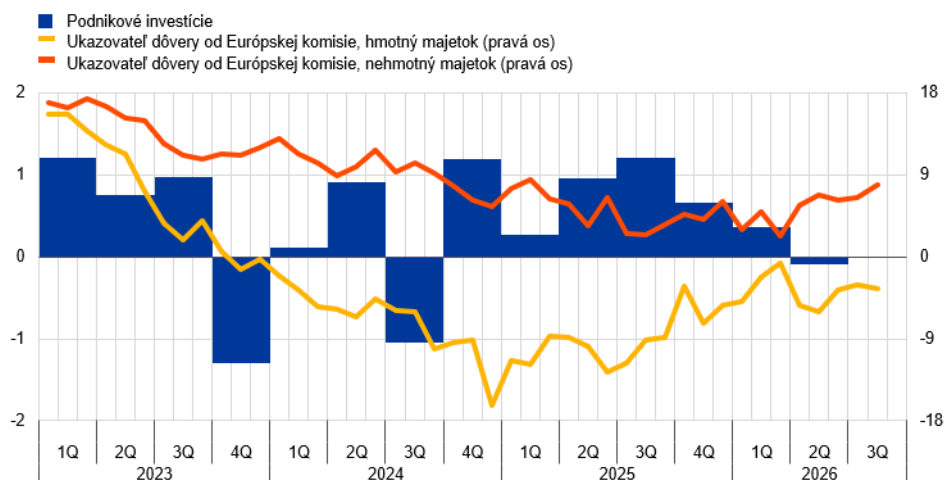
Investičná aktivita očakávaná v druhej polovici roka 2026 a v nasledujúcom období bude naďalej podporovaná technológiami umelej inteligencie a digitalizáciou. Investície do hmotných aktív podporuje dopyt po hardvéri pre umelú inteligenciu a produktoch súvisiacich s robotizáciou a s obranou, a to najmä v krajinách vyrábajúcich polovodiče. Podľa prieskumu Európskej komisie je v súčasnosti v sektore investičného majetku dopyt menej obmedzujúcim faktorom než priestor a vybavenie. Digitalizácia naďalej stimuluje investície do nehmotných aktív. Rozširovanie cloudových služieb a zavádzanie umelej inteligencie vedú k zvýšenému budovaniu dátových centier v krajinách južnej Európy, ktoré ťažia z dostupnosti obnoviteľných zdrojov energie, pozemkov a prostriedkov z programu Next Generation EU. Zároveň digitalizácia stojí pred výzvami v podobe nedostatku kvalifikovaných pracovníkov, obáv o dostupnosť energií, zložitých povolovacích konaní a zavádzania nových nariadení EÚ. V budúcnosti by mal byť rast investícií podporený stúpajúcim dopytom, zvyšujúcim sa hrubým prevádzkovým prebytkom a silnejúcou dôverou, zatiaľ čo vyššie úrokové sadzby a neistota ohľadom Blízkeho východu budú naďalej pôsobiť ako brzda (box 2).

Graf 7

Dynamika reálnych investícií a údaje z prieskumov

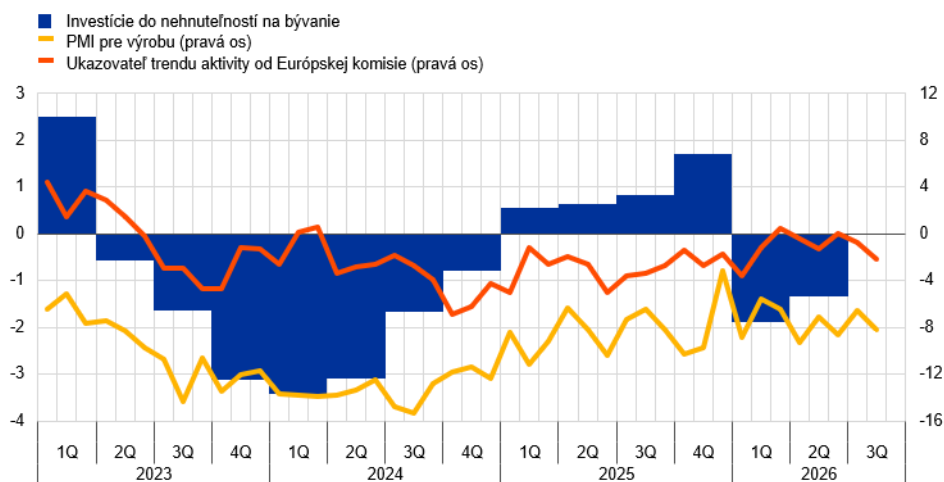
a) Podnikové investície

(medzištvrtročná percentuálna zmena; percentuálne zostatky a difúzny index)



b) Investície do bývania

(medzištvrtročná percentuálna zmena; percentuálne zostatky a difúzny index)



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

Poznámka: Čiary označujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. Indexy PMI sú vyjadrené ako odchýlka od hodnoty 50. V paneli a) sa podnikové investície merali nestavebnými investíciami bez írskeho nehmotného majetku. V prípade ukazovateľov dôvery sa pod pojmom „hmotný majetok“ rozumie sektor investičného majetku (výrobcovia strojov a zariadení) a pojem „nehmotný majetok“ predstavuje vážený priemer podsektorov, ktoré poskytujú investície súvisiace s produktmi duševného vlastníctva, t. j. vydavateľská činnosť (NACE J58); programovanie a poradenstvo v oblasti informatiky (NACE J62); a informačné činnosti (NACE J63). 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 preškáľovaná tak, aby mala rovnakú štandardnú odchýlku ako index PMI. Krivka indexu PMI pre produkciu sa týka aktivity v oblasti nehnuteľností na bývanie. Posledné údaje o investíciách sú z druhého štvrťroka 2026 a o PMI pre výrobu a ukazovateľoch Európskej komisie z augusta 2026.

Investície do nehnuteľností na bývanie v druhom štvrťroku 2026 ďalej klesali, ale v krátkodobom horizonte sa očakáva ich návrat k pozitívnemu rastu.

Investície do nehnuteľností na bývanie sa v druhom štvrťroku medzištvrtročne znížili o 1,3 % po poklese o 1,9 % v predchádzajúcom štvrťroku (graf 7, panel b).

K poklesu došlo v podstate vo všetkých najväčších krajinách eurozóny, ale mimoriadne výrazný bol v Taliansku, kde časť tohto oslabenia môže odrážať časové účinky súvisiace s postupným rušením finančných stimulov na renováciu. Stavebná výroba a špecializované stavebné činnosti v druhom štvrťroku vzrástli v porovnaní s predchádzajúcim štvrťrokom v priemere o 0,8 %. Údaje z prieskumov o aktivite poskytujú pre tretí štvrťrok zmiešané signály: index PMI produkcie v sektore nehnuteľností na bývanie sa v júli a auguste pohyboval v priemere nad úrovňou z druhého štvrťroka, zatiaľ čo ukazovateľ Európskej komisie týkajúci sa najnovších trendov v stavebníctve a špecializovaných stavebných činnostiach klesol pod úroveň z druhého štvrťroka a obmedzenia súvisiace s počasím dosiahli rekordné hodnoty. Zároveň naďalej rástol počet vydaných stavebných povolení na výstavbu nehnuteľností na bývanie, pričom medzitrojmesačný rast v máji dosiahol 1,2 %. Podľa spotrebiteľského prieskumu Európskej komisie sa v treťom štvrťroku opäť zvýšil záujem domácností o renováciu nehnuteľností na bývanie, zatiaľ čo záujem o kúpu alebo výstavbu nehnuteľnosti na bývanie zostal vo všeobecnosti stabilný. Júlový prieskum ECB zameraný na úverovú aktivitu bánk v eurozóne však poukazuje na určité oslabenie dopytu po úveroch, pričom banky hlásia nižší dopyt po úveroch na bývanie v druhom štvrťroku a jeho ďalší pokles očakávajú aj v treťom štvrťroku. Investície do nehnuteľností na bývanie by sa v krátkodobom horizonte mali vrátiť k pozitívnemu rastu, očakáva sa však, že oživenie bude naďalej prebiehať postupne.

Aktuálne oživenie vývozu tovarov z eurozóny zatiaľ nenasvedčuje plošnému posilňovaniu dynamiky vývozu.

Po slabom prvom štvrťroku vzrástol objem vývozu tovarov mimo eurozóny v trojmesačnom období končiacom v júni o 2,1 %. Z údajov z národných účtov za druhý štvrťrok vyplýva, že celkový vývoz medzištvrťročne stúpol o 3,4 %. Tento výsledok však treba interpretovať obozretne, keďže bol ovplyvnený volatilným írskym vývozom spojeným s činnosťou nadnárodných podnikov, ktorý má len obmedzenú väzbu na základnú dynamiku obchodu eurozóny. V júni sa mierne zvýšil aj vývoz do Spojených štátov, tento nárast sa však týkal najmä tovarov, ktoré neboli priamo ovplyvnené clami, vrátane niektorých produktov súvisiacich s umelou inteligenciou ako výpočtové zariadenia pre dátové centrá či pamäťové, úložné a sieťové zariadenia, zatiaľ čo vývoz tovarov, na ktoré sa vzťahujú clá, ďalej stagnoval. To naznačuje, že vyššie obchodné bariéry zavedené v Spojených štátoch v minulom roku môžu naďalej nepriaznivo vplývať na dotknuté kategórie. Ukazovatele z prieskumov zostali nevýrazné, pričom PMI pre nové vývozné objednávky sa po štyri a pol roku len tesne vrátil do kladného pásma, hoci vývozné objednávky súvisiace s technológiami si naďalej zachovali relatívnu silu, podporenú globálnym rozširovaním infraštruktúry umelej inteligencie. Javí sa, že destabilizujúci vplyv konfliktu na Blízkom východe nebol až taký intenzívny, ako sa pôvodne očakávalo, keď priniesol menšie obmedzenie ponuky, ktoré postupne ustupuje; no vyššie náklady a neistota naďalej nepriaznivo vplyvajú na výhľad. Celkovo by mal vývoz z eurozóny podľa predpokladov v krátkodobom horizonte rásť pomalšie ako zahraničný dopyt, čo naznačuje ďalší pokles podielu na vývozných trhoch. Tento vývoj čiastočne odráža aktuálny silný globálny dopyt po tovaroch súvisiacich s umelou inteligenciou, najmä po kľúčových komponentoch dátových centier ako výpočtový, úložný a sieťový hardvér, na ktorých výrobu sa eurozóna v porovnaní s inými konkurentmi špecializuje menej. V zostávajúcej časti sledovaného obdobia budú trhové podiely podľa očakávaní naďalej pod tlakom v dôsledku širších problémov s konkurencieschopnosťou. Pokiaľ ide o dovoz, z údajov z národných účtov vyplýva, že v druhom štvrťroku sa dovoz medzištvrťročne zvýšil o 1,5 %, čo znamená, že čistý obchod prispel k rastu HDP eurozóny 0,9 percentuálneho bodu.

Podľa základných projekcií by mal ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 0,9 % v roku 2026, 1,4 % v roku 2027 a 1,5 % v roku 2028.

V porovnaní s projekciami z júna 2026 bol rast HDP na rok 2026 revidovaný mierne nahor, čo odráža neočakávané údaje a pozitívne ukazovatele z prieskumov, ktoré naznačujú, že tento trend bude pokračovať aj v roku 2027. Krátkodobý výhľad rastu sa v porovnaní s predchádzajúcim kolom projekcií zlepšil najmä v dôsledku odolnosti súkromnej spotreby a verejných výdavkov. V strednodobom horizonte by postupný pokles cien energií a silný trh práce mali posilniť príjmy domácností, čo by následne malo podporiť spotrebu. Rast budú čoraz viac podporovať investície do podnikania a bývania. Rast vývozu by mal ťažiť zo zvyšujúceho sa zahraničného dopytu, brzdia ho však problémy s konkurencieschopnosťou a neistota týkajúca sa globálnej obchodnej politiky. Hospodársky výhľad eurozóny zostáva vzhľadom na pokračujúci konflikt na Blízkom východe a pretrvávajúcu volatilitu cien energií veľmi neistý. Na zohľadnenie tejto neistoty je základný scenár projekcií doplnený aktualizovanými verziami troch alternatívnych scenárov uvedených v projekciách z júna 2026 – miernejším, nepriaznivým a závažným scenárom (viac v [Makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu, september 2026](#)).

Ročná celková inflácia eurozóny meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) v auguste stúpila z júlových 2,9 % na 3,3 %. Príčinou bol prudký nárast inflácie cien energií zapríčinený konfliktom na Blízkom východe, zatiaľ čo inflácia cien potravín zostala nezmenená.⁵ Inflácia HICP bez energií a potravín (HICPX) sa v auguste mierne znížila na 2,4 % (z 2,5 % v júli) v dôsledku poklesu inflácie cien služieb, ktorý prevážil nárast inflácie cien neenergetických priemyselných tovarov (non-energy industrial goods – NEIG). Ukazovatele základnej inflácie boli v posledných mesiacoch vo všeobecnosti stabilné. Mzdy zatiaľ na energetický šok významne nereagujú. Ročný rast kompenzácií na zamestnanca sa v druhom štvrtroku 2026 znížil na 3,3 %, z 3,5 % v poslednom štvrtroku 2026.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2026 má celková inflácia v roku 2026 dosiahnuť v priemere 3,0 % a následne má klesnúť na 2,5 % v roku 2027 a 2,1 % v roku 2028.⁶ V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2026 zostáva celková inflácia na rok 2026 nezmenená, zatiaľ čo na roky 2027 a 2028 bola upravená nahor. Výhľad ďalšieho vývoja je naďalej veľmi neistý, s rizikami rýchlejšieho rastu inflácie. Na ilustráciu tejto neistoty sú základné projekcie doplnené aktualizovanými verziami troch alternatívnych scenárov vývoja uvedených v projekciách z júna 2026. Tieto scenáre sa líšia z hľadiska ich predpokladov týkajúcich sa rozsahu a trvania konfliktu na Blízkom východe a šoku cien energií, vplyvu šoku na medzinárodné prostredie a neistotu, ako aj intenzity nepriamych a sekundárnych účinkov na infláciu.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu inflácia HICP v eurozóne v auguste 2026 stúpila z júlových 2,9 % na 3,3 % (graf 8). Tento nárast bol spôsobený prudkým nárastom inflácie cien energií popri stabilnej inflácii cien potravín a miernom poklese inflácie HICPX. Ročná miera zmeny cien energií v auguste prudko vzrástla z júlových 10,3 % na 14,3 %, a to v dôsledku medzimesačného nárastu cien energií o 2,9 % a výrazného kladného bazického efektu.⁷ Inflácia cien potravín v auguste dosiahla 1,2 %, rovnako ako v júli. V rámci potravinovej zložky sa inflácia cien spracovaných potravín v auguste znížila na 0,6 % (z 0,7 % v júli), zatiaľ čo inflácia cien nespracovaných potravín sa v rovnakom období zvýšila z 2,4 % na 2,7 %. Medzimesačné zmeny cien nespracovaných potravín boli v auguste výraznejšie než zvyčajne, podľa všetkého v dôsledku určitých tlakov na rast cien spôsobených horúcim a suchým letným počasím v Európe. Inflácia HICPX v auguste mierne klesla z júlových 2,5 % na 2,4 %. Príčinou bol pokles inflácie cien služieb z 3,3 % na 3,0 %, ktorý prevážil nárast inflácie NEIG z 0,9 % na 1,2 %.

⁵ Redakčná uzávierka údajov uvedených v tomto čísle Ekonomického bulletinu bola 9. septembra 2026. Podľa kompletných údajov o HICP zverejnených Eurostatom 17. septembra 2026 dosahovala ročná inflácia v eurozóne v auguste 2026 úroveň 3,2 %.

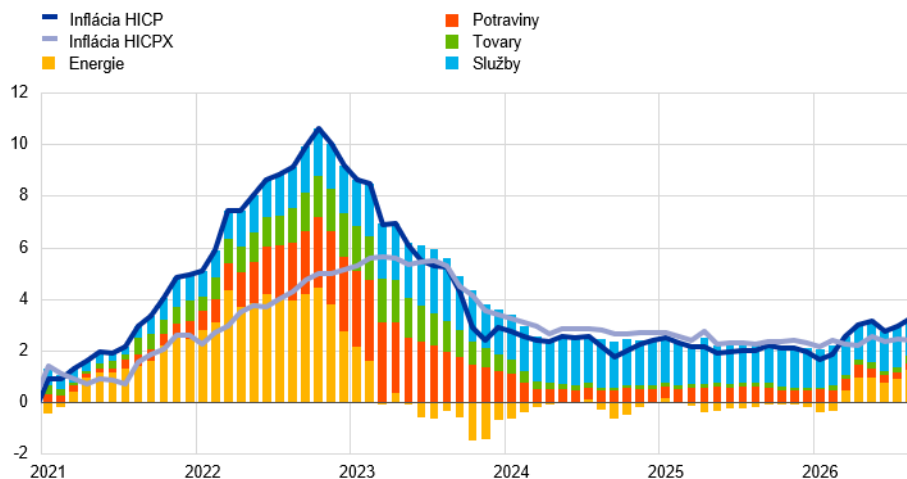
⁶ [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2026](#), zverejnené 10. septembra 2026 na internetovej stránke ECB.

⁷ Analýza spotrebiteľských cien elektriny a plynu je v boxe s názvom Nerovnomerný vplyv veľkoobchodných cien plynu a elektriny na spotrebiteľské ceny v tomto vydaní Ekonomického bulletinu.

Graf 8

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 augusta 2026 (rýchly odhad).

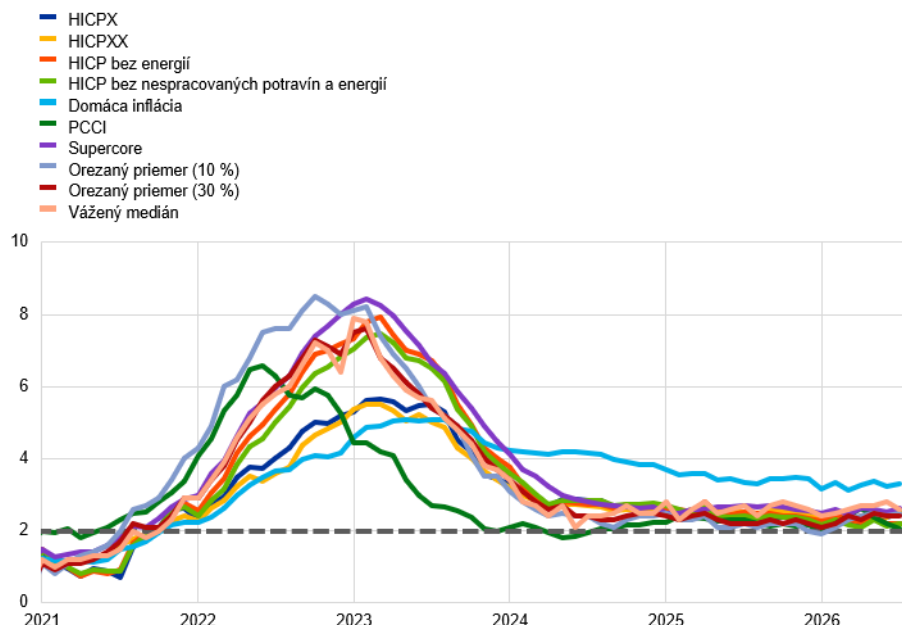
Ukazovatele základnej inflácie boli v posledných mesiacoch vo všeobecnosti stabilné (graf 9) a v júli 2026 sa pohybovali v rozpätí od 2,1 % do 2,6 %.

Po miernom zvýšení v júli sa ukazovatele inflácie založené na štatistickom vylúčení dostupné za august mierne znížili. Pokiaľ ide o ukazovatele založené na modeloch, ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation (PCCI) sa v júli znížil z júnových 2,2 % na 2,1 %, zatiaľ čo ukazovateľ PCCI bez energií zostal nezmenený na úrovni 2,1 %. Ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus, v júli mierne stúpol z júnových 2,5 % na 2,6 %. V rovnakom období mierne vzrástla aj domáca inflácia, ktorá zahŕňa položky s nízkou dovoznou náročnosťou, najmä položky služieb, a to z 3,2 % na 3,3 %.

Graf 9

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: HICP bez položiek súvisiacich s cestovným ruchom, odevov a obuvi. V prípade HICPX, HICPXX a HICP bez energií sú posledné údaje z augusta 2026 (rýchly odhad) a v prípade zostávajúcich ukazovateľov z júla 2026.

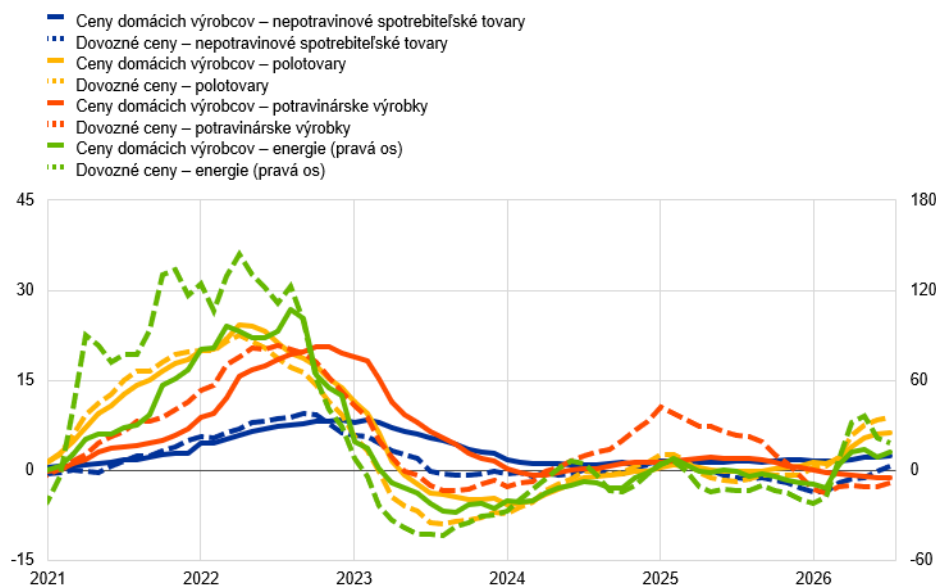
Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci zaznamenali v júli 2026 rast vo väčšine fáz cenového reťazca (graf 10).

V počiatočných fázach cenového reťazca inflácia cien výrobcov energií v júli 2026 vzrástla z júnových 8,8 % na 12,9 %, zatiaľ čo inflácia dovozných cien energií za rovnaké obdobie klesla z 21,8 % na 18,2 %. Oba ukazovatele však zostali zvýšené, čo poukazuje na naďalej silné cenové tlaky v súvislosti s energiami. V prípade polotovarov zostali tlaky zvýšené aj v dôsledku výrazného júlového zvýšenia inflácie cien domácich výrobcov (na 6,3 %) a inflácie dovozných cien (na 8,8 %). V rovnakom mesiaci v neskorších fázach cenového reťazca z ukazovateľov tlakov v prípade nepotravinových spotrebiteľských tovarov vyplývali intenzívnejšie inflačné tlaky, s nárastom inflácie dovozných cien (na 0,7 %) i inflácie cien domácich výrobcov (na 2,4 %). Po období zvýšených tlakov v roku 2025 bola dynamika cien potravín v cenovom reťazci naďalej slabá a zostala jednoznačne v zápornom pásme. V prípade spracovaných potravín zostala ročná miera rastu cien výrobcov v júli nezmenená na úrovni -1,2 %, čím prerušila postupný klesajúci trend trvajúci od septembra 2025, zatiaľ čo rast dovozných cien sa v júli mierne zvýšil z júnových -2,6 % na -2,0 %. Vzhľadom na prebiehajúci konflikt na Blízkom východe sú vývoj cien energií a potravín, ako aj celkové tlaky v cenovom reťazci, predmetom dôkladného monitorovania.

Graf 10

Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za júl 2026.

Domáce nákladové tlaky merané rastom deflátoru HDP zostali v druhom štvrtroku 2026 nezmenené na úrovni 2,4 % (graf 11).

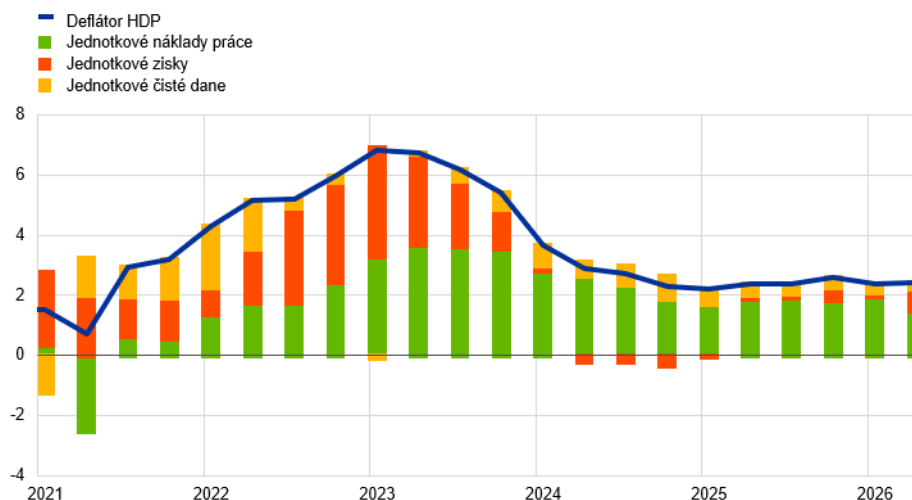
Za týmto vývojom stojí zníženie príspevkov jednotkových nákladov práce (z 2,0 % na 1,5 %) a jednotkových daní (z 0,3 % na 0,2 %), kompenzované nárastom príspevkov jednotkových ziskov (z 0,1 % na 0,7 %). K poklesu ročnej miery rastu jednotkových nákladov práce (z 3,5 % na 2,6 %) prispelo zrýchlenie rastu produktivity práce (z 0,0 % na 0,7 %) podporené poklesom ročnej miery rastu kompenzácií na zamestnanca (z 3,5 % na 3,3 %). Tento pokles je dôsledkom zníženia miery rastu dojednaných miezd, ktorá sa spomalila z 2,6 % v prvom štvrtroku 2026 na 2,4 % v druhom štvrtroku, ako aj mierneho zníženia príspevku zložky mzdového posunu na 0,9 percentuálneho bodu, z 1,0 percentuálneho bodu, za rovnaké obdobie. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, mzdový monitor ECB, ktorý bol aktualizovaný na základe údajov o mzdových dohodách do konca augusta 2026, naznačuje, že tlaky na dojednané mzdy sa v roku 2026 stabilizujú na úrovni 2,6 % a v prvej polovici roka 2027 sa mierne zvýšia na 2,7 %.⁸ Podľa projekcií zo septembra 2026 sa má ročná miera rastu kompenzácií na zamestnanca spomaliť z 3,8 % v roku 2025 na 3,3 % v roku 2026. Očakáva sa, že v rokoch 2027 a 2028 zostane na úrovni 3,3 %, prekračujúcej jej dlhodobý priemer, za podpory zlepšujúceho sa hospodárskeho výhľadu a odolného trhu práce. Vzhľadom na očakávaný pokles inflácie by mali mzdové tlaky zostať tlmené.

⁸ Ďalšie informácie: Európska centrálna banka (2026), [New data release: ECB wage tracker points to stable negotiated wage pressures in 2026](#), tlačová správa, 17. jún.

Graf 11

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 druhý štvrťrok 2026.

V sledovanom období od 11. júna do 9. septembra 2026 sa krátkodobé trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie v prostredí zvýšenej volatility mierne zvýšili, zatiaľ čo dlhodobejšie inflačné očakávania zostali pevne ukotvené na úrovni okolo 2 % (graf 12, panel a). Krátkodobý výhľad vývoja inflácie z pohľadu investorov pozorne sledoval výkyvy cien ropy a bol naďalej vysoko citlivý na neistotu spojenú s vývojom konfliktu na Blízkom východe. Po podpísaní memoranda o porozumení medzi Spojenými štátmi a Iránom 17. júna 2026 sa trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie znížili. Začiatkom júla sa však vzhľadom na opätovnú eskaláciu konfliktu a rast cien ropy zvýšili a prekročili úroveň spred 17. júna. Na konci sledovaného obdobia sa jednoročná forwardová sadzba inflačných swapov o jeden rok zvýšila o približne 15 bázických bodov na 2,3 %. V prípade strednodobých a dlhodobějších splatností zostali ukazovatele inflačnej kompenzácie pomerne stabilné, s päťročnou forwardovou sadzbou inflačných swapov o päť rokov v sledovanom období na takmer nezmenenej úrovni približne 2,2 %. Po očistení o inflačné rizikové prémie zostali trhové ukazovatele strednodobých a dlhodobějších inflačných očakávaní pevne ukotvené na úrovni okolo 2 %. Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za tretí štvrťrok 2026 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za september 2026 zostal priemer a medián dlhodobějších inflačných očakávaní na úrovni 2 %.

Graf 12

Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie a inflačné očakávania spotrebiteľov

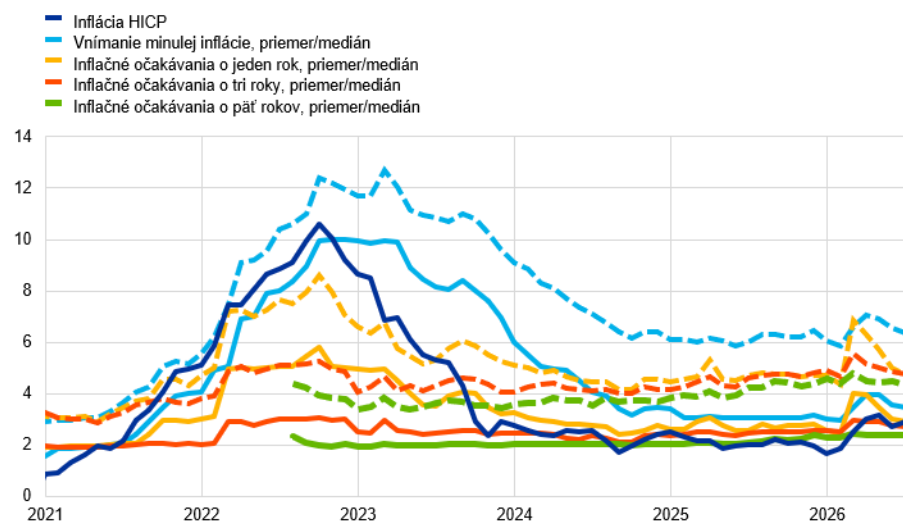
a) Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie

(ročná percentuálna zmena)



b) Celková inflácia HICP a prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: LSEG, Eurostat, prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB a výpočty ECB.

Poznámky: Panel a) znázorňuje forwardové sadzby inflačných swapov v dvoch rôznych časových horizontoch za eurozónu. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 11. júna 2026. Prerusované čiary v paneli b) označujú priemer, neperusované čiary medián. V paneli a) sú posledné údaje z 9. septembra 2025. V paneli b) sú posledné údaje z augusta 2026 v prípade inflácie HICP (rýchly odhad) i v prípade ostatných ukazovateľov.

Krátkodobé a strednodobé inflačné očakávania spotrebiteľov sa v auguste 2026 mierne zvýšili, zatiaľ čo vnímanie minulej inflácie zostalo nezmenené (graf 12, panel b). Podľa prieskumu spotrebiteľských očakávaní od ECB za august 2026 zostala mediánová miera vnímanej inflácie za predchádzajúcich 12 mesiacov stabilná na úrovni 3,5 %.⁹ Medián inflačných očakávaní na nasledujúcich 12 mesiacov sa mierne zvýšil z júlových 2,9 % na 3,0 %, zatiaľ čo očakávania na obdobie o tri roky sa v rovnakom období zvýšili z 2,7 % na 2,9 %. Medián inflačných

⁹ Zber údajov v rámci prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB z augusta 2026 sa skončil 24. augusta 2026.

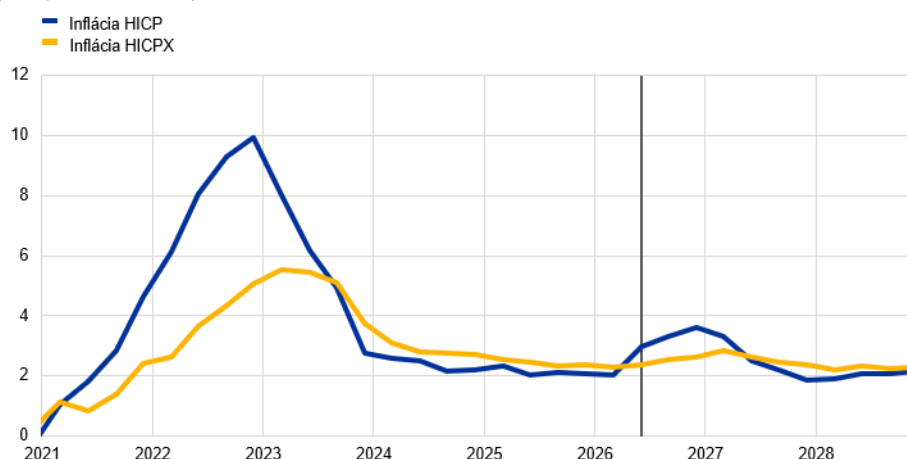
očakávaní na obdobie o päť rokov sa zároveň mierne zvýšil o 0,1 percentuálneho bodu na 2,5 %. Odhliadnuc od mesačnej volatility zostávajú inflačné očakávania spotrebiteľov nad úrovňou spred konfliktu na Blízkom východe. V posledných mesiacoch však boli celkovo stabilné a naďalej signalizujú návrat inflácie k cieľovej úrovni v strednodobom horizonte.

Podľa projekcií zo septembra 2026 sa má celková inflácia zvýšiť z 2,1 % v roku 2025 na 3,0 % v roku 2026. Následne má klesnúť na 2,5 % v roku 2027 a na 2,1 % v roku 2028 (graf 13). Celková inflácia by mala v poslednom štvrťroku 2026 vzrásť na 3,6 %. Predpokladá sa, že inflácia cien energií bude kulminovať na konci roka 2026, poháňaná zvyšovaním cien energetických komodít a rýchlejším rastom cien rafinovaných dopravných palív oproti cenám ropy. V roku 2027 sa očakáva prudký pád inflácie cien energií v dôsledku nižších cien energetických komodít a záporných bazických efektov, a v roku 2028 jej nepatrný nárast vzhľadom na zavedenie systému EÚ na obchodovanie s emisiami 2 (Emissions Trading System 2 – ETS2). Inflácia cien potravín by sa mala v krátkodobom horizonte zvýšiť, čo je odrazom postupného premietania nepriamych účinkov predchádzajúceho rastu cien energií a vplyvu nepriaznivého počasia. V neskoršej časti sledovaného obdobia by mala klesnúť späť na 2 %. Inflácia HICPX by sa mala v krátkodobom horizonte postupne zvyšovať a dosiahnuť v priemere 2,5 % v roku 2026 a 2,6 % v roku 2027, odrážajúc postupné hromadenie nepriamych účinkov vyšších cien energií na domácej aj svetovej úrovni vzhľadom na zvyšovanie dovozných cien a vstupných nákladov vo výrobnom sektore. Následne sa v roku 2028 očakáva pokles na 2,3 %. V porovnaní s projekciami z júna 2026 bol výhľad vývoja celkovej inflácie HICP upravený nahor o 0,2 percentuálneho bodu na rok 2027 a o 0,1 percentuálneho bodu na rok 2028. Inflácia HICPX bola na roky 2027 aj 2028 upravená o 0,1 percentuálneho bodu nahor.

Graf 13

Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Eurostat a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2026.

Poznámky: Sivá zvislá čiara označuje posledný štvrťrok pred začiatkom sledovaného obdobia. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2026 (historické údaje) a štvrtý štvrťrok 2028 (projekcie). Makroekonomické projekcie zo septembra 2026 boli dokončené 28. augusta 2026; redakčná uzávierka technických predpokladov bola 19. augusta 2026. Historické i projektované údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrťročnú periodicitu.

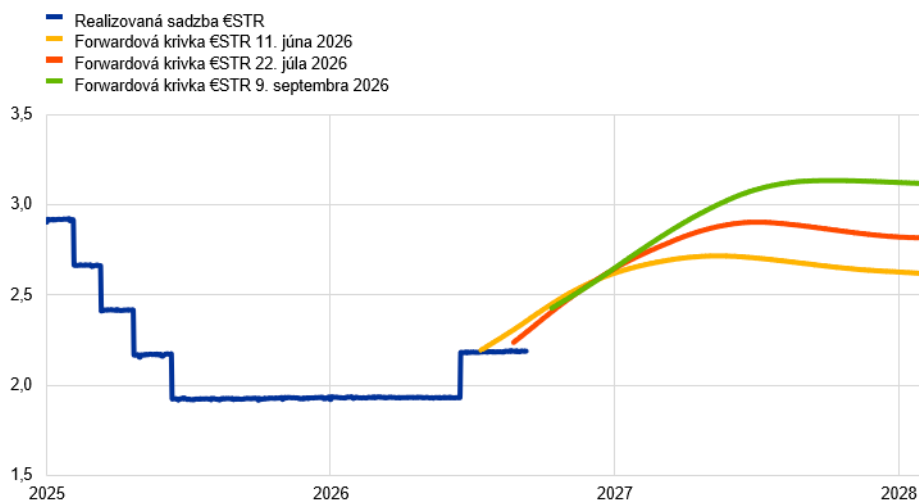
V sledovanom období od 11. júna do 9. septembra 2026 boli krátkodobé trhové úrokové miery v eurozóne primárne ovplyvňované vývojom konfliktu na Blízkom východe a jeho účinkami na ceny energií, čo prinútilo účastníkov trhu upraviť ich krátkodobý výhľad vývoja inflácie. Krátkodobé bezrizikové sadzby napriek istej volatilite zostali celkovo na konci sledovaného obdobia nezmenené. Dlhodobé bezrizikové sadzby zároveň stúpili na historicky vysoké úrovne, odrážajúc synchronizovaný nárast globálnych výnosov dlhopisov. Výnosy štátnych dlhopisov v eurozóne sa vyvíjali zväčša v súlade s bezrizikovými sadzbami. Ceny akcií v sledovanom období stúpili, pričom indexy akciových trhov eurozóny a Spojených štátov zaznamenali zhruba podobný rast, podporený vysokými podnikovými výnosmi. Zisky na oboch stranách Atlantiku sa sústredili vo finančnom sektore, k čomu prispela strmšia výnosová krivka, zatiaľ čo akcie technologických firiem zostali volatilné. Spready podnikových dlhopisov sa zúžili v segmente investičného stupňa aj v segmente vysokých výnosov. Na devízových trhoch euro posilnilo voči americkému doláru (+1,0 %) aj v obchodne váženom vyjadrení (+0,4 %).

Krátkodobé bezrizikové sadzby eurozóny boli na konci sledovaného obdobia vo všeobecnosti nezmenené, napriek určitej volatilite v priebehu tohto obdobia spôsobenej vývojom konfliktu na Blízkom východe, zatiaľ čo dlhodobejšie bezrizikové sadzby sa celosvetovo zvýšili (graf 14). Referenčná krátkodobá eurová sadzba (€STR) bola na konci sledovaného obdobia na úrovni 2,19 %, pričom odrážala rozhodnutie Rady guvernérov zvýšiť kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov prijaté na jej zasadnutí 11. júna 2026 a ponechať ich nezmenené na jej nasledujúcom zasadnutí 23. júla. Nadbytočná likvidita sa znížila približne o 101 mld. € na 2 117 mld. €, čo odrážalo najmä pokračujúci pokles portfólií cenných papierov držaných na účely menovej politiky. Krátkodobé úrokové miery vykazovali počas sledovaného obdobia výraznú volatilitu, keďže účastníci trhu v reakcii na vývoj konfliktu na Blízkom východe a súvisiace výkyvy cien energií prehodnotili výhľad inflácie. Na konci sledovaného obdobia však boli opäť celkovo nezmenené: forwardová krivka €STR z 9. septembra 2026 zohľadnila kumulatívne zvýšenie menovopolitických úrokových sadzieb do konca roka približne o 40 bázických bodov, čo je podobná úroveň, s akou sa počítalo na začiatku sledovaného obdobia. Na obdobie po konci roka 2026 sa forwardové sadzby €STR v porovnaní s júnovými úrovňami zvýšili.

Graf 14

Forwardové sadzby €STR

(v % p. a.)



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

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

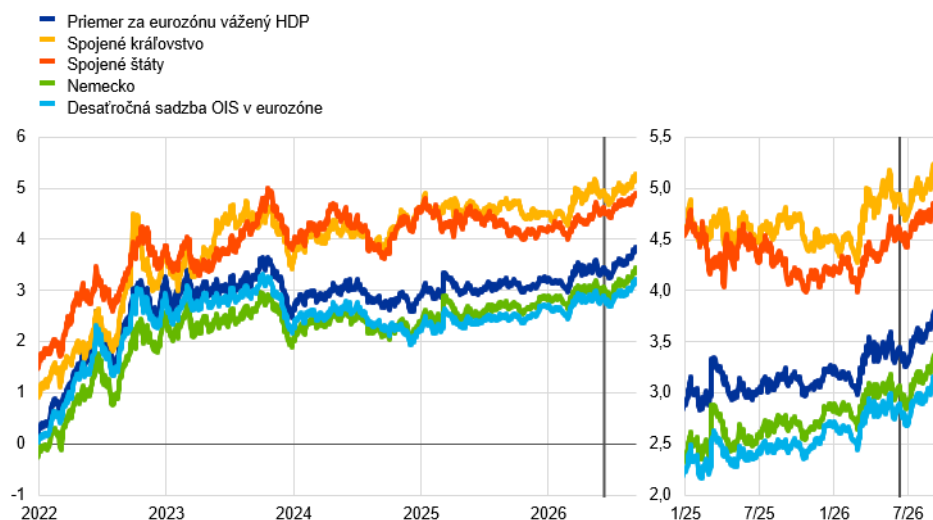
Dlhodobé bezrizikové sadzby v sledovanom období stúpili na maximá zaznamenané za niekoľko dekád, pričom odrážali synchronizovaný nárast globálnych výnosov dlhopisov (graf 15). Desaťročná sadzba jednodňových indexových swapov v eurozóne sa zvýšila o 37 bázických bodov na 3,2 %. Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojených štátov narástli približne o 38 bázických bodov na 4,9 % a výnosy desaťročných štátnych dlhopisov Spojeného kráľovstva stúpili zhruba o 37 bázických bodov na 5,3 %, aj keď s výraznými fluktuáciami počas sledovaného obdobia. Výnosy so splatnosťami dlhšími ako desať rokov dosiahli mnohodekádové maximá. K tomuto globálnemu preceňeniu došlo pre prudké zvýšenie emisií podnikových dlhopisov na financovanie investícií súvisiacich s umelou inteligenciou, najmä v Spojených štátoch. Okrem toho k tlaku na zvyšovanie výnosov prispel značný objem súčasných a očakávaných emisií štátnych dlhopisov na celom svete. Zvýšenie dlhodobých výnosov počas sledovaného obdobia znamenalo predĺženie rastového trendu, ktorý bol od konca roka 2024 v zásade zaznamenaný vo všetkých jurisdikciách a bol dôsledkom najmä vyšších reálnych časových prémie.¹⁰

¹⁰ Dlhodobé výnosy v eurozóne po cykle zvyšovania v rokoch 2022 až 2023 zaznamenali koncom roka 2024 lokálny prepád.

Graf 15

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

(v % p. a.)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (11. júna 2026). Posledné údaje sú z 9. septembra 2026.

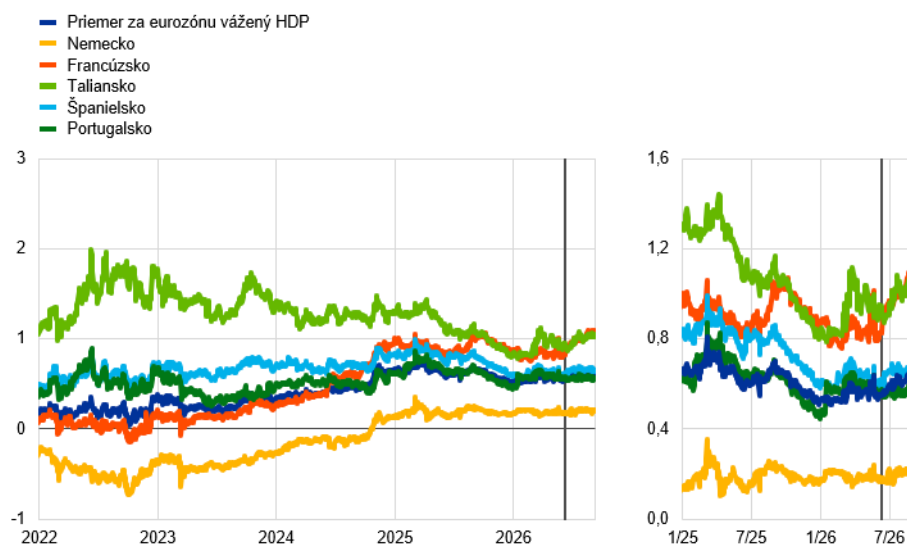
Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov eurozóny sa v sledovanom období zvýšili, pričom spready voči bezrizikovým sadzbám zostali vo všeobecnosti nezmenené napriek určitým rozdielom medzi jednotlivými krajinami (graf 16).

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP sa v sledovanom období zvýšili o 45 bázických bodov a na konci sledovaného obdobia dosiahli 3,9 %. V celej eurozóne výnosy desaťročných štátnych dlhopisov vo všeobecnosti sledovali pohyb bezrizikových sadzieb, hoci krajiny s vyššou úrovňou dlhu zaznamenali mierne rozšírenie spreadov.

Graf 16

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

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

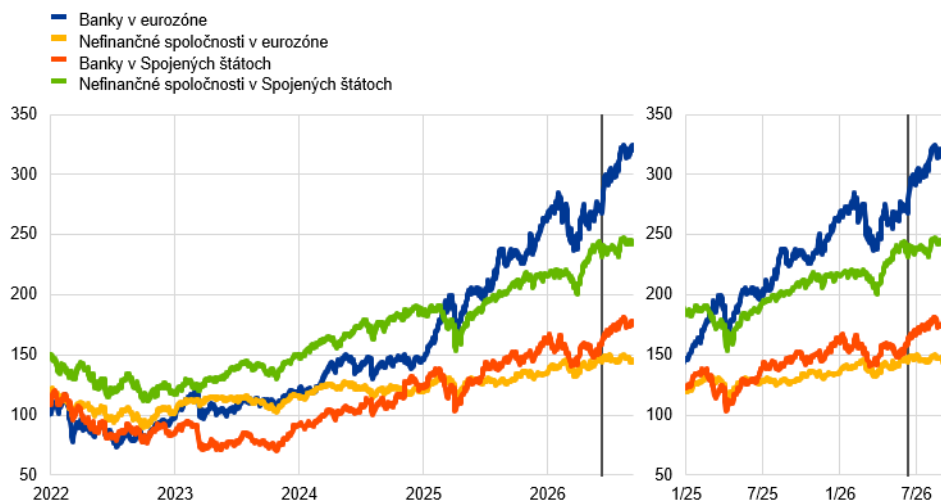
Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (11. júna 2026). Posledné údaje sú z 9. septembra 2026.

Akcie eurozóny sa v sledovanom období posilnili vďaka ziskovej sezóne, hoci v priebehu sledovaného obdobia došlo k volatilitě odrážajúcej vývoj konfliktu na Blízkom východe a obavy spojené s budovaním infraštruktúry umelej inteligencie (graf 17). Referenčný index akciových trhov eurozóny sa v sledovanom období zvýšil o 2,7 %, najmä vďaka vyšším oceneniam vo finančnom sektore. Zatiaľ čo subindex nefinančných spoločností klesol o 1,9 %, ceny akcií bánk vzrástli o 19,2 %, k čomu prispela strmšia výnosová krivka a sezóna vysokých výnosov. Výkonnosť akcií v Spojených štátoch bola porovnateľná: široký index akciových trhov sa zvýšil o 2,8 %, pričom nefinančné spoločnosti a banky zaznamenali nárast o 2,4 %, resp. 9,1 %. Akcie technologických podnikov boli napriek vysokým ziskom obzvlášť volatilné z dôvodu ich citlivosti na vyššie dlhodobé úrokové miery a opakujúcich sa obáv z vysokého ocenenia. Táto volatilita odrážala aj neistotu v súvislosti s tým, či značné investície do umelej inteligencie vygenerujú dostatočný rast ziskov na splnenie vysokých očakávaní vyplývajúcich z prevládajúcich ocenení.

Graf 17

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 2. januára 2020 = 100)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (11. júna 2026). Posledné údaje sú z 9. septembra 2026.

Spready podnikových dlhopisov eurozóny sa počas sledovaného obdobia zúžili v segmente investičného stupňa aj v segmente vysokých výnosov. Toto

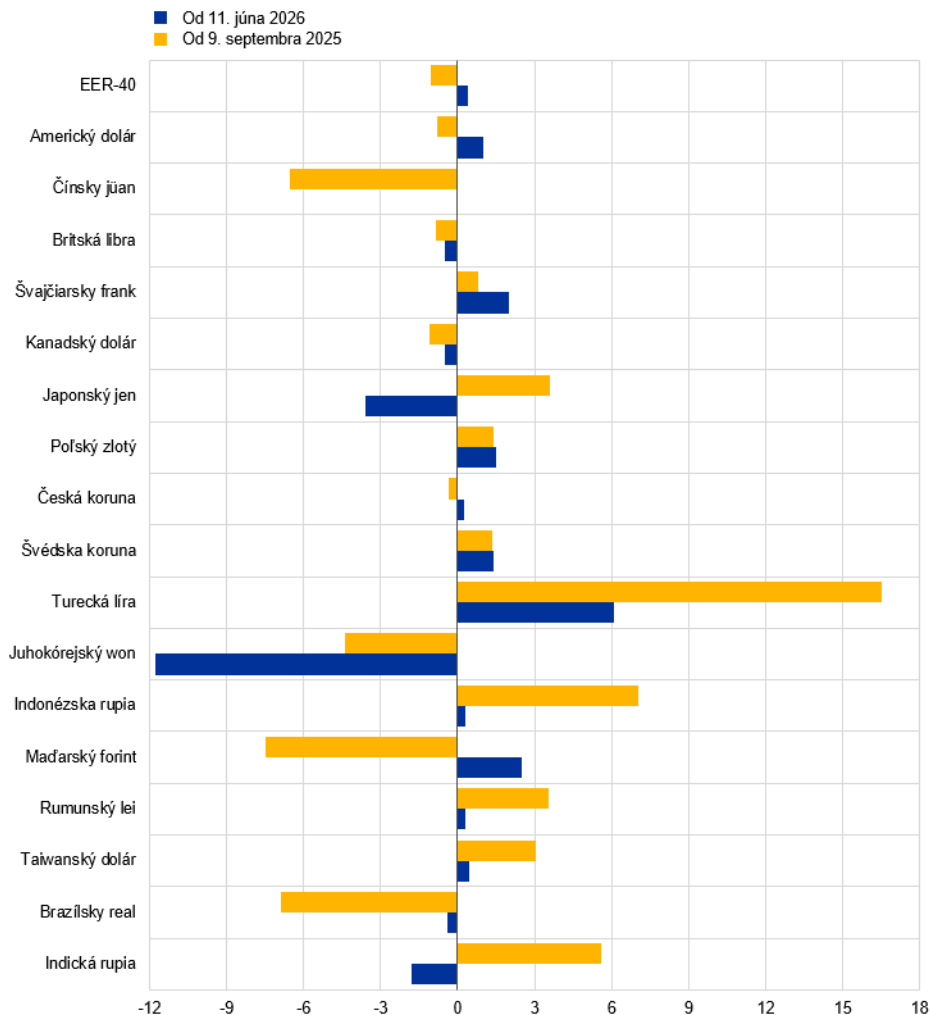
zúženie bolo najvýraznejšie v segmente vysokých výnosov, kde sa spready zúžili približne o 9 bázičných bodov. Spready dlhopisov investičného stupňa klesli zhruba o 3 bázičné body tak v prípade nefinančných, ako aj finančných spoločností.

Na devízových trhoch sa euro posilnilo voči americkému doláru aj v obchodne váženom vyjadrení (graf 18). Posilnenie voči americkému doláru (+ 1,0 %)

spôsobili najmä zmeny v očakávaniach trhu týkajúcich sa nastavenia menovej politiky Federálneho rezervného systému. Nominálny efektívny výmenný kurz eura – meraný voči menám 40 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny – sa okrajovo zvýšil o 0,4 % v prostredí rôznorodého vývoja bilaterálnych výmenných kurzov. Euro posilnilo voči švajčiarskemu franku (+2,0 %), poľskému zlotému (+1,5 %) a maďarskému forintu (+2,5 %), pričom oslabilo voči anglickej libe (-0,5 %), juhokórejskému wonu (-11,8 %) a japonskému jenu (-3,6 %). Výmenný kurz jenu a eura vykazoval počas sledovaného obdobia pomerne veľkú volatilitu. Na konci júla Spojené štáty a Japonsko realizovali koordinovanú intervenciu na devízových trhoch, čo spočiatku viedlo k zhodnoteniu jenu. Väčšina jeho ziskov sa však do konca augusta neutralizovala. Od začiatku septembra sa jen voči euru prudko zhodnotil, najmä v dôsledku zmien v očakávaniach trhu, pokiaľ ide o nastavenie menovej politiky Bank of Japan.

Graf 18**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 9. septembra 2026.

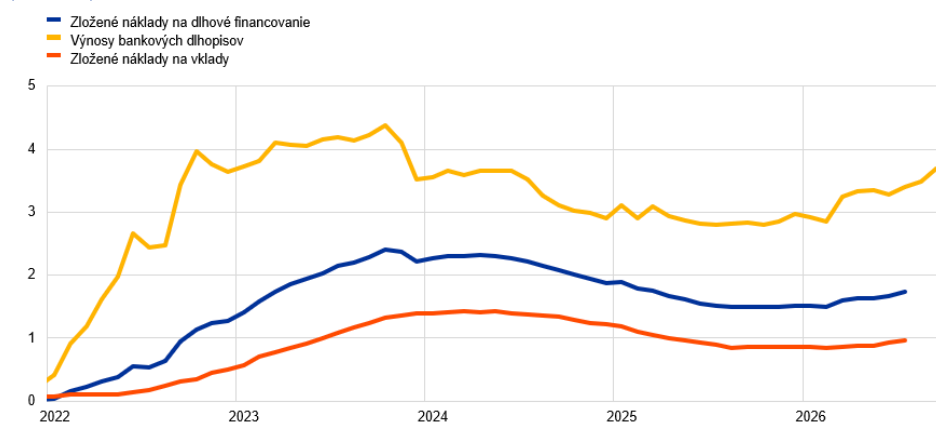
Podmienky financovania podnikov a domácností zostali od zasadania Rady guvernérov 23. júla 2026 celkovo stabilné. V júli dosiahli úrokové sadzby bankových úverov pre podniky 3,8 %, čo je mierne nad úrovňou z mája, a pre domácnosti zostali na úrovni 3,5 %. V sledovanom období od 11. júna do 9. septembra 2026 stúpili náklady nefinančných spoločností na dlhové financovanie prostredníctvom trhu aj na kapitálové financovanie v dôsledku vyšších dlhodobých bezrizikových sadzieb a vyššej rizikovej prémie akcií. Rast úverov podnikom v júli pokračoval a dosiahol 4,4 %, zatiaľ čo rast úverov domácnostiam zostal celkovo stabilný na úrovni 3,1 %. Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu (M3) sa zvýšila na 3,4 %.

Náklady na bankové financovanie boli v júni a júli celkovo nezmenené, po všeobecnom rastovom trende pozorovanom od marca (graf 19). Zložené náklady bánk eurozóny na dlhové financovanie boli v júli na úrovni 1,7 %. Výnosy bankových dlhopisov sa v rovnakom mesiaci mierne zvýšili v dôsledku tlaku na globálnych dlhopisových trhoch, ale ich spready zostali stlačené. Medzibankové sadzby vzrástli v nadväznosti na júnové rozhodnutie Rady guvernérov zvýšiť tri kľúčové úrokové sadzby ECB. Zložená úroková sadzba z vkladov, ktorá vyjadruje hraničné náklady na financovanie bankových vkladov, sa v júli mierne zvýšila na 1,0 %, odrážajúc vyššie úrokové sadzby termínovaných vkladov v dôsledku prenosu úrokových sadzieb menovej politiky bankami. Úrokové sadzby jednoduchých vkladov a úsporných účtov zároveň zostali celkovo nezmenené.

Graf 19

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 júla 2026 a o výnosoch bankových dlhopisov z 9. septembra 2026.

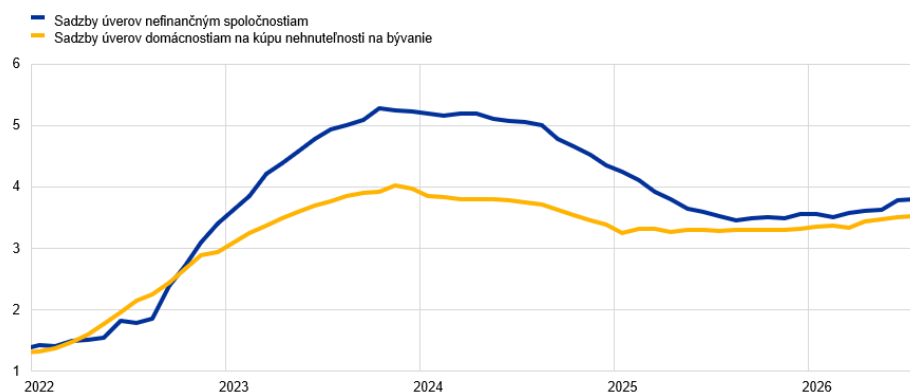
Do konca júla sa úrokové sadzby bankových úverov pre podniky zvýšili a pre domácnosti zostali stabilné (graf 20). Náklady na bankové úvery nefinančným spoločnostiam sa v júni a júli zvýšili na 3,8 % z májových 3,6 %. Nárast úrokových sadzieb sa koncentroval v úveroch s dlhšími fixáciami (nad päť rokov). Spread medzi

úrokovými sadzbami malých a veľkých úverov sa mierne zúžil, keď sa úrokové sadzby pre malé a stredné podniky zvýšili relatívne menej ako pre veľké podniky. Náklady domácností na úvery na kúpu nehnuteľnosti na bývanie zostali v júni a júli zhruba nezmenené, na úrovni 3,5 %.

Graf 20

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 sadzieb na základe 24-mesačného kľzavého priemeru objemu nových obchodov. Posledné údaje sú z júla 2026.

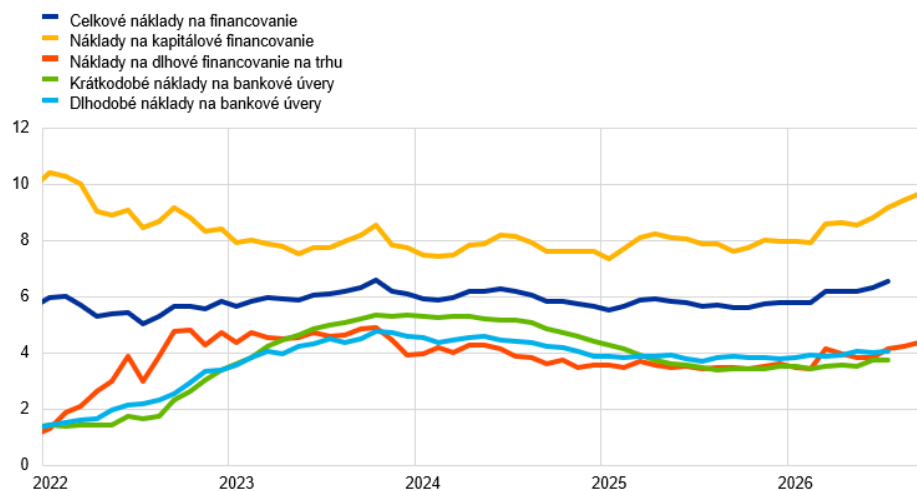
V sledovanom období od 11. júna do 9. septembra 2026 sa náklady podnikov na dlhové financovanie na trhu aj na kapitálové financovanie zvýšili. Celkové náklady nefinančných spoločností na financovanie – teda zložené náklady na bankové úvery, na trhové dlhové financovanie a na kapitálové financovanie – dva mesiace po sebe rástli a v júli dosiahli 6,5 % (graf 21).¹¹ Hlavným faktorom tohto rastu boli náklady na kapitálové financovanie a dlhové financovanie na trhu, zatiaľ čo náklady na bankové úvery sa zvýšili len okrajovo. Z denných údajov za celé sledované obdobie vyplýva, že rast nákladov na financovanie dlhu na trhu bol spôsobený vyššími bezrizikovými sadzbami, ktoré boli len čiastočne kompenzované malým poklesom spreadov podnikových dlhopisov, najmä v segmente vysokých výnosov (viac v časti 4 – Vývoj na finančnom trhu). V sledovanom období sa zvýšili aj náklady na kapitálové financovanie, najmä v dôsledku vyššej rizikovej prémie akcií, kým rast dlhodobých bezrizikových sadzieb zohral menšiu úlohu.

¹¹ Vzhľadom na oneskorenú dostupnosť údajov o nákladoch na bankové úvery sú údaje o celkových nákladoch nefinančných spoločností na financovanie k dispozícii len do júla 2026.

Graf 21

Nominálne náklady na externé 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 krátkodobých a dlhodobých nákladov na bankové úvery (priemerné mesačné údaje) a nákladov na trhové dlhové financovanie a kapitálové financovanie (údaje z konca mesiaca), vážený ich príslušnými zostatkami. Posledné údaje o nákladoch na trhové dlhové financovanie a kapitálové financovanie (denné údaje) sú z 9. septembra 2026 a o celkových nákladoch na financovanie a nákladoch na krátkodobé a dlhodobé bankové úvery (mesačné údaje) sú z júla 2026.

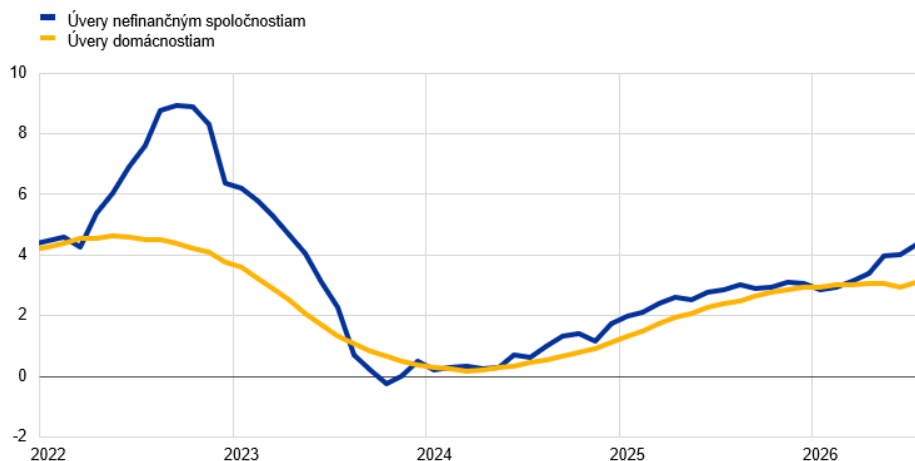
Rast úverov podnikom sa v júli ďalej zvýšil, zatiaľ čo rast úverov domácnostiam zostal oproti predchádzajúcim mesiacom celkovo nezmenený (graf 22).

Ročná miera rastu bankových úverov nefinančným spoločnostiam, ktorá zvyčajne reaguje na zmeny menovej politiky s dlhším oneskorením, sa v júli opäť zvýšila, na 4,4 %. Po náraste zo 4,0 % v máji a júni sa pohybovala blízko svojho historického priemeru 4,3 % od začiatku roka 1999. Ročná miera rastu externého dlhového financovania podnikov sa v júli zvýšila na 4,4 %, rovnako zo 4,0 % v máji a júni, čo odrážalo rýchlejší rast bankových úverov podnikom, kým čistá emisia podnikových dlhopisov zostala nevýrazná. Celkovo v prvom polroku 2026 a tiež v júli výrazne stúpili krátkodobé úvery, ktoré pravdepodobne odrážali väčšiu potrebu prevádzkového kapitálu v prostredí energetického šoku. Ročné tempo rastu úverov domácnostiam zostalo celkovo nezmenené a v júli sa držalo na úrovni 3,1 %, čo je pod historickým priemerom 4,1 % od začiatku roka 1999. Rast spotrebiteľských úverov sa naďalej pohyboval okolo 5 % a rast hypotekárnych úverov zostal okolo 3 %. Ostatné druhy úverov pre domácnosti vrátane úverov pre malých podnikateľov zostali nevýrazné, v súlade s historickým vývojom. Podľa najnovšieho [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#) ECB za júl 2026 má konflikt na Blízkom východe stále nepriaznivý vplyv na očakávania domácností v súvislosti s prístupom k úverom, hoci tieto obavy sa čiastočne zmiernili.

Graf 22

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 júla 2026.

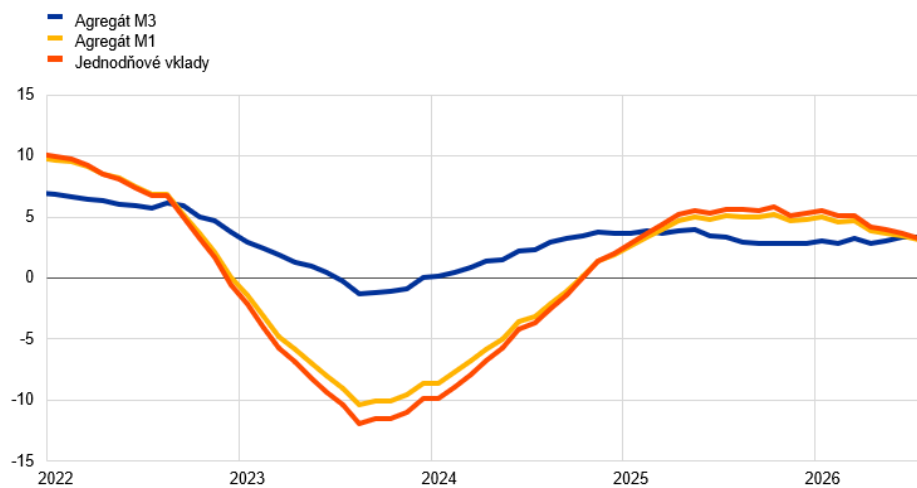
Ročná miera rastu širokého menového agregátu (M3) sa v júni a júli čiastočne zvýšila, no celkovo zostala mierna (graf 23).

Ročný rast menového agregátu M3 sa v júli zvýšil na 3,4 % po tom, ako sa od polovice roka 2025 pohyboval na úrovni okolo 3 %. Zostala výrazne pod historickým priemerom 5,2 % pozorovaným od začiatku roka 1999. Mesačné toky však v posledných mesiacoch do júla vykazovali zvýšenú volatilitu, ktorá bola spôsobená veľkými mesačnými výkyvmi v čistých zahraničných tokoch. Ročná miera rastu úzkeho peňažného agregátu (M1) – zahŕňajúceho obeživo a jednoduchové vklady – v júli klesla na 3,1 %, z 3,7 % v máji a 3,5 % v júni. Tento pokles je odrazom značného odlevu vkladov nebankových finančných sprostredkovateľov v júli, ktorý čiastočne kompenzoval prílevy zaznamenané v predchádzajúcich mesiacoch. Z pohľadu protipoložiek od začiatku konfliktu na Blízkom východe zohrávali pri tvorbe peňažnej masy väčšiu úlohu domáce úvery. Naopak, zníženie súvahy Eurosystému vplývalo na rast agregátu M3 naďalej tlmiačo.

Graf 23

Agregáty M3 a M1 a jednoduché vklady

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z júla 2026.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2026 sa očakáva uvoľnenie nastavenia rozpočtovej politiky eurozóny v roku 2026 a opätovné sprísnenie v rokoch 2027 a 2028.¹² Uvoľnenie v roku 2026 sa predpokladá celkovo na strane výdavkov, kým následné sprísnenie odráža zrušenie dočasných podporných opatrení v oblasti energetiky, ukončenie veľkej časti financovania z nástroja Next Generation EU (NGEU) a nediskrečné faktory. Predpokladá sa, že deficit rozpočtu verejnej správy, ktorý v roku 2025 dosiahol 3,0 % HDP, sa v roku 2026 výrazne zvýši na 3,6 % HDP, v roku 2027 dosiahne vrchol na úrovni 3,7 % a v roku 2028 klesne na 3,6 %. Pomer dlhu k HDP eurozóny by mal podľa očakávaní v roku 2028 narásť tesne pod 90 % HDP, keďže pokračujúce primárne deficity a úpravy vzťahu deficitu a dlhu prevažujú nad priaznivými účinkami diferenciálov úrokových mier a rastu.

Očakáva sa, že fiškálna pozícia eurozóny sa po dosiahnutí neutrálneho stavu v roku 2025 následne v roku 2026 uvoľní o 0,5 percentuálneho bodu HDP a potom sa v rokoch 2027 a 2028 kumulatívne v podobnej miere sprísni.¹³

Uvoľnenie v roku 2026 je plošne rozložené na strane výdavkov. Vyššie vládne investície sú odrazom tak zvýšených výdavkov na obranu a infraštruktúru, najmä v Nemecku a tiež v iných menších krajinách, ako aj výdavkov financovaných z NGEU. V dôsledku výrazného rastu výdavkov na dôchodky a iných sociálnych platieb, ako aj kapitálových transferov firmám financovaných z nástroja NGEU by sa mali zvýšiť aj rozpočtové transfery. Dodatočný stimul približne vo výške 0,1 % HDP v roku 2026 poskytujú dočasné podporné opatrenia v energetike, ktoré vlády zaviedli od začiatku konfliktu na Blízkom východe, a to najmä prostredníctvom nižších nepriamych daní a vyšších dotácií. V roku 2027 by sa fiškálna pozícia mala sprísniť približne o 0,4 percentuálneho bodu HDP, čiastočne v dôsledku ukončenia týchto podporných opatrení v oblasti energetiky a ukončenia väčšiny financovania z NGEU. K tomuto sprísneniu dochádza vo všetkých krajinách, hoci ho čiastočne kompenzujú pokračujúce fiškálne stimuly v Nemecku. Zvyšné sprísňovanie v rokoch 2027 a 2028 sa vysvetľuje nediskrečnými faktormi, najmä efektom fiškálnej progresie a oddelením daňových základov od HDP.¹⁴ V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2026 revidované historické údaje za Nemecko a Francúzsko poukazujú na mierne uvoľnenie fiškálnej pozície v roku 2025, zatiaľ čo výhľad na ďalšie obdobie zostáva zhruba nezmenený.

Očakáva sa, že saldo rozpočtu verejnej správy eurozóny sa zhorší, pričom deficit v roku 2027 dosiahne vrchol výrazne nad referenčnou hodnotou 3 %

¹² [Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2026](#), zverejnené 10. septembra 2026 na internetovej stránke ECB.

¹³ 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 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.

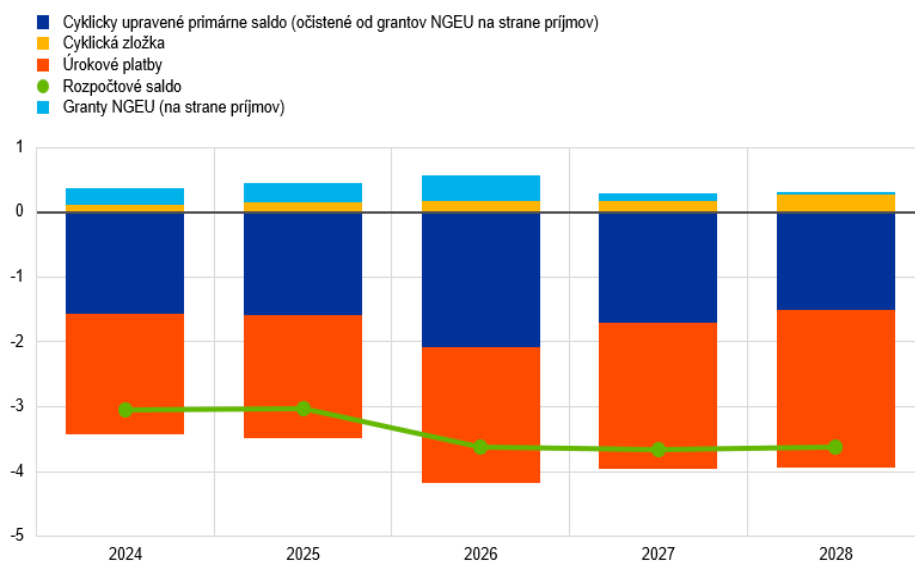
¹⁴ Efekt fiškálnej progresie znamená nárast daňových príjmov, ku ktorému dochádza vtedy, keď nominálne daňové základy rastú, ale parametre progresívneho daňového systému sa primerane neupravujú.

(graf 24). Pri spätnom pohľade, rozpočtový deficit eurozóny mierne klesol z 3,1 % HDP v roku 2024 na 3,0 % HDP v roku 2025. Hodnota za rok 2025 bola v porovnaní s projekciami z júna 2026 upravená nahor o 0,1 percentuálneho bodu, najmä pre revidované údaje za Nemecko. Pri pohľade do budúcnosti by sa rozpočtový deficit mal výrazne zvýšiť na 3,6 % HDP v roku 2026, vrcholiť na 3,7 % v roku 2027 a mierne klesnúť na 3,6 % HDP v roku 2028. Výraznejšie zhoršenie rozpočtového salda sa očakáva v roku 2026 v dôsledku uvoľnenia fiškálnej pozície. Okrem toho sa predpokladá, že úrokové platby sa zvýšia o 0,2 percentuálneho bodu HDP v roku 2026 a o ďalších 0,3 percentuálneho bodu kumulatívne v rokoch 2027 a 2028. V rovnakom období sa očakáva, že priaznivá cyklická zložka a predpokladané fiškálne sprísňovanie celkovo vykompenzujú pokračujúci rast úrokových platieb, čo povedie k miernemu zlepšeniu fiškálnej pozície v roku 2028. V porovnaní s projekciami z júna 2026 zostáva rozpočtové saldo počas sledovaného obdobia zhruba nezmenené, keďže bazický efekt vyššieho deficitu v roku 2025 a mierného uvoľnenia rozpočtovej politiky v roku 2026 je vyvážený priaznivejším cyklickým vývojom.

Graf 24

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)

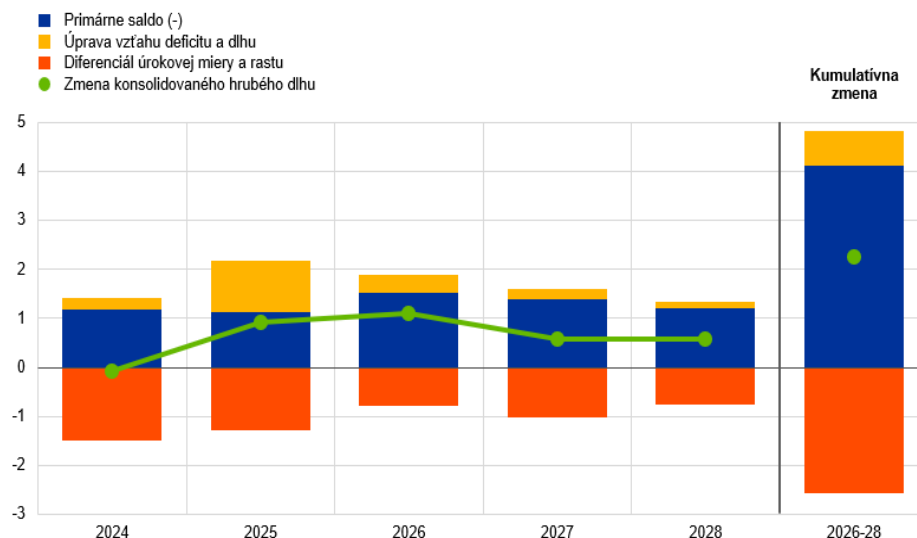


Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2026.
Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 21 krajín eurozóny.

Pomer dlhu k HDP v eurozóne sa podľa očakávaní bude v sledovanom období zvyšovať a v roku 2028 sa zastaví tesne pod 90,0 % HDP. Ide o obrát oproti výraznému poklesu zaznamenanému v rokoch 2021 až 2024. Očakáva sa, že pomer dlhu k HDP sa z 87,1 % HDP v roku 2025 zvýši do konca sledovaného obdobia na 89,4 % HDP. Tento nárast odráža pretrvávajúce primárne deficity a malé, ale trvalo kladné úpravy deficitu a dlhu, ktoré sú len čiastočne kompenzované priaznivými diferenciálmi úrokových mier a rastu (graf 25). V porovnaní s projekciami z júna 2026 bola miera zadlženosti verejnej správy na celé sledované obdobie upravená nadol. Možno to pripísať nižšiemu pomeru dlhu vypočítanému na rok 2025 a priaznivejším diferenciálom úrokových mier a rastu v dôsledku vyššieho rastu nominálneho HDP.

Graf 25**Faktory zmeny pomeru dlhu verejnej správy k HDP v eurozóne**

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



Zdroj: Výpočty ECB a Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, september 2026.

Poznámka: Údaje sa týkajú agregovaného sektora verejnej správy všetkých 21 krajín eurozóny.

Nedávny vývoj v oblasti fiškálneho riadenia sa zameriaval na postupy pri nadmernom deficite a na možnosť rozšírenia národnej únikovej doložky o výdavky súvisiace s energetikou.

Rada Európskej únie začala 10. júla postup pri nadmernom deficite voči Bulharsku, zatiaľ čo postup pri nadmernom deficite ďalších šiestich krajín eurozóny je pozastavený.¹⁵ Rada EÚ doteraz schválila aktiváciu národnej únikovej doložky pre výdavky na obranu v prípade 14 krajín eurozóny.¹⁶ Európska komisia 18. augusta uverejnila oznámenie s ďalšími podrobnosťami k svojmu predchádzajúcemu návrhu na rozšírenie rozsahu pôsobnosti národnej únikovej doložky o opatrenia súvisiace s energetikou, oznámenému v rámci jarného balíka európskeho semestra 2026.¹⁷ V oznámení sa vysvetľuje, že rozšírenie sa vzťahuje na opatrenia, ktoré posilňujú štrukturálnu bezpečnosť a odolnosť európskeho energetického systému a urýchľujú prechod od fosílnych palív. O takéto rozšírenie doteraz požiadalo len Grécko a Taliansko, hoci Komisia uviedla, že posúdi aj žiadosti predložené v neskoršej fáze.

¹⁵ Postup pri nadmernom deficite sa v súčasnosti vzťahuje na nasledujúce krajiny eurozóny: Belgicko, Bulharsko, Francúzsko, Taliansko, Rakúsko, Slovensko a Fínsko.

¹⁶ Národná úniková doložka bola aktivovaná v prípade Belgicka, Bulharska, Nemecka, Estónska, Grécka, Španielska, Chorvátska, Lotyšska, Litvy, Rakúska, Portugalska, Slovinska, Slovenska a Fínska. Taliansko podalo žiadosť o spoločnú aktiváciu pre výdavky na obranu aj opatrenia súvisiace s energetikou 11. septembra. Ďalšie informácie o [národnej únikovej doložke pre výdavky na obranu](#) sú dostupné na webovom sídle Rady EÚ.

¹⁷ Ďalšie podrobnosti sú v oznámení Komisie [Usmernenie pre členské štáty týkajúce sa rozšírenia rozsahu pôsobnosti národnej únikovej doložky o oblasť energetickej bezpečnosti](#).

Boxy

1 Ktoré krajiny sú najzraniteľnejšie voči rastu čínskeho priemyslu? Mapovanie nerovnomerného účinku na Európu

Ginevra Aguiari, Francesco Chiacchio, Matteo Falagiarda, Vanessa Gunnella a Emiel Cornelius Marchand

Rýchla priemyselná transformácia Číny vedie k nerovnomernému rozloženiu výziev a príležitostí naprieč ekonomikami EÚ. Takzvaný „čínsky šok 2.0“ je kombináciou viacerých vývojových trendov v Číne, medzi ktoré patrí rýchly rozvoj výroby špičkových technológií (high-tech), väčší politický dôraz na priemyselnú sebestačnosť a všeobecný nárast cenovej konkurencieschopnosti. Hoci tento vývoj zvýšil konkurenčný tlak v niektorých odvetviach, môže tiež prospievať európskym ekonomikám v podobe lacnejšieho dovozu, investičných prepojení a technologických prienikov.¹ Rovnováha medzi rizikami a príležitosťami sa v jednotlivých krajinách EÚ líši vzhľadom na rozdiely v ich odvetvovej špecializácii, integrácii do výrobných hodnotových reťazcov a expozícii voči odvetviam, v ktorých čínske podniky rýchlo expandujú. Pochopenie tejto rôznorodosti je dôležité zo širšej perspektívy EÚ, keďže asymetrická citlivosť na globálne šoky môže mať vplyv na konkurencieschopnosť, investície a rast, ako aj na makroekonomickú konvergenciu a fungovanie menovej únie.

V posledných rokoch sa výrazne zvýšila podobnosť medzi štruktúrou vývozu tovarov Číny a viacerých krajín EÚ. Index, ktorý meria prekrytie sektorového zloženia vývozu tovarov z Číny a z jednotlivých krajín EÚ, poukazuje na rastúcu podobnosť vývozu vo viacerých krajinách EÚ.² Zvýšenie miery prekrytia je najmarkantnejšie v ekonomikách s výrazným zameraním na priemyselnú výrobu, ako je Nemecko, zatiaľ čo v krajinách so špecializovanejšou štruktúrou vývozu vrátane niekoľkých menších krajín EÚ sa prejavuje v menšej miere (graf A, panel a). Údaje z jednotlivých odvetví naznačujú, že toto zvýšenie vyvolal najmä sektor strojov a dopravných zariadení (graf A, panel b), čo odráža rýchly rast čínskeho automobilového priemyslu a všeobecný posun v hodnotovom reťazci smerom k pokročilejším a technologicky náročnejším výrobkom. Tento vývoj naznačuje zintenzívňovanie konkurencie v odvetviach, ktoré boli počas uplynulých desaťročí kľúčovými zdrojmi rastu v niektorých európskych ekonomikách, vrátane výroby automobilov a priemyselných strojov.

¹ Ďalšie informácie napr.: Amicucci et al. (2026), Anaya Longaric et al. (2026) a Lane (2026).

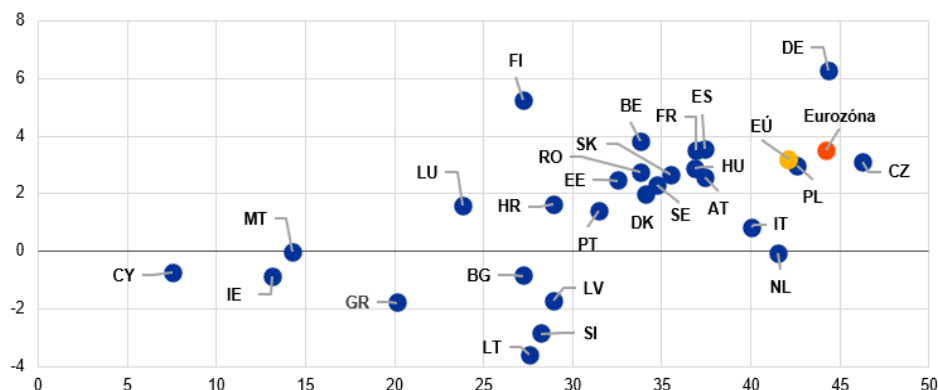
² Index podobnosti vývozu (Export Similarity Index) vychádza z metódy navrhutej Fingerom a Kreininom (1979). Informácie o jej aktuálnom uplatnení na obchodnú štruktúru Číny sú v de Soyres et al. (2025).

Graf A

Podobnosť medzi vývozom tovarov z Číny a EÚ

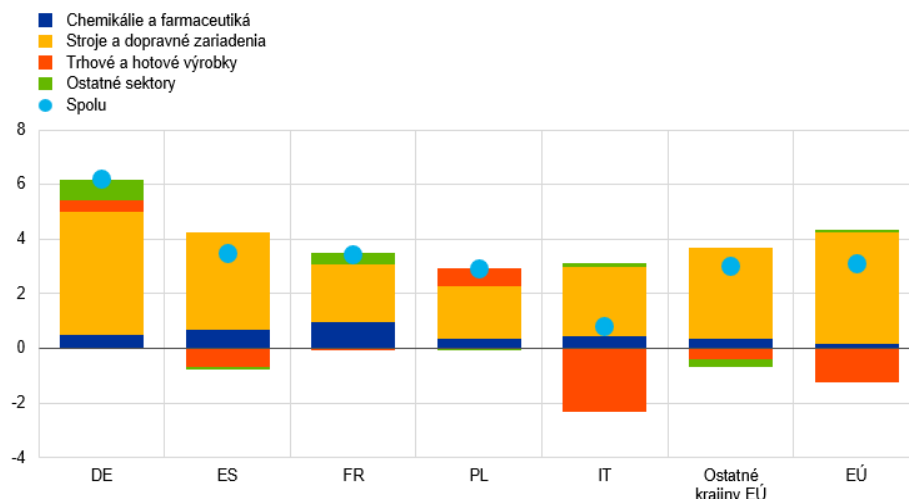
a) Podobnosť vývozu s Čínou v roku 2025 a zmena od roku 2019

(os x: podobnosť v %; os y: zmena v percentuálnych bodoch)



b) Príspevky jednotlivých odvetví k zmenám podobnosti vývozu s Čínou v rokoch 2019 až 2025

(percentuálne body a príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Trade Data Monitor a výpočty ECB.

Poznámka: Index podobnosti vývozu meria mieru prekryvania štruktúry vývozu tovarov Číny a krajín EÚ v jednotlivých odvetviach. Vyššie hodnoty naznačujú väčšiu podobnosť vývozných košov. Agregáty za EÚ, eurozónu a ostatné krajiny EÚ nezahŕňajú obchodné toky medzi krajinami v rámci jednotlivých agregátov. Panel b): Kladné príspevky poukazujú na odvetvia, v ktorých sa štruktúra vývozu v priebehu času čoraz viac podobá, zatiaľ čo záporné príspevky poukazujú na zväčšujúcu sa divergenciu. Klasifikácia odvetví vychádza z kategórií štandardnej medzinárodnej obchodnej klasifikácie (SITC), pričom na účely prezentácie boli vybrané kategórie agregované.

Okrem rastúcej konkurencie v oblasti vývozu sa Čína podľa všetkého stala menej závislou od dovozu priemyselných produktov z Európy.

Od roku 2019 sa v rámci celej EÚ znížila podobnosť medzi štruktúrou vývozu tovarov z krajín EÚ a dovozom tovarov do Číny (graf B, panel a). Pokles sa najvýraznejšie prejavil v ekonomikách, ktoré sú začlenené do európskych výrobných a automobilových hodnotových reťazcov vrátane Nemecka a viacerých stredoeurópskych ekonomík. Do veľkej miery je to odrazom vývoja v sektore strojov a dopravných zariadení (graf B, panel b), na ktoré sa tieto ekonomiky vysoko špecializujú. Korešponduje to so silnejšou konkurenciou čínskych výrobcov, s nahrádzaním inými zahraničnými dodávateľmi, so zmenami v štruktúre čínskeho dopytu a s nedávnym slabým

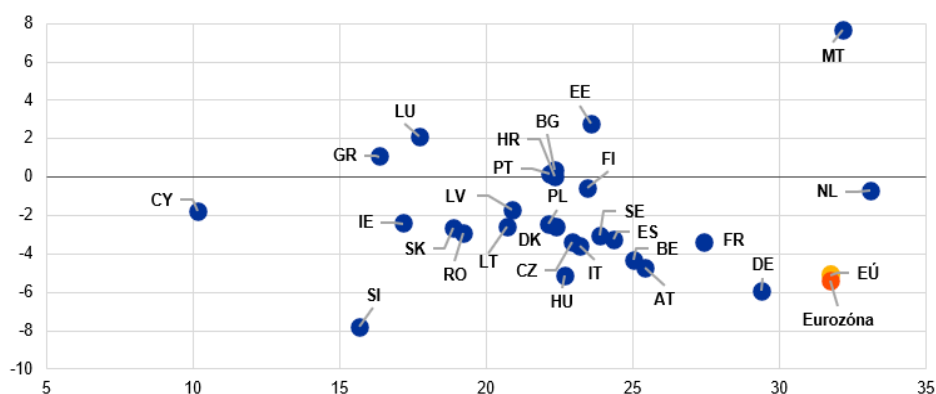
domácim dopytom v Číne. Tento vývoj je od roku 2019 sprevádzaný výrazným poklesom vývozu z EÚ do Číny (graf C). Hoci tento pokles zasiahol v podstate všetky krajiny EÚ, výrazne sa prejavuje najmä v Nemecku v dôsledku jeho špecializácie na priemyselnú výrobu a investičné tovary.

Graf B

Podobnosť medzi vývozom tovarov z EÚ a dovozom tovarov do Číny

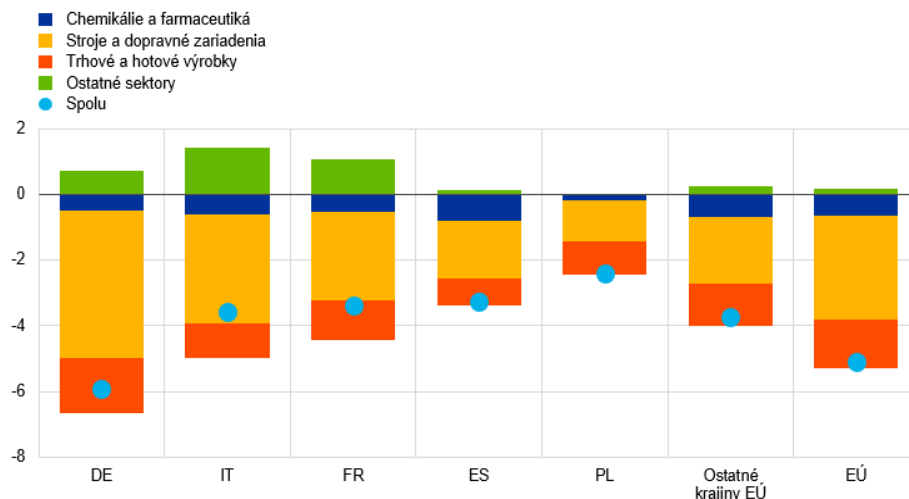
a) Partnerská podobnosť s Čínou v roku 2025 a zmena od roku 2019

(os x: podobnosť v %; os y: zmena v percentuálnych bodoch)



b) Príspevky jednotlivých odvetví k zmenám v partnerskej podobnosti s Čínou v rokoch 2019 až 2025

(percentuálne body a príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Trade Data Monitor a výpočty ECB.

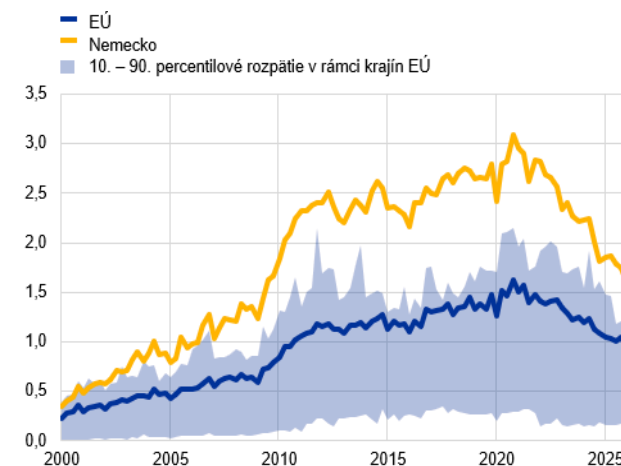
Poznámka: Index podobnosti partnerov (Partner Similarity Index) (de Soyres et al., 2025) meria mieru prekryvania medzi štruktúrou vývozu tovarov z krajín EÚ a sektorovým zložením dovozu tovarov do Číny. Vyššie hodnoty naznačujú väčšiu zhodu medzi vývozom z EÚ a dovozom do Číny. Agregáty za EÚ, eurozónu a ostatné krajiny EÚ nezahŕňajú obchodné toky medzi krajinami v rámci jednotlivých agregátov. Panel b): Kladné príspevky ukazujú na odvetvia, v ktorých sa štruktúra vývozu z EÚ čoraz viac podobá sektorovému zloženiu dovozu do Číny, zatiaľ čo záporné príspevky ukazujú na zväčšujúcu sa divergenciu. Klasifikácia odvetví vychádza z kategórií Štandardnej medzinárodnej klasifikácie obchodu (SITC), pričom na účely prezentácie boli vybrané kategórie agregované.

Graf C

Vývoz tovarov z EÚ do Číny

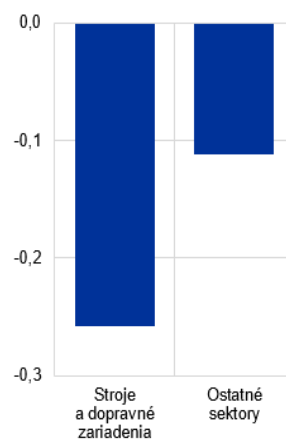
a) Vývoz z EÚ do Číny

(v % HDP)



b) Zmena vývozu z EÚ do Číny v rokoch 2019 až 2025

(v percentuálnych bodoch HDP)



Zdroj: Trade Data Monitor, Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje kumulatívny dvanásťmesačný vývoz do Číny vyjadrený ako percentuálny podiel nominálneho HDP.

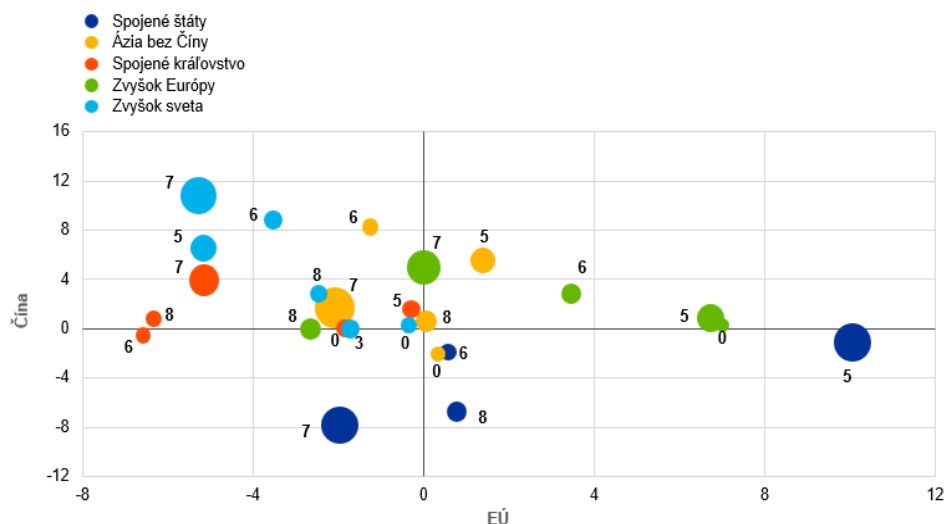
Exportnú výkonnosť EÚ negatívne ovplyvňuje rastúca konkurencia Číny a jej klesajúca závislosť od európskeho dovozu. Hoci svetový obchod v posledných rokoch naďalej rástol, podiel EÚ na celosvetovom vývoze tovarov klesol, a to najmä v odvetviach a krajinách, kde Čína posilnila svoju globálnu prítomnosť, predovšetkým v sektore strojov a dopravných zariadení (graf D). Pokiaľ ide o Áziu, je pravdepodobné, že hlboká integrácia Číny do regionálnych dodávateľských reťazcov a jej rastúca sila v oblasti polotovarov a investičných tovarov zvyšujú konkurenčný tlak. Na tretích trhoch, ktoré citlivejšie reagujú na ceny, môžu čínske podniky ťažiť aj z nákladových výhod a širšieho sortimentu výrobkov.³ Krajiny EÚ, naopak, zvýšili svoje podiely na vývoznom trhu v Spojených štátoch, kde podiel Číny klesol, čo môže odrážať zmenu orientácie obchodu súvisiacu s nedávnym obchodným napätím medzi Spojenými štátmi a Čínou. Tento rast sa sústredil v odvetviach s vyššou pridanou hodnotou, čo poukazuje na oblasti, v ktorých si európske podniky ďalej udržiavajú medzinárodnú konkurencieschopnosť.

³ Zvyšujúca sa konkurencia čínskych vývozcov môže ovplyvniť európske podniky nielen znížením ich podielov na vývozných trhoch, ale aj oslabením ich cenotvornej sily a znížením ziskových marží v konkurenčných odvetviach (Al-Haschimi et al., 2024).

Graf D

Zmeny podielov EÚ a Číny na vývozných trhoch vybraných produktov a cieľových krajín v rokoch 2019 až 2025

(zmena podielov na vývozných trhoch v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Trade Data Monitor a výpočty ECB.

Poznámka: Body sa vzťahujú na nasledujúce sektory SITC: 0 (Potraviny), 3 (Energie), 5 (Chemikálie a farmaceutiká), 6 (Trhové výrobky), 7 (Stroje a dopravné zariadenia) a 8 (Hotové výrobky). Farba bodu označuje cieľovú krajinu vývozu a veľkosť bodu odráža podiel na vývoze mimo EÚ v roku 2025. Zobrazené sú len odvetvia s podielom na vývoze mimo EÚ vyšším ako 1 %.

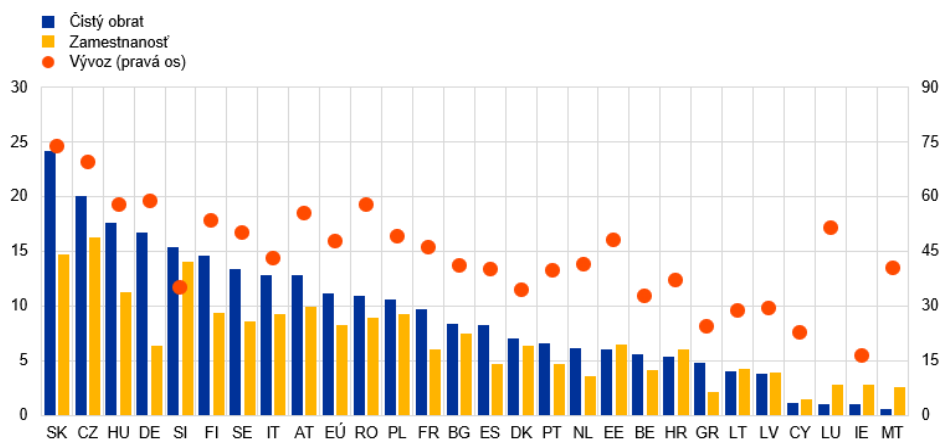
Priemyselný rast Číny mení podobu globálneho obchodu a vedie k rozdielnym účinkom na európske ekonomiky. Hoci celkový obraz do veľkej miery vytvárajú ekonomiky dominantne zamerané na priemyselnú výrobu, účinky sa v jednotlivých krajinách a odvetviach značne líšia. Rastúcej konkurencii čínskych podnikov a klesajúcemu čínskemu dopytu po dovážanom investičnom tovare sú podľa všetkého výraznejšie vystavené ekonomiky zamerané na stroje, dopravné zariadenia a iné priemyselné tovary. Niektoré odvetvia sa však stále ukazujú ako odolnejšie a odhaľujú oblasti, kde si európske podniky dokázali udržať medzinárodnú konkurencieschopnosť.⁴ Okrem toho, niektoré ekonomiky najviac vystavené rastúcej konkurencii Číny sú zároveň vo veľkej miere závislé od odvetví využívajúcich kritické suroviny (graf E), čo poukazuje na potenciálne slabé miesta v strategických dodávateľských reťazcoch a na zraniteľnosť voči čínskym vývozným obmedzeniam týkajúcim sa týchto surovín (Attinasi et al., 2025; Banin et al., 2025). Pochopenie nerovnomerného vplyvu rastúceho významu Číny v jednotlivých krajinách a odvetviach môže prispieť k informovanej odozve hospodárskej politiky na úrovni EÚ aj na vnútroštátnej úrovni. Na zvýšenie odolnosti najviac exponovaných ekonomík a ich adaptovanie sa na meniace sa globálne obchodné prostredie môže byť dôležitá diverzifikácia ich dodávateľských reťazcov, posilňovanie domácich priemyselných kapacít a podpora inovácií.

⁴ Analýza sa zameriava na obchod s tovarom a nezohľadňuje silné postavenie v oblasti obchodu so službami, kde si viaceré európske ekonomiky zachovávajú silné medzinárodné pozície. Nezohľadňuje ani potenciálny prínos užších hospodárskych väzieb s Čínou, najmä v oblasti investičných tokov a transferu technológií.

Graf E

Závislosť jednotlivých krajín od kritických surovín

(v %)



Zdroj: Eurostat, Trade Data Monitor a výpočty ECB.

Poznámka: Modré stĺpce znázorňujú podiel čistého obratu podnikov v odvetviach závislých od kritických surovín (odvetvia NACE 24 – 30). Žlté stĺpce znázorňujú príslušný podiel na zamestnanosti. Oranžové body označujú príslušný podiel na celkovom vývoze tovarov. Údaje o zamestnanosti a obrate sú za rok 2024; údaje o vývoze za rok 2025.

Referencie

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

Amicucci, A., Gnolato, N., Gunnella, V., Lindemann, C., Merendino, A. a Montes-Galdón, C. (2026), [The impact of China's industrial rise on the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB.

Anaya Longaric, P., Esposito, C., Gunnella, V., Lecourt, N., Martínez Hernández, C. a Pongetti, G. (2026), [Čo stojí za nízkou infláciou cien tovarov? Vplyv expozície voči dovozu z Číny](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB.

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

Banin, M., D'Agostino, M., Gunnella, V. a Lebastard, L. (2025), [Do akej miery je eurozóna citlivá na obmedzenie vývozu prvkov vzácných zemín z Číny?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB.

de Soyres, F., Fisgin, E., Gaillard, A., Santacreu, A. M. a Young, H. (2025), [The Sectoral Evolution of China's Trade](#), *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 28. február.

Finger, J. M. a Kreinin, M. E. (1979), A Measure of 'Export Similarity' and Its Possible Uses, *The Economic Journal*, Vol. 89, No 356, december, s. 905-912.

Lane, P. R. (2026), [Europe and the world economy](#), hlavný prejav na Asian Monetary Policy Forum, Singapur, 22. máj.

Prekonanie neistoty: ako konflikt na Blízkom východe ovplyvňuje očakávania podnikov a ich stratégie zvládania dôsledkov

Katalin Bodnár, Davide Fantino, Sara Lamboglia a Laura Lebastard

Prieskum o prístupe podnikov k financovaniu (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) v eurozóne za druhý štvrťrok 2026 približuje vplyv konfliktu na Blízkom východe na podniky a ich očakávania, ako aj stratégie, ktoré podniky využívajú na zvládanie jeho dôsledkov.¹ Stavajúc na predchádzajúcej analýze – ktorá vychádzala z prieskumu za prvý štvrťrok 2026 a poukázala na výraznú zmenu očakávaní podnikov po vypuknutí konfliktu na Blízkom východe 28. februára 2026 – ad hoc otázky zaradené do prieskumu za druhý štvrťrok prinášajú ďalšie informácie o vplyve tohto konfliktu na podniky v eurozóne.² Najnovšie kolo prieskumu tiež umožnilo posúdiť, či sa zmenilo rozloženie odpovedí podnikov po tom, ako bolo 14. júna oznámené memorandum o porozumení medzi Iránom a Spojenými štátmi, pričom približne štvrtina respondentov odpovedala po zverejnení tohto oznámenia.³ Začiatkom júla sa následne obnovili námorné útoky, čo poukazuje na to, že analýza vplyvu konfliktu na úrovni jednotlivých podnikov má naďalej význam.

Najvyššiu mieru expozície voči konfliktu na Blízkom východe uvádzali podniky v odvetví obchodu, exportne orientované podniky a malé a stredné podniky (MSP). Veľké podniky uvádzali v priemere nižšiu mieru expozície voči konfliktu než MSP. Hodnotenie expozície vyššie ako 7 na stupnici od 1 do 10 uviedlo 28 % veľkých podnikov, zatiaľ čo v prípade MSP to bolo 35 % (graf A). Exportne orientované podniky uvádzali v priemere vyššiu mieru expozície než podniky, ktoré sa nezameriavajú na vývoz. Pravdepodobne to odráža dva faktory: i) exportne orientované podniky môžu pôsobiť na geograficky vzdialenejších trhoch, ktoré sú konfliktom na Blízkom východe priamo zasiahnuté viac než eurozóna; a ii) exportéri sa s väčšou pravdepodobnosťou zapájajú aj do dovozných aktivít (Bernard et al., 2012), čo zvyšuje ich zraniteľnosť voči narušeniam globálnych dodávateľských reťazcov. Hoci vývozcami sú zvyčajne väčšie podniky, väčšia expozícia MSP naznačuje, že veľkosť a internacionalizácia môžu podniky ovplyvňovať prostredníctvom rôznych kanálov: vývozcovia sú zraniteľnejší vzhľadom na ich silnejšiu integráciu do globálnych obchodných sietí, zatiaľ čo MSP môžu mať obmedzenú kapacitu absorbovať nákladové šoky alebo prispôbiť dodávateľské reťazce. MSP sú zároveň viac závislé od spotrebiteľského dopytu a sú citlivejšie na energetický šok spojený s konfliktom.⁴ Pokiaľ ide o odvetvia, najväčší podiel vysoko exponovaných podnikov pôsobí v odvetví obchodu (vo veľkoobchode aj maloobchode) a najmenší v odvetví ostatných služieb. Menšia expozícia podnikov v odvetví ostatných služieb pravdepodobne odráža ich menší podiel na

¹ Ďalšie informácie: správa Európskej centrálnej banky SAFE za druhý štvrťrok 2026.

² Predchádzajúca analýza je vo Fantino et al. (2026).

³ Terénny prieskum prebiehal v období od 21. mája do 26. júna 2026.

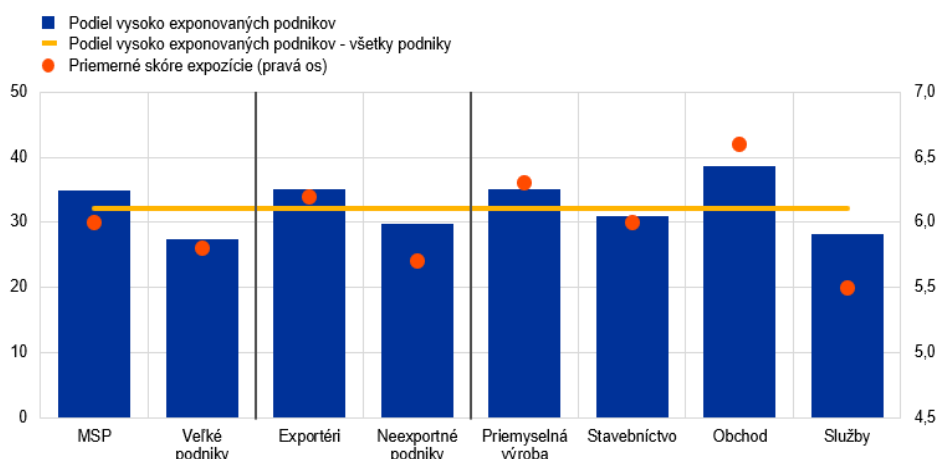
⁴ Dausà i Noguera et al. (2026).

energetických nákladoch a väčšie zameranie na domáci trh. Tieto rozdiely sa potvrdzujú aj pri pohľade na priemerné hodnoty miery expozície, ktoré slúžia ako alternatívny ukazovateľ miery expozície podnikov voči konfliktu.

Graf A

Podiel podnikov s vysokou expozíciou voči konfliktu na Blízkom východe a priemerné skóre expozície, podľa typu podniku

(v % a skóre 1 – 10)



Zdroj: SAFE a výpočty ECB.

Poznámka: Výsledky vážené na základe prieskumu. Za vysoko exponované podniky sa považujú podniky, ktoré v odpovedi na otázku „Do akej miery vojna na Blízkom východe (vrátane vyšších cien energií, narušení dodávateľských reťazcov a lodnej dopravy) ovplyvnila vaše podnikanie?“ uviedli skóre vyššie ako sedem na stupnici od jeden do desať. Obchod zahŕňa veľkoobchod aj maloobchod. Všetky rozdiely medzi priemernými skóre sú štatisticky významné. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2026.

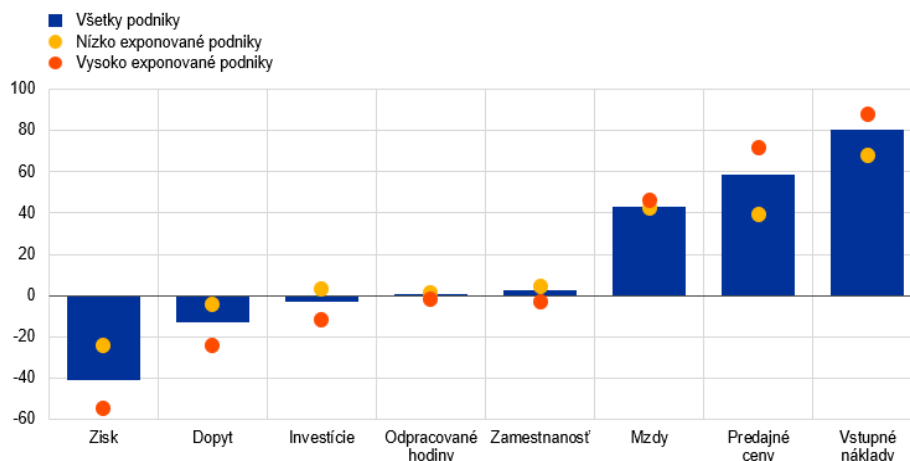
Konflikt na Blízkom východe ovplyvnil predovšetkým očakávania podnikov týkajúce sa nominálnych premenných a dopytu, zatiaľ čo vplyv na ostatné reálne premenné sa považuje za nevýrazný.

Podniky uviedli, že konflikt mal najväčší vplyv na očakávania týkajúce sa nominálnych premenných, pričom v priebehu nasledujúcich 12 mesiacov očakáva v čistom vyjadrení 79 % podnikov vyššie vstupné náklady, 58 % vyššie predajné ceny a 43 % vyššie mzdy (graf B). Zatiaľ čo väčší vplyv na očakávania vstupných nákladov a predajných cien uvádzalo viac vysoko exponovaných podnikov než podnikov s nižšou mierou expozície, vplyv na mzdové očakávania bol vo všetkých podnikoch v podstate rovnaký. To naznačuje, že podniky vnímajú vývoj miezd predovšetkým v súvislosti s vývojom všeobecných inflačných tlakov – keďže pracovníci môžu požadovať kompenzáciu za očakávaný rast životných nákladov – a nie v súvislosti s mierou expozície svojho odvetvia alebo podniku. Čistý podiel 40 % podnikov uviedol, že konflikt mal negatívny vplyv na ich očakávania zisku. Pokiaľ ide o reálne premenné, čistý podiel 14 % podnikov uviedol nižšie očakávania dopytu. Naopak, podniky neočakávali žiadnu zmenu v súvislosti so zamestnanosťou, priemernými odpracovanými hodinami a rastom investícií, pričom čistý percentuálny podiel podnikov pri týchto premenných sa približovali nule. Ak sa však zameriame výlučne na vysoko exponované podniky, čistý podiel 11 % týchto podnikov uviedol, že konflikt má negatívny vplyv na ich očakávania rastu investícií. Rozdelenie vzorky na obdobie pred oznámením memoranda o porozumení a po ňom ukázalo, že v rozložení odpovedí nedošlo k výrazným zmenám. To naznačuje, že oznámenie malo len obmedzený vplyv na to, ako podniky hodnotili ekonomické dôsledky konfliktu.

Graf B

Vplyv konfliktu na Blízkom východe na očakávania podnikov

(čistý podiel v %)



Zdroj: SAFE a výpočty ECB.

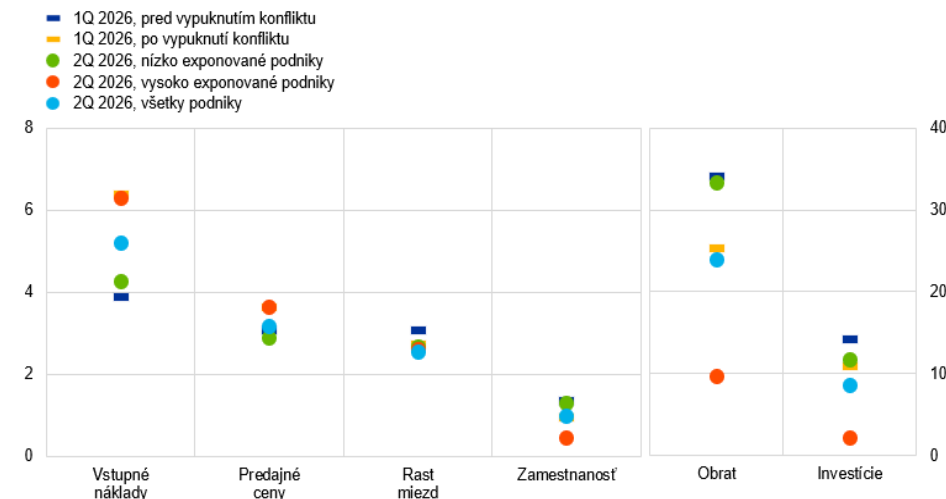
Poznámka: Výsledky vážené na základe prieskumu. V odpovedi na otázku „Ako vojna na Blízkom východe a s ňou súvisiace zmeny cien energií ovplyvňujú očakávania vášho podniku na nasledujúcich 12 mesiacov?“ mohli podniky uviesť, či sa ich očakávania zvýšili, znížili alebo zostali nezmenené. Čisté percentuálne podiely boli vypočítané ako podiel podnikov uvádzajúcich, že ich očakávania vzrástli, mínus podiel podnikov, ktoré uviedli, že ich očakávania klesli. Za nízko exponované podniky sa považujú podniky, ktoré v otázke uvedenej v grafe A zadali hodnotu nižšiu ako päť na stupnici od jeden do desať. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok 2026.

Kvantitatívne očakávania podnikov týkajúce sa zmien vstupných nákladov a predajných cien sa celkovo udržali na vysokej úrovni a nad hodnotami spread konfliktu, naopak, očakávania rastu miezd sa zmiernili (graf C). Podniky, ktoré konflikt zasiahol výrazne, uvádzali vyššie očakávania týkajúce sa rastu nákladov a cien (porovnateľné s tými, ktoré boli zaznamenané v odpovediach získaných bezprostredne po vypuknutí konfliktu 28. februára), zatiaľ čo očakávania uvádzané menej zasiahnutými podnikmi sa viac zhodovali s odpoveďami z prieskumu pred konfliktom. Naopak, očakávania týkajúce sa rastu miezd sa v porovnaní s predchádzajúcim kolom o čosi zmiernili, a to tak u vysoko exponovaných podnikov, ako aj u podnikov s nižšou mierou expozície. Zmiernenie očakávaní rastu miezd v druhom štvrťroku v porovnaní s prvým štvrťrokom sa javí ako protichodné k čistému podielu 43 % podnikov, ktoré uviedli vyššie mzdové očakávania po vypuknutí konfliktu. Pravdepodobne to však odráža skutočnosť, že keby ku konfliktu nedošlo, očakávania rastu miezd by sa zmiernili oveľa výraznejšie. Táto interpretácia zodpovedá aj kvalitatívnym odpovediam z telefonického prieskumu ECB medzi podnikmi o očakávaní vývoja predajných cien a miezd (pozri Elding et al., 2026).

Graf C

Očakávania podnikov podľa miery expozície a dátumu prieskumu

(ľavá os: percentuálna zmena v priebehu nasledujúcich 12 mesiacov; pravá os: čisté percentuálne podiely očakávaného zvýšenia v priebehu nasledujúcich troch mesiacov)



Zdroj: SAFE a výpočty ECB.

Poznámka: Priemerné očakávania zmien vážené na základe prieskumu. Pravidelné otázky prieskumu SAFE o očakávaniach podnikov. Očakávania týkajúce sa vstupných nákladov, predajných cien, miezd a zamestnanosti sa vzťahujú na nasledujúcich 12 mesiacov. Očakávania týkajúce sa obratu a investícií sa vzťahujú na nasledujúce tri mesiace. Čisté percentuálne podiely očakávaného zvýšenia boli vypočítané ako podiel podnikov uvádzajúcich, že ich očakávania vzrástli, mínus podiel podnikov, ktoré uviedli, že ich očakávania klesli. Skupiny s vysokou expozíciou a nízkou expozíciou sú klasifikované podľa grafu B. Posledné údaje sú za druhý štvrťrok roku 2026.

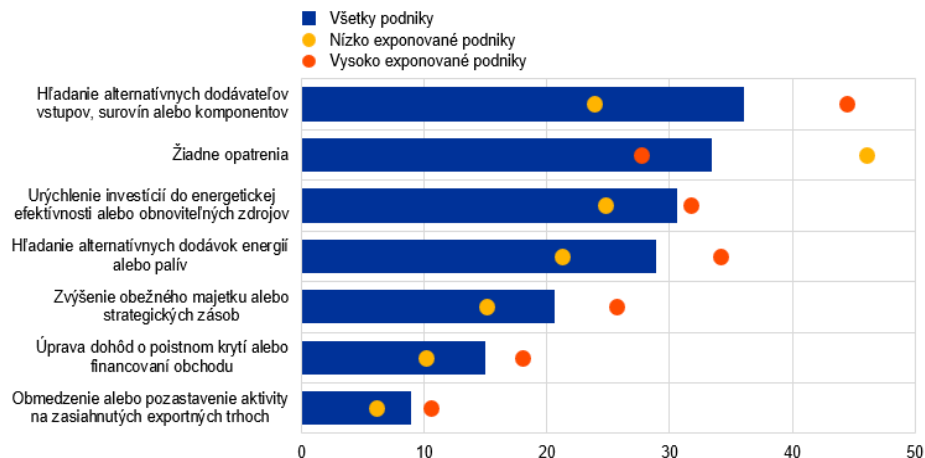
Kvalitatívne očakávania rastu obratu a investícií v priebehu nasledujúcich troch mesiacov a očakávania rastu zamestnanosti v priebehu nasledujúcich 12 mesiacov sa v druhom štvrťroku v porovnaní s úrovňami pred konfliktu oslabili. Očakávané zmiernenie bolo omnoho výraznejšie v prípade obratu než v prípade investícií. K poklesu očakávaní prispeli najmä vysoko exponované podniky. Len čistý podiel 10 % podnikov očakával zvýšenie obratu a 2 % zvýšenie investícií. Tieto podiely boli výrazne nižšie ako hodnoty zaznamenané za všetky podniky pred vypuknutím konfliktu v prvom štvrťroku (34 % a 14 %). Očakávania rastu zamestnanosti v nasledujúcich 12 mesiacoch dosiahli v prvom štvrťroku, teda ešte pred vypuknutím konfliktu, úroveň 1,4 %, kým v druhom štvrťroku klesli na 1,0 %, keď výrazne zasiahnuté podniky očakávali nižší rast (0,5 %).

Približne dve tretiny respondentov v reakcii na konflikt prijali opatrenia, pričom hľadajú alternatívnych dodávateľov a urýchľujú investície do energetickej efektívnosti (graf D). Najčastejšie stratégie, ktoré podniky uvádzali v reakcii na konflikt, boli: hľadanie alternatívnych dodávateľov vstupov, surovín alebo komponentov (36 %), urýchlenie investícií do energetickej efektívnosti alebo obnoviteľných zdrojov energie (31 %) a hľadanie alternatívnych dodávateľov energií alebo palív (29 %). Približne polovica podnikov s nízkou expozíciou uviedla, že nepodnikla žiadne kroky. V skupine vysoko exponovaných podnikov nepodniklo žiadne kroky len 28 %. V prípade tejto skupiny bola najbežnejšou stratégiou snaha nájsť alternatívnych dodávateľov vstupov (44 %). Len veľmi málo podnikov uviedlo, že obmedzilo alebo plánuje obmedziť aktivitu na zasiahnutých exportných trhoch. Veľká časť podnikov, ktoré uviedli nízku mieru expozície, však zároveň prijíma opatrenia na ochranu proti budúcim šokom vyplývajúcim z geopolitického napätia.

Graf D

Stratégie podnikov v reakcii na konflikt na Blízkom východe

(percentuálny podiel respondentov)



Zdroj: SAFE a výpočty ECB.

Poznámka: Percentuálny podiel podnikov (vážený na základe prieskumu), ktoré odpovedali na otázku „Aké z nasledujúcich opatrení váš podnik už prijal alebo aké plány si stanovil na nasledujúcich 12 mesiacov v reakcii na geopolitické napätie na Blízkom východe?“ Podniky si mohli zvoliť viacero odpovedí. Skupiny s vysokou expozíciou a nízkou expozíciou sú klasifikované podľa grafu B. Posledné údaje sú za druhý štvrtrok roku 2026.

Referencie

Bernard, A., Jensen, B., Redding, S. a Schott, P. (2012), The Empirics of Firm Heterogeneity and International Trade, *Annual Review of Economics*.

Dausà i Noguera, N., Dimou, M. a Kouvavas, O. (2026), [Tracing the ripple effects of the Middle East war on euro area consumption](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

European Central Bank (2026), [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - Second quarter of 2026](#), júl.

Elding, C., Morris, R., Riedel, Z. a Roma, M. (2026), [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

Fantino, D., Ferrando, A., Groß, J., Lamboglia, S., Lebastard, L., Rariga, J. a Schmidt, M. (2026), [How the war in the Middle East is reshaping euro area firms' expectations](#), *The ECB Blog*, ECB, 26. máj.

Hlavné výsledky najnovších demografických projekcií eurozóny

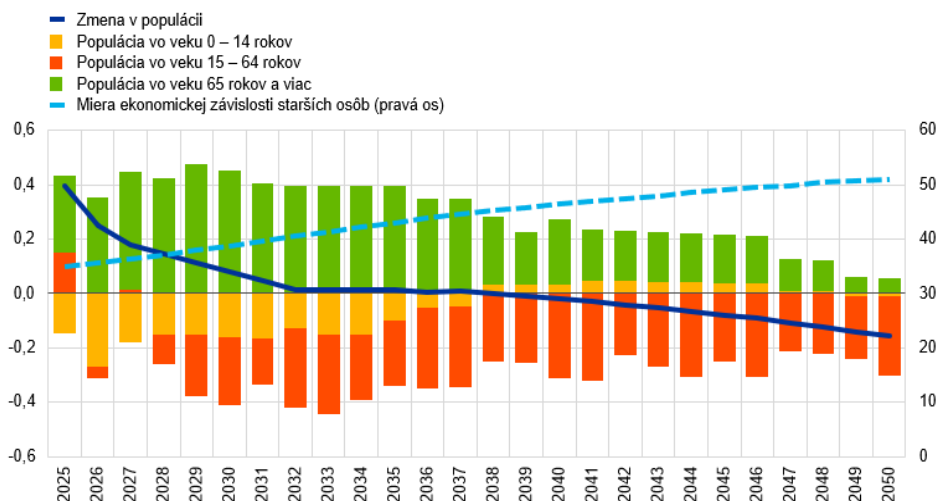
Stephan Haroutunian, Leo Orlygsson a Joachim Schroth

Najnovšie demografické trendy naznačujú, že počet obyvateľov eurozóny sa dočasne zvýši a následne v roku 2050 klesne na 358 miliónov, teda na rovnakú úroveň ako v roku 2025, hoci veková štruktúra bude odlišná (graf A). Podľa projekcií EUROPOP 2025 zverejnených 16. apríla 2026 sa očakáva, že počet obyvateľov eurozóny mierne vzrastie na maximálnu úroveň 361,4 milióna v roku 2037 a potom začne klesať.¹ Štruktúra obyvateľstva sa výrazne zmení: počet osôb vo veku 65 rokov a viac sa zvýši, kým počet detí (vo veku 0 až 14 rokov) a osôb v produktívnom veku (vo veku 15 až 64 rokov) klesne.² Výrazný nárast staršej populácie do polovice nasledujúceho desaťročia odráža skutočnosť, že veľká časť generácie „baby boomers“ dosiahne dôchodkový vek. Následne nastane pokles počtu osôb vo vekovej skupine 15 až 64 rokov, keď osoby narodené počas nedávneho obdobia nízkej pôrodnosti dosiahnu produktívny vek.

Graf A

Projekcie rastu celkového počtu obyvateľov, príspevky vekových skupín a miera ekonomickej závislosti starších osôb

(ľavá os: medziročná percentuálna zmena a príspevky v percentuálnych bodoch; pravá os: v %)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Plná modrá čiara zobrazuje projektovanú ročnú percentuálnu zmenu v celkovom počte obyvateľov v projekciách EUROPOP 2025 a stĺpce predstavujú príspevky jednotlivých vekových kohort v percentuálnych bodoch. Prerušovaná modrá čiara znázorňuje mieru ekonomickej závislosti starších osôb, ktorá je definovaná ako podiel osôb vo veku 65 rokov a viac na populácii v produktívnom veku.

Po roku 2050 sa predpokladá, že pokles počtu obyvateľov bude vo všeobecnosti pokračovať rovnakým tempom a s rovnakou štruktúrou, ako sa predpokladá pre rok 2050. Tento pokles – pri priemernej miere rastu okolo

¹ Európska komisia (2026).

² Produktívny vek sa všeobecne definuje ako vek od 15 do 74 rokov. Na účely ekonomickej a fiškálnej analýzy demografických zmien je však reprezentatívnejšia veková skupina 15 až 64 rokov.

-0,2 % ročne – bude spôsobený najmä znížením počtu osôb v produktívnom veku. Výsledkom bude zvýšenie miery ekonomickej závislosti starších osôb, ktorá by mala vzrásť z 35 % v roku 2025 na 51 % v roku 2050 a na 62 % v roku 2100.³ Inými slovami, v súčasnosti pripadajú na jednu staršiu osobu takmer tri osoby v produktívnom veku; v roku 2050 to budú približne dve osoby v produktívnom veku na jednu staršiu osobu a v roku 2100 výrazne menej.

Projekcie počtu obyvateľov na nasledujúce dve desaťročia boli revidované nahor v dôsledku vyššieho prílevu migrantov (graf B). Čisté imigračné toky do eurozóny v období rokov 2022 až 2024 boli výrazne vyššie, ako sa predpokladalo v predchádzajúcich projekciách EUROPOP zverejnených v roku 2023. Odráža to silnejšiu ekonomickú imigráciu a dlhšie trvanie vojny medzi Ruskom a Ukrajinou, než sa pôvodne predpokladalo. V období rokov 2022 až 2050 bola priemerná čistá imigrácia revidovaná nahor z 1,2 milióna osôb ročne na približne 1,4 milióna osôb. Viac ako polovica tejto revízie pripadá na Španielsko, keďže krajina prijme tretinu projektovanej čistej prisťahovaleckej migrácie do eurozóny. V súlade s doterajšími trendmi sa predpokladá, že 77 % migrantov bude v produktívnom veku. Ďalších 20 % bude mať menej ako 15 rokov, a preto pravdepodobne v budúcnosti vstúpia na trh práce, čím podporia potenciálny hospodársky rast.⁴ Tieto projekcie migrácie sú však spojené s veľkou neistotou a naznačujú podiel čistej migrácie na populácii, ktorý je výrazne vyšší ako dlhodobý historický priemer. Okrem toho sa projektovaná prisťahovalecká migrácia koncentruje v krajinách ako Španielsko, kde migračné toky v priebehu hospodárskeho cyklu výrazne kolíšu a môžu sa rýchlo obrátiť.

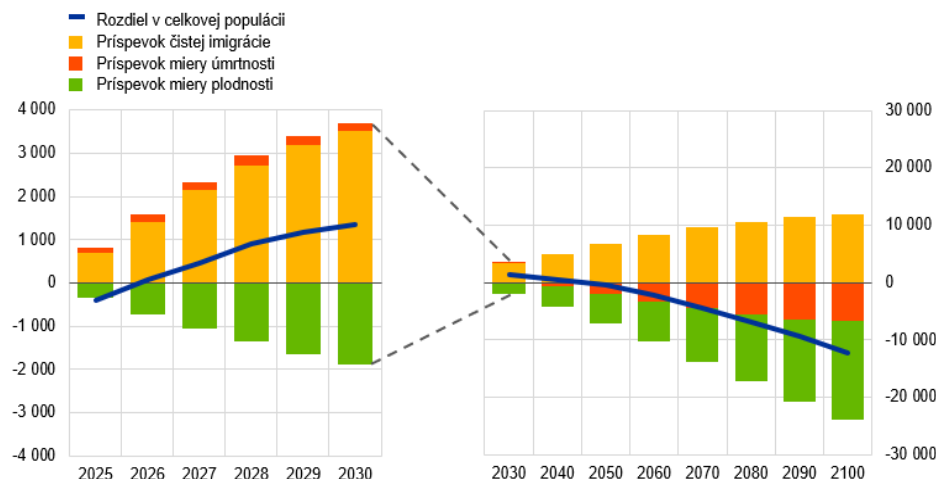
³ Projektovaný pokles celkového počtu obyvateľov zakrýva výraznú heterogenitu medzi jednotlivými krajinami. V období rokov 2025 až 2100 sa podľa projekcií počet obyvateľov zvýši v siedmich krajinách eurozóny, najmä v Luxembursku (+36,4 %) a na Malte (+26,0 %). Spomedzi 14 krajín, v ktorých sa v tomto období predpokladá pokles počtu obyvateľov, sú osobitne pozoruhodné Lotyšsko (-34 %), Litva (-33,4 %) a Grécko (-30,1 %).

⁴ Ako sa uvádza v Arce et al. (2026), migrácia v posledných rokoch vo všeobecnosti prispievala k zvyšovaniu pracovnej sily v eurozóne a podporovala hospodársky rast. Ďalšie informácie sú v Consolo et al. (2026).

Graf B

Revízia výhľadu populácie eurozóny v porovnaní s projekciami EUROPOP 2023

(absolútny rozdiel v tisícoch osôb)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Revízie sú vypočítané ako rozdiel medzi demografickými projekciami EUROPOP 2025 a EUROPOP 2023, pokiaľ ide o zmenu počtu obyvateľov v porovnaní so stavom k 1. januáru 2025. Ľavý panel zobrazuje ročné rozdiely medzi oboma súbornými projekciami do roku 2030 a pravý panel zobrazuje rozdiely po jednotlivých desaťročiach. Modrá čiara znázorňuje revíziu stavu počtu obyvateľov k 1. januáru, vrátane chyby projekcie vo výške približne -400 000 osôb k 1. januáru 2025, zatiaľ čo skladané stĺpce zobrazujú kumulatívne revízie zmien počtu obyvateľov v čase do príslušného roka (vrátane).

Dlhodobý výhľad počtu obyvateľov eurozóny bol v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami EUROPOP revidovaný nadol v dôsledku výrazne nižšej miery plodnosti.

V projekciách EUROPOP 2023 sa predpokladalo, že celková miera plodnosti dočasne klesla v dôsledku pandémie, najnovšie údaje však naznačujú trvalejší pokles. Celková miera plodnosti v eurozóne dosiahla v roku 2024 hodnotu 1,33 dieťaťa na ženu a do roku 2026 sa predpokladá jej ďalší pokles. Podobne ako predchádzajúce projekcie, aj EUROPOP 2025 predpokladá, že miera plodnosti sa v priebehu projekčného horizontu zvýši, hoci na nižšiu úroveň. Táto revízia nadol vychádza z určitých predpokladov konvergenencie medzi krajinami.⁵ Možno ju vysvetliť aj viacerými sociálno-ekonomickými faktormi ovplyvňujúcimi plodnosť na celom svete, z ktorých niektoré sa v blízkej budúcnosti nemusia zmeniť. Patrí medzi ne vyššia úroveň vzdelania a ekonomickej nezávislosti žien (Kim, 2026), nedostatok bývania (Li, 2024) a rozdielnosť politických názorov medzi mladými mužmi a ženami (Milosav et al., 2026), ktorá môže sťažovať hľadanie kompatibilného partnera.

Aktuálna revízia miery plodnosti bola najväčšia od prvých projekcií EUROPOP v roku 2008 (graf C).

Európska komisia v jednotlivých vydaniach projekcií EUROPOP postupne revidovala mieru plodnosti smerom nadol. No revízia miery plodnosti v porovnaní s projekciami EUROPOP 2023 je rovnako veľká ako súčet všetkých predchádzajúcich revízií od roku 2008, keď boli populačné projekcie prvýkrát zverejnené v súčasnom formáte. V porovnaní s projekciami EUROPOP 2008 sa v období 2020 až 2050 narodilo alebo má narodiť o 13 miliónov detí menej. Revízia nadol v porovnaní s projekciami EUROPOP 2023 bola takisto výrazná

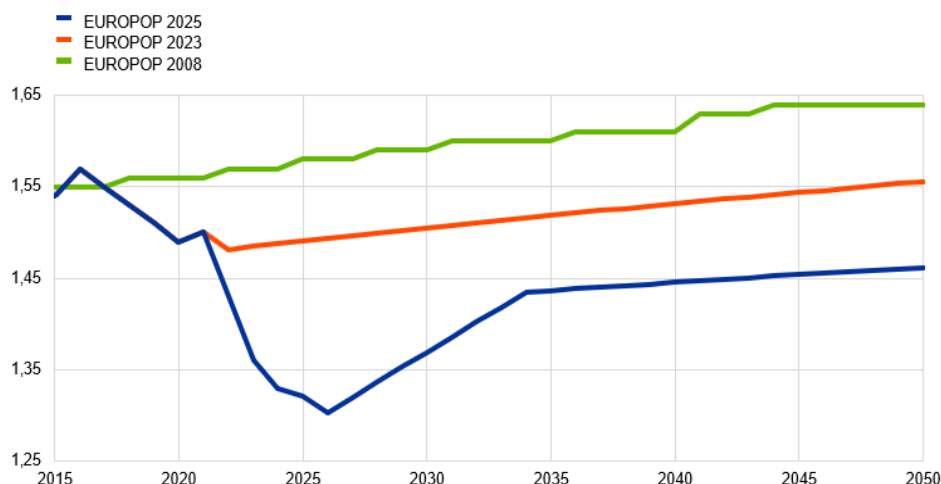
⁵ Pokles miery plodnosti v rokoch 2025 a 2026 vychádza z počtu živonarodených detí v prvom polroku 2025.

a dosiahla -5,7 milióna. Spolu s miernou revíziou nahor v prípade miery úmrtnosti, ktorá sa do roku 2024 úplne nevrátila na úroveň pred pandémie, to do roku 2050 úplne kompenzuje silnejšiu čistú imigráciu. Napriek predpokladanému ďalšiemu zvýšeniu miery plodnosti z 1,46 dieťaťa na ženu v roku 2050 na 1,53 do roku 2100 je pokles počtu obyvateľov v druhej polovici storočia výraznejší než v projekciách EUROPOP 2023, pričom počet obyvateľov bude v roku 2100 o 12 miliónov nižší. K tomuto poklesu najviac prispievajú Nemecko (-9,4 milióna) a Taliansko (-5,4 milióna). Tento pokles je len čiastočne kompenzovaný Španielskom (+4,6 milióna), ktorého počet obyvateľov by mal byť v roku 2100 vyšší ako počet obyvateľov Talianska. Hoci najvýraznejšie revízie nadol sa týkajú vekovej skupiny 0 až 14 rokov, aj predpokladaný počet obyvateľov v produktívnom veku bude v roku 2100 o 7 miliónov nižší, ako uvádzali projekcie EUROPOP 2023. Počet 175 miliónov je výrazne nižší než súčasná úroveň 228 miliónov. Ak však budúce dôchodkové reformy povedú k vyššej miere participácie pracovnej sily, tento pokles nemusí znamenať takú výraznú brzdu zložky potenciálneho rastu.

Graf C

Projekcie miery plodnosti v eurozóne v jednotlivých vydaniach EUROPOP

(Živonarodené deti na jednu ženu)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Miera plodnosti je definovaná ako priemerný počet detí, ktoré sa narodia žene v priebehu jej života.

Najnovší demografický výhľad pravdepodobne spočiatku zmierni tlak nákladov spojených so starnutím na verejné financie, no neskôr ho zintenzívni.

Správa Komisie o starnutí obyvateľstva za rok 2024 ukazuje, že výdavky súvisiace s vekom v eurozóne – teda verejné výdavky na dôchodky, zdravotnú starostlivosť, dlhodobú starostlivosť a vzdelávanie – by sa podľa základného scenára projekcií mali v roku 2050 zvýšiť o 1,3 percentuálneho bodu na 26,4 % HDP. Toto zvýšenie je najmä dôsledkom rastúcich nákladov na dôchodky a dlhodobú starostlivosť a v menšej miere na zdravotnú starostlivosť. Vzhľadom na nízku mieru plodnosti sa predpokladá pokles výdavkov na vzdelávanie. Podľa projekcie EUROPOP 2025 by priaznivejší demografický výhľad približne do roku 2050, podporený vyššou čistou imigráciou, mal viesť k nižšej miere ekonomickej závislosti starších osôb v porovnaní s projekciami EUROPOP 2023. To do určitej miery zmierni tlak na financovanie výdavkov súvisiacich s vekom až do odchodu

tejto populácie migrantov do dôchodku. Pretrvávajúce čistej imigrácie je však spojené s veľkou neistotou, keďže napríklad vyriešenie konfliktov môže viesť k obráteniu niektorých z týchto tokov. Nižšie miery plodnosti, ktoré majú zo štrukturálneho hľadiska komplexnejší charakter než vývoj čistej imigrácie, zároveň znižujú počet obyvateľov. Tento druhý faktor sa premieňa do menších kohort vstupujúcich na trh práce, čo následne zvyšuje mieru ekonomickej závislosti starších osôb a s tým súvisiace tlaky na financovanie dôchodkových systémov. Priaznivejší vývoj počtu obyvateľov v období do roku 2050 v porovnaní s projekciou EUROPOP 2023 by preto nemal viesť k podceňovaniu potreby reforiem dôchodkových systémov.

Zmenšujúca sa a starnúca populácia celkovo naďalej predstavuje pre hospodárstvo eurozóny významné výzvy. Reformy trhu práce a dôchodkového systému by mali byť zamerané na zvýšenie participácie pracovnej sily. Vyššie výdavky súvisiace so starnutím a menšia daňová základňa v populácii v produktívnom veku budú pravdepodobne vytvárať čoraz väčší tlak na verejné financie.⁶ Najmä krajiny, ktoré už majú zraniteľné verejné financie, by nemali rušiť predošlé dôchodkové reformy, ktoré pomohli zlepšiť udržateľnosť ich dôchodkových systémov. Obnovenie fiškálnych rezerv, ktoré sa vyčerpali počas pandémie a energetických kríz, a zlepšenie prorastového charakteru verejných financií by uľahčili zvládanie rastúcich nákladov súvisiacich so starnutím obyvateľstva.

Referencie

Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. a Weissler, M. (2025), [Foreign workers: a lever for economic growth](#), *The ECB Blog*, ECB, 8. máj.

Bodnár, K. a Nerlich, C. (2022), [The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#), *Occasional Paper Series*, No 296, ECB, jún.

Consolo, A., Dias da Silva, A., Furbach, N. a Gomez-Salvador, R. (2026), [Drivers of the labour force in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB.

European Commission (2024), [2024 Ageing Report – Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2022-2070\)](#), *Institutional Paper*, No 279, apríl.

European Commission (2026), [Population projections in the EU](#).

Kim, J. (2023), [Female education and its impact on fertility](#), IZA World of Labour.

Li, W. (2024), Do surging house prices discourage fertility? Global evidence, 1870-2012, *Labour Economics*, Vol. 90, október.

Milosav, Đ., Dickson, Z., Hobolt, S. B., Klüver, H., Kuhn, T. a Rodon, T. (2026), [The youth gender gap in support for the far right](#), *Journal of European Public Policy*, Vol. 33, Issue 2, s. 444-468.

⁶ Ďalšie informácie: Bodnár a Nerlich (2022).

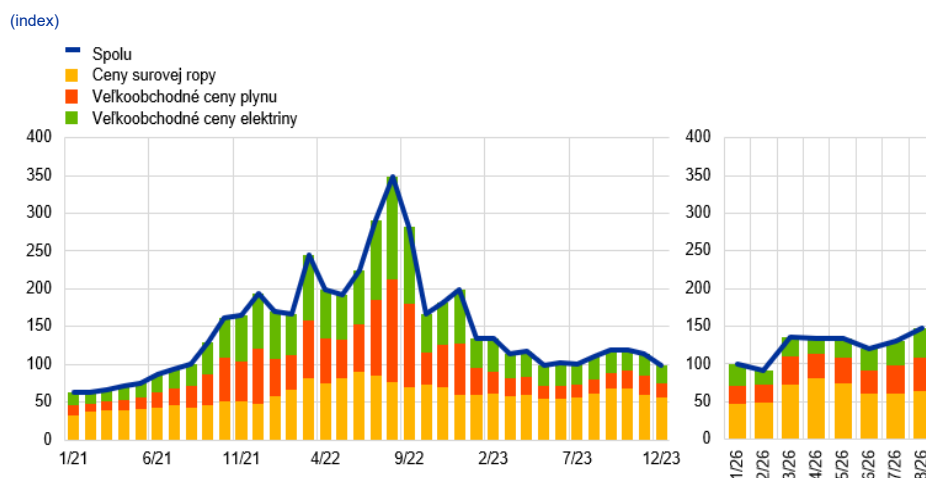
Nerovnomerný vplyv veľkoobchodných cien plynu a elektriny na spotrebiteľské ceny

Friderike Kuik, Eliza Lis a Johannes Schäfer

Prudký rast cien energií v prvej polovici roka 2026 pripomenul energetický cenový šok z rokov 2021 – 2022, no charakter šoku v roku 2026 sa v niekoľkých ohľadoch líši. Energetický cenový šok v roku 2026 mal zatiaľ menší rozsah, pričom veľkoobchodné ceny plynu a elektriny vzrástli v menšej miere než počas predošlej energetickej krízy (graf A).¹ Vplyv veľkoobchodných cien plynu na veľkoobchodné ceny elektriny – ktorý je zvyčajne výrazný, keďže ceny plynu predstavujú hraničné ceny stanovujúce ceny elektriny – bol zmiernený prechodom na elektrinu vyrábanú z obnoviteľných zdrojov. Zároveň sa zmenil aj spôsob, akým sa veľkoobchodné ceny plynu a elektriny premietajú do maloobchodných cien. V tomto boxe skúmame, ako sa zmeny veľkoobchodných cien plynu prenášajú na spotrebiteľov, pričom pozornosť venujeme ich vplyvu na veľkoobchodné ceny elektriny, ako aj na stanovovanie maloobchodných cien plynu a elektriny.²

Graf A

Index celkových nákladov na energiu v eurozóne



Zdroj: LSEG Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Veľkoobchodné ceny plynu predstavujú ceny plynu na holandskom trhu TTF. Ceny surovej ropy (v EUR/barel), veľkoobchodné ceny plynu (v EUR/MWh) a veľkoobchodné ceny elektriny (v EUR/MWh) sú indexované na august 2021 = 100 a január 2026 = 100 a následne agregované. Agregáčnne váhy indexu celkových nákladov na energiu sú založené na príslušných príspevkoch ropy, plynu a elektriny ku konečnej spotrebe energie v EÚ, ktoré vychádzajú z údajov do roku 2024 (vrátane) a následne zostávajú nezmenené. Posledné údaje sú z augusta 2026.

V porovnaní s obdobím rokov 2021 – 2022 bol tlak na ceny elektriny v roku 2026 menší čiastočne vďaka vyššiemu podielu elektriny vyrobenej z obnoviteľných zdrojov. Suchá v rokoch 2021 – 2022 obmedzila výrobu elektriny vo vodných elektrárňach a vo veľkom počte francúzskych jadrových elektrární súčasne prebiehala údržba. Spôsobil to, že celá Európa sa stala pri výrobe elektriny významne závislá od plynu práve v čase, keď sa výrazne znížili dodávky

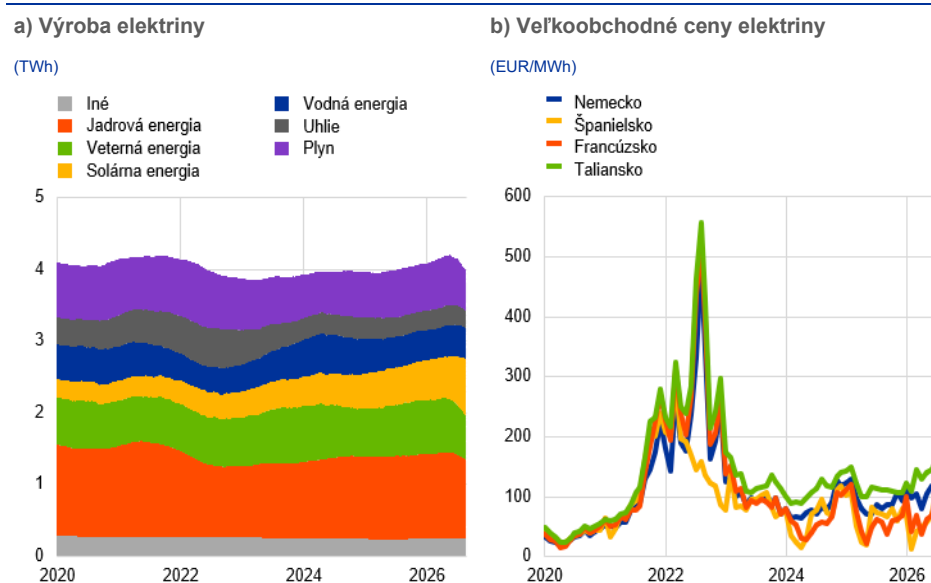
¹ Ďalšie informácie: Európska centrálna banka (2026) a Demuth et al. (2026).

² Analýza prenosu cien surovej ropy do spotrebiteľských cien palív je v Kuik et al. (2026).

plynu v dôsledku vypuknutia vojny na Ukrajine (graf B, panel a).³ Tlaky na trhu s plynom boli zatiaľ v roku 2026 porovnateľne nižšie.⁴ Okrem toho mnohé krajiny zvýšili svoj podiel nízkouhlíkovej výroby elektriny, a to najmä z obnoviteľných zdrojov (graf B, panel a). V dôsledku toho došlo v roku 2026 k miernejšiemu zvýšeniu veľkoobchodných cien elektriny v porovnaní s obdobím rokov 2021 – 2022. Okrem toho sa od energetického cenového šoku v rokoch 2021 – 2022 ceny na jednotlivých európskych trhoch vyvíjali rozdielne (graf B, panel b).

Graf B

Celková výroba elektriny a veľkoobchodné ceny elektriny v krajinách eurozóny



Zdroj: Európska sieť prevádzkovateľov prenosových sústav elektriny, LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje v paneli a) vychádzajú z 365-dňového centrovaneho klzavého priemeru súčtu dennej výroby elektriny v Nemecku, Španielsku, Francúzsku a Taliansku. Iné zahŕňa elektrinu vyrobenú z rôznych menších zdrojov, vrátane biomasy, geotermálnej energie, iných obnoviteľných zdrojov, ropy, ropných bridlíc, rašeliny a odpadu. Údaje v paneli b) vychádzajú z mesačných priemerov. Posledné údaje v paneli a) sú z 20. augusta 2026 a v paneli b) z augusta 2026.

Vplyv rastúceho podielu elektriny vyrobenej z obnoviteľných zdrojov na veľkoobchodné ceny elektriny je záporný, nelineárny a v jednotlivých krajinách nerovnomerný (graf C). Pokiaľ ide o kapacitu a výrobu elektriny

z obnoviteľných zdrojov, medzi jednotlivými krajinami existujú výrazné rozdiely.⁵ Všetky tieto faktory spôsobujú nerovnomerný vývoj cien. V Španielsku, kde je podiel elektriny vyrobenej z obnoviteľných zdrojov najvyšší, je počet hodín, počas ktorých sú ceny elektriny určované cenami plynu, trvalo nižší a v priebehu rokov výrazne klesal (graf D). Podobný vývoj možno pozorovať aj vo Francúzsku, kde v skladbe zdrojov elektriny aj pri stanovovaní cien často dominuje jadrová energia. Naopak, v Taliansku sú ceny elektriny stále často ovplyvňované cenami plynu.

³ Kuik et al. (2022).

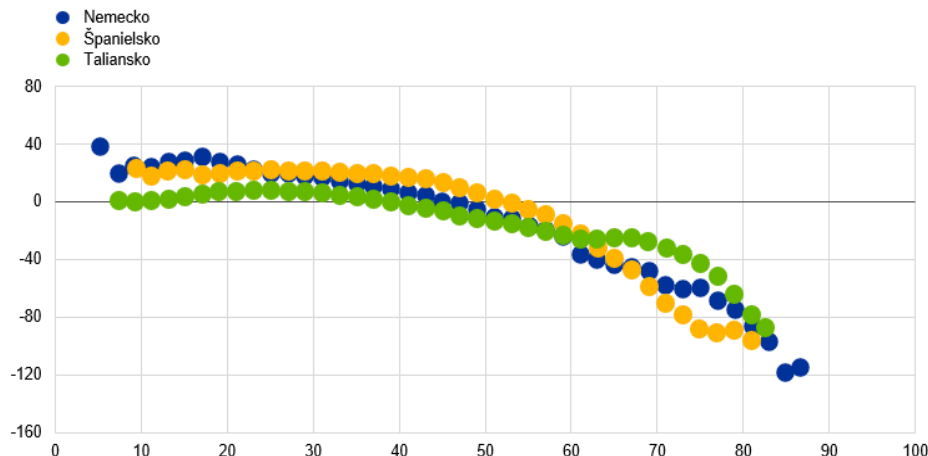
⁴ Demuth et al. (2026).

⁵ Európska komisia (2026). Vysvetlenie širších politických hľadísk zameraných na dosiahnutie cieľov EÚ v oblasti energetickej bezpečnosti a klimateckej neutrality je v Grynberg et al. (2026).

Graf C

Veľkoobchodné ceny elektriny a výroba elektriny z obnoviteľných zdrojov

(os x: percentuálny podiel výroby elektriny z obnoviteľných zdrojov; os y: percentuálna odchýlka od očakávanej ceny)



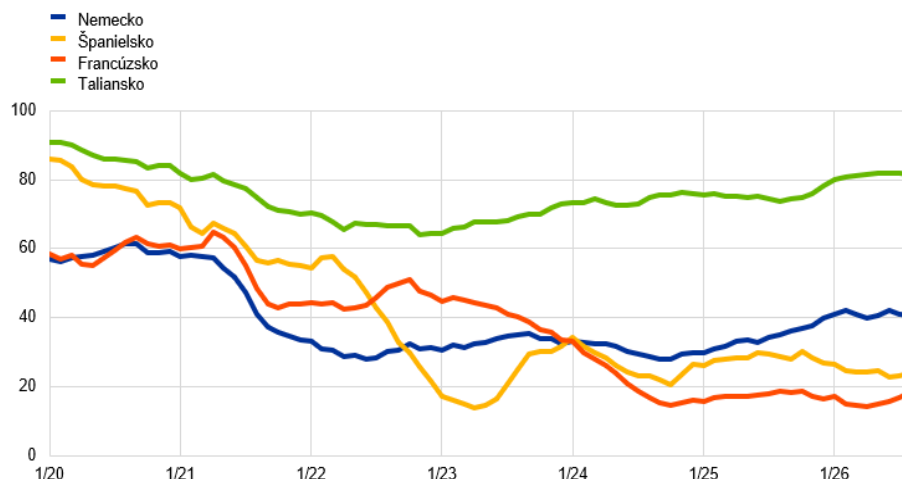
Zdroj: Európska sieť prevádzkovateľov prenosových sústav elektriny, LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Podľa Quintanu (2024) sa veľkoobchodné ceny elektriny deň vopred regresujú na ceny zemného plynu a ceny emisných kvót v rámci systému obchodovania s emisiami EÚ. Reziduá regresie zachytávajú odchýlku od ceny očakávanej v prípade, keď hraničnú cenu určuje plyn, a primárne zohľadňujú úlohu iných technológií než plyn pri určovaní hraničnej ceny. Reziduá sa agregujú do intervalov s rozpätím 2 percentuálnych bodov podľa príslušného podielu energie z obnoviteľných zdrojov. Francúzsko je z analýzy vylúčené vzhľadom na výraznú úlohu jadrovej energie pri výrobe elektriny aj pri určovaní ceny. Údaje sú od roku 2015. Posledné údaje sú z júla 2026. V údajoch za obdobie od júna 2022 do februára 2023 nie sú zahrnuté údaje za Španielsko, pretože v tom čase platila tzv. iberská výnimka, teda politické opatrenie, ktoré oddelilo veľkoobchodné ceny elektriny od cien plynu.

Graf D

Hodiny, počas ktorých cenu elektriny určuje plyn

(priemerný percentuálny podiel hodín za mesiac, 12-mesačný centrováný kĺzavý priemer)



Zdroj: Európska sieť prevádzkovateľov prenosových sústav elektriny, LSEG a výpočty ECB.

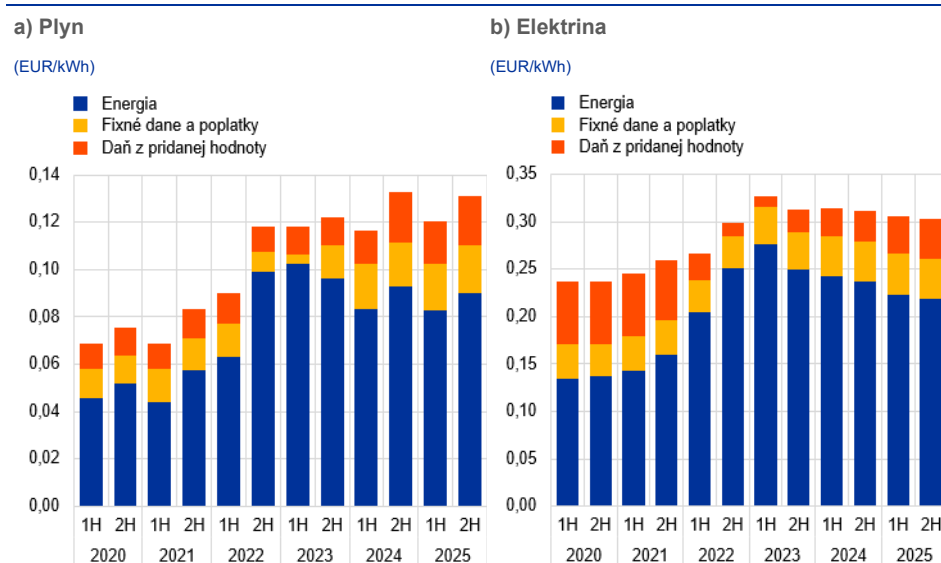
Poznámka: Cena elektriny v danej hodine sa považuje za stanovenú na základe ceny plynu, ak je hodinová veľkoobchodná cena elektriny rovnaká alebo vyššia ako krátkodobé hraničné náklady na výrobu elektriny z plynu. Tieto náklady na výrobu elektriny z plynu sa vypočítavajú na základe dennej veľkoobchodnej ceny plynu a dennej ceny v rámci systému obchodovania s emisnými kvótami EÚ, pričom sa vychádza z predpokladu, že na 1 MWh vyrobenej elektriny sa spotrebuje 2 MWh plynu a emisný faktor je 0,4 tony CO₂ na 1 MWh elektriny vyrobenej z plynu. Posledné údaje sú z augusta 2026.

Miera prenosu veľkoobchodných cien plynu a elektriny do inflácie cien plynu a elektriny, meranej harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP), závisí od mechanizmov stanovovania maloobchodných cien a od cenovej štruktúry. Maloobchodné ceny môžu byť regulované alebo tržové a v oboch sektoroch sa môžu upravovať pružne alebo v pevne stanovených intervaloch.

Tempo prenosu je najrýchlejšie v prípade trhových cien, ktoré sa pružne upravujú. Prenos zmien veľkoobchodných cien energií do inflácie cien plynu a elektriny meranej HICP tlmia relatívne pomalé zmeny daní a poplatkov. V roku 2025 tvorili dane a poplatky v priemere 31 % cien plynu a 27 % cien elektriny v eurozóne (graf E).⁶ Sila prenosu môže závisieť aj od dĺžky obdobia vysokých cien energií. Napríklad v krajinách, kde dodávatelia energií nakupujú elektrinu a plyn s niekoľkoročným predstihom na termínovom trhu a svojim zákazníkom ponúkajú dlhodobejšie zmluvy, má krátkodobý nárast veľkoobchodných cien len obmedzený vplyv na spotrebiteľov.

Graf E

Štruktúra maloobchodných cien v eurozóne



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Zobrazené maloobchodné ceny platia pre spotrebiteľov, ktorých spotreba sa pohybuje v mediánových pásmach 20 – 199 GJ v prípade plynu a 2 000 – 4 999 kWh v prípade elektriny. Súhrnné údaje za krajiny eurozóny vychádzajú z váh HICP, pričom sa zohľadňuje podiel jednotlivých krajín na spotrebe plynu a elektriny v eurozóne. H znamená polrok.

Prenos veľkoobchodných cien do maloobchodných cien sa v prípade cien plynu vo všeobecnosti zrýchlil, no celkový obraz neskoršieho a nerovnomerného prenosu pretrváva pri cenách plynu aj elektriny (graf F).

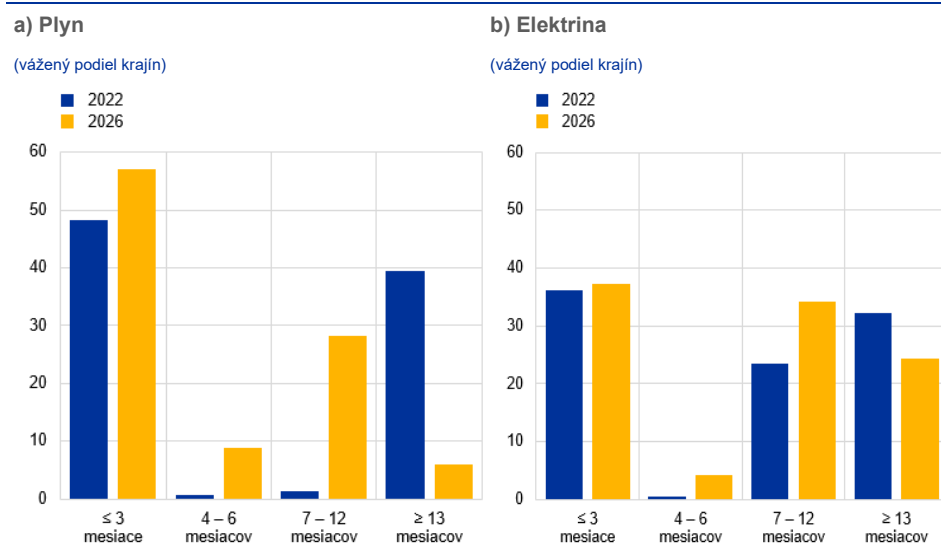
V niekoľkých krajinách eurozóny dochádza k postupnej liberalizácii maloobchodných trhov s elektrinou a plynom. Nové typy zmlúv zvyčajne skracujú trvanie zmlúv na dobu určitú alebo zavádzajú flexibilnejšie tarify. Tieto tarify sú často užšie prepojené s veľkoobchodnými cenami, čo zvyšuje frekvenciu zmien maloobchodných cien. Z prieskumu národných centrálnych bánk Eurosystému z roku 2026 vyplýva, že zmeny veľkoobchodných cien plynu by sa mali premietnuť do inflácie plynu meranej indexom HICP v priebehu 1 až 3 mesiacov vo viac ako polovici eurozóny, v priebehu 4 až 6 mesiacov približne v jednej desatine eurozóny a v priebehu 7 až 12 mesiacov približne v jednej tretine eurozóny – vo všetkých prípadoch ide o vyšší podiel ako

⁶ Kompilácia HICP indexov cien plynu a elektriny tiež vplyva na to, ako rýchlo a výrazne sa zmeny maloobchodných cien premietajú do HICP. Až do roku 2023 niektoré krajiny zahŕňali do HICP len časť svojich existujúcich zmlúv (napr. len nové zmluvy), v dôsledku čoho HICP nebol plne reprezentatívny z hľadiska skutočných nákladov, ktorým domácnosti čelia v období výrazných výkyvov veľkoobchodných cien. V súčasnosti bola metodika upravená tak, aby reprezentatívne pokrývala rôzne typy zmlúv.

v roku 2022. Je potrebné poznamenať, že podiel krajín, ktoré vykazujú pomalý prenos v priebehu 13 až 24 mesiacov, sa od roku 2022 znížil približne zo 40 % na 5 %. Časový horizont prenosu v prípade cien elektriny je širší, pohybuje sa od menej ako jedného mesiaca až do dvoch rokov, pričom jeho miera sa stále odhaduje približne na úrovni z roku 2022.

Graf F

Prenos zmien veľkoobchodných cien do inflácie HICP plynu a elektriny v krajinách eurozóny



Zdroj: ECB.

Poznámka: Na základe prieskumu národných centrálnych bánk Eurosystemu. Odpovede sú vážené podľa príspevku jednotlivých krajín k inflácii cien plynu a elektriny meranej HICP v eurozóne.

Od energetického cenového šoku v rokoch 2021 – 2022 sa zmenilo viacero štrukturálnych faktorov, čo ovplyvnilo prenos veľkoobchodných cien plynu do spotrebiteľských cien. Mechanická väzba medzi veľkoobchodnými cenami plynu a veľkoobchodnými cenami elektriny sa v dôsledku rastúceho podielu obnoviteľných zdrojov využívaných na výrobu elektriny oslabila. Prenos zmien veľkoobchodných cien do inflácie cien plynu meranej HICP sa zrýchlil. Spolu so zlepšením indexov HICP elektriny a plynu, ktoré presnejšie odrážajú náklady spotrebiteľov, tento vývoj naznačuje, že zmeny veľkoobchodných cien plynu sa môžu do inflácie cien plynu meranej HICP premietat' o niečo rýchlejšie ako v minulosti, ale do inflácie cien elektriny meranej HICP so slabšou intenzitou, pričom v oboch prípadoch pretrvávajú rozdiely medzi krajinami. Ponuku a dopyt v oblasti energií naďalej ovplyvňuje konflikt na Blízkom východe a počas leta zohrali úlohu aj extrémne výkyvy počasia. Z uvedeného vyplýva, že vývoj veľkoobchodných cien energií je naďalej potrebné pozorne sledovať, keďže ich prenos do spotrebiteľských cien zostáva významným zdrojom krátkodobej volatility inflácie HICP.

Referencie

Demuth, L., Manu, A. a Stalla-Bourdillon, A. (2026), [Energy shock: why oil and gas prices have risen less than expected](#), *The ECB Blog*, ECB, 27. júl.

Európska centrálna banka (2026), [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z júna 2026](#), jún.

European Commission (2026), [EU energy markets: evolving gas-electricity price linkages in a more volatile system](#), *2026 Spring Economic Forecast*, 21. máj.

Grynberg, C., Vinci, F. a De Sanctis, A. (2026), [Energy security and industrial competitiveness: the case for a European Energy Union](#), *Occasional Papers Series*, No 388, ECB.

Kuik, F., Adolfsen, J. F., Lis, E. M. a Meyler, A. (2022), [Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#), *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB.

Kuik, F., Lis, E., Nickel, C. a Porqueddu, M. (2026), [From well to pump: how fuel prices are formed](#), *The ECB Blog*, ECB, 31. júl.

Quintana, J. (2024), [The impact of renewable energies on wholesale electricity prices](#), *Economic Bulletin*, Issue 2024/Q3, Banco de España, 4. september.

Vývoj finančných podmienok v eurozóne a Spojených štátoch z hľadiska makrofinančného indexu FCI

Tilman Bletzinger, Giulia Martorana a Jakub Mistak

Zmeny v očakávaniach trhu týkajúcich sa nastavenia menovej politiky Spojených štátov môžu ovplyvniť globálne finančné podmienky, a to aj prostredníctvom presahov do eurozóny.

V prostredí zvýšených geopolitických rizík a neistého ekonomického výhľadu sa počas leta trhové očakávania úrokových sadzieb v Spojených štátoch výrazne menili oboma smermi. Nastavenie základných úrokových sadzieb v Spojených štátoch aj v ostatných rozvinutých ekonomikách sa vzhľadom na pretrvávajúce riziká a neistotu bude ďalej prehodnocovať. V prípade Spojených štátov je nepravdepodobné, že by sa účinok prehodnotenia menovej politiky obmedzil len na domácu ekonomiku: z množstva empirických štúdií vyplýva, že šoky v menovej politike Spojených štátov sa významne prenášajú do finančných podmienok v eurozóne.¹

Na objasnenie tohto prenosu rozširujeme v tomto boxe makrofinančný index finančných podmienok (Financial Conditions Index – FCI), pôvodne vyvinutý pre eurozónu, aj na Spojené štáty. Rámec má viacero charakteristík, ktoré možno aplikovať aj na Spojené štáty.² FCI sa odhaduje prostredníctvom vektorového autoregresného (VAR) modelu, pričom sumarizuje informácie obsiahnuté v súbore finančných cien do jedného indexu relevantného pre makroekonomickú dynamiku.³ Zohľadňuje finančné premenné s minimálnou transformáciou a je vyjadrený v jednotkách a na stupnici, ktoré sú porovnateľné s parametrami základnej úrokovej sadzby. Špecifikácia pre Spojené štáty zahŕňa efektívnu sadzbu federálnych fondov, výnos desaťročných štátnych dlhopisov, reálnu dvojročnú forwardovú sadzbu štátnych dlhopisov s jednoročným predstihom a reálnu päťročnú spotovú sadzbu štátnych dlhopisov, spready hypotekárnych a podnikových dlhopisov voči štátnym dlhopisom, cyklicky očistený pomer cien akcií k ziskom (CAPE) a nominálny efektívny výmenný kurz amerického dolára.

Odhadované koeficienty poukazujú na dominantný vplyv úrokových sadzieb, s menšími príspevkami úverových spreadov a cien akcií (graf A, panel a).

Najvyšší koeficient má efektívna sadzba federálnych fondov (0,63), za ňou nasledujú dve reálne sadzby (každá okolo 0,45) a výnos desaťročných štátnych dlhopisov (okolo 0,40). Spready hypotekárnych a podnikových dlhopisov vstupujú do odhadu s menšími koeficientmi (približne 0,11 v oboch prípadoch), ktoré zachytávajú rizikové prémie a úverové náklady domácností a podnikov. Pomer CAPE má záporný koeficient, čo je v súlade s tým, že vyššie ceny akcií implikujú voľnejšie finančné podmienky. Kurz dolára má najnižšiu kladnú váhu, čo odráža relatívne nízku

¹ Ďalšie informácie napr.: Ca' Zorzi et al. (2023).

² Podrobnosti o metodike a špecifikácii pre eurozónu uvádza Bletzinger a kol. (2026).

³ FCI sa odhaduje spoločne s VAR na základe mesačných údajov za obdobie od januára 1999 do decembra 2025. Inflácia je vyjadrená ako rozdiel medzi ročnou infláciou výdavkov na osobnú spotrebu (PCE) a 2 % inflačným cieľom Federálneho rezervného systému, zatiaľ čo hospodárska produkcia je vyjadrená ako odchýlka od potenciálnej produkcie.

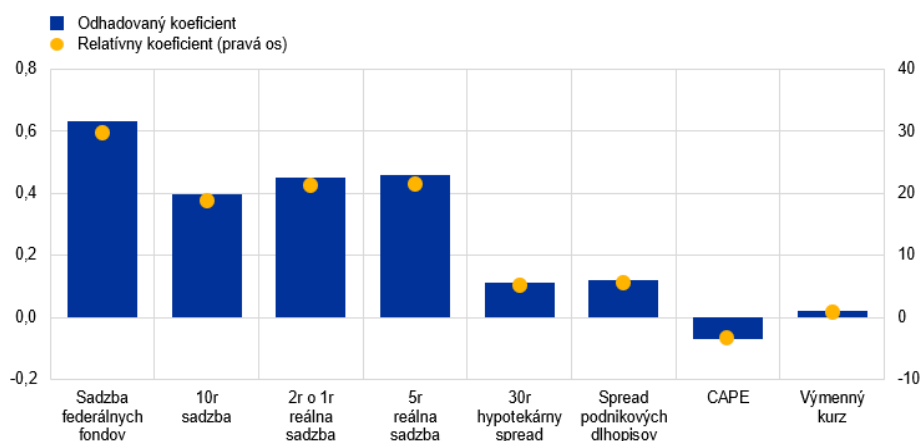
otvorenosť americkej ekonomiky voči zahraničnému obchodu a úlohu amerického dolára ako globálnej meny.⁴

Graf A

Makrofinančný FCI pre Spojené štáty

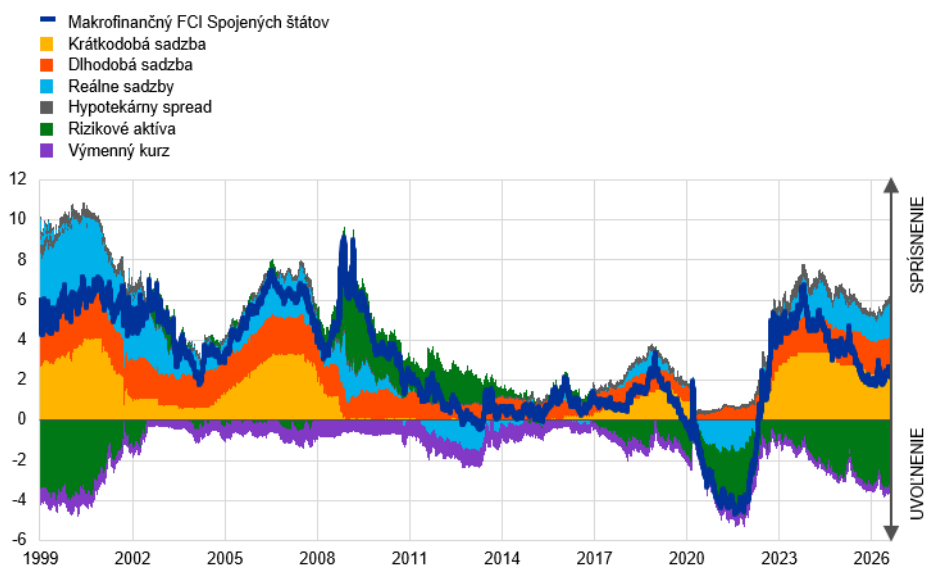
a) Koeficienty FCI

(koeficienty)



b) Makrofinančný FCI pre Spojené štáty a jeho rozklad

(index)



Zdroj: LSEG, Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: V paneli a) modré stĺpce znázorňujú odhadované koeficienty premenných zahrnutých do amerického makrofinančného FCI; žlté body označujú rovnaké koeficienty normalizované tak, aby ich súčet bol 100. V paneli b) je index rozložený na krátkodobú sadzbu (efektívna sadzba federálnych fondov), dlhodobú sadzbu (výnos desaťročných štátnych dlhopisov), reálne sadzby (reálna dvojročná forwardová sadzba štátnych dlhopisov s ročným predstihom a reálna päťročná spotová sadzba štátnych dlhopisov), hypotekárny spread (30-ročná hypotekárna sadzba mínus výnos 30-ročných štátnych dlhopisov), rizikové aktíva (spread podnikových dlhopisov s ratingom A voči výnosu desaťročných štátnych dlhopisov a CAPE) a výmenný kurz (nominálny efektívny výmenný kurz amerického dolára). Posledné údaje sú z 28. augusta 2026.

Makrofinančný FCI pre Spojené štáty zachytáva kľúčové ekonomické a finančné udalosti v Spojených štátoch od roku 1999 (graf A, panel b). Index sa počas cyklu zvyšovania úrokových sadzieb Federálneho rezervného systému

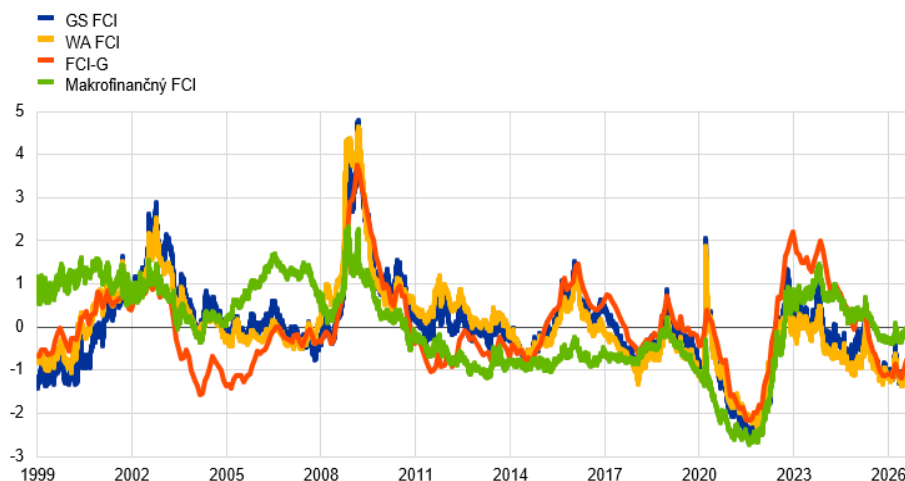
⁴ Rovnako ako vo verzii makrofinančného FCI pre eurozónu sú koeficienty normalizované tak, aby sa súčet ich druhých mocnín rovnal 1.

v rokoch 1999 – 2001 trvalo sprísňoval (zvyšoval) a svoje historické maximum dosiahol počas globálnej finančnej krízy, keď k sprísneniu prispeli rizikové aktíva. V rokoch 2010 – 2014 bol stabilný, pričom sadzba federálnych fondov sa pohybovala blízko efektívnej dolnej hranice, a v auguste 2021 klesol na najnižšiu úroveň v dôsledku uvoľnenia menovej politiky súvisiaceho s pandémiou COVID-19. Najvýraznejšie sprísnenie vo vzorke predstavoval cyklus zvyšovania úrokových sadzieb v rokoch 2022 – 2024. Finančné podmienky sa následne v priebehu roka 2025 uvoľnili, keď Federálny rezervný systém začal znižovať úrokové sadzby, ale po vypuknutí vojny na Blízkom východe sa opäť sprísnil. Index sa vo všeobecnosti vyvíja podobne ako etablované americké referenčné indexy, a to najmä v obdobiach napätia na finančných trhoch, hoci v dôsledku väčšieho vplyvu cien akcií na tieto referenčné indexy sa od nich občas odchyľuje (graf B).⁵

Graf B

Makrofinančný FCI pre Spojené štáty a ďalšie americké FCI

(indexy)



Zdroj: LSEG, Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: GS FCI znamená Goldman Sachs FCI, WA FCI znamená vážený priemerný FCI a FCI-G znamená index merajúci vplyv finančných podmienok na hospodársky rast (Financial Conditions Impulse on Growth). Všetky indexy finančných podmienok (FCI) sú štandardizované pomocou z-skóre. Posledné údaje v prípade FCI-G sú z júla 2026. Pre všetky ostatné FCI sú posledné údaje z 28. augusta 2026.

Makrofinančné FCI pre Spojené štáty a eurozónu vykazujú vo všeobecnosti synchronizovaný vývoj, pričom koreláciu medzi finančnými podmienkami v Spojených štátoch a v eurozóne vysvetľujú predovšetkým rizikové aktíva.

Graf C zobrazuje oba indexy ako odchýlky od ich modelovo implikovaných nepodmienených priemerov, takže nulová hodnota zodpovedá finančným podmienkam, ktoré sú v príslušných VAR modeloch konzistentné s infláciou na cieľovej úrovni a produkciou na potenciálnej úrovni, čím sa tieto indexy stávajú vo všeobecnosti porovnateľnými.⁶ Graf D zachytáva tento súbežný pohyb prostredníctvom kĺzavej korelácie medzi týmito dvoma indexmi, s dekompozíciou na jednotlivé príspevky hlavných kanálov. Korelácia zostáva v celej vzorke kladná

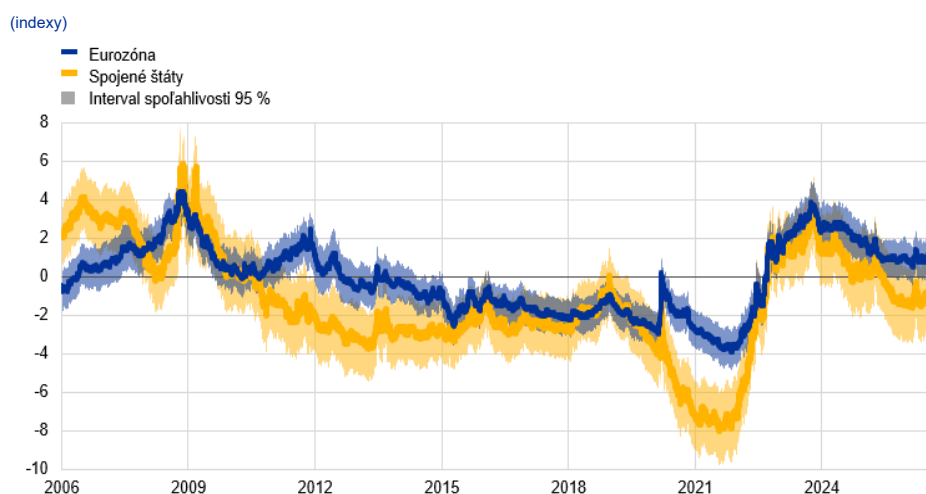
⁵ Hatzius et al. (2017), Arrigoni et al. (2022) a Ajello et al. (2023).

⁶ Nepodmienенý priemer odvodený z VAR modelu slúži ako referenčný ukazovateľ finančných podmienok, podobne ako koncept FCI* podľa Caballera et al. (2025), no s tým rozdielom, že referenčná hodnota je v čase konštantná.

a zvyšuje sa v obdobiach globálneho napätia, ako bolo obdobie po globálnej finančnej kríze a obdobie pandémie. Hlavným kanálom, ktorý spája tieto dva indexy, sú rizikové aktíva, zatiaľ čo reálne a dlhodobé úrokové sadzby prispievajú menšou, ale trvalou mierou, a to najmä v rokoch 2022 až 2025, keď Federálny rezervný systém a ECB reagovali na spoločný inflačný šok v podstate podobným spôsobom. Naopak, kanál výmenného kurzu znižuje koreláciu medzi indexmi finančných podmienok v Spojených štátoch a eurozóne v obdobiach rozdielného nastavenia menovej politiky ECB a Federálneho rezervného systému.

Graf C

Odchýlky medzi makrofinančnými FCI pre Spojené štáty a eurozónu



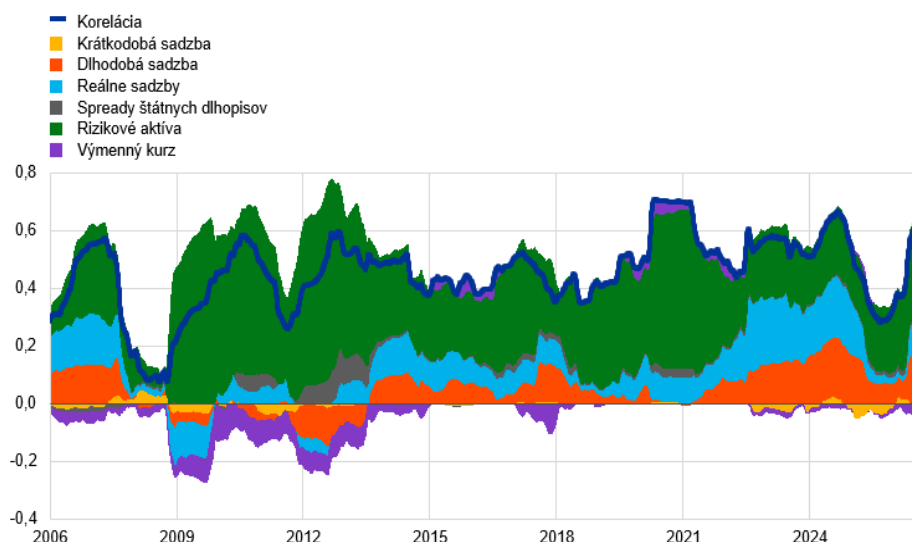
Zdroj: LSEG, Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Každý makrofinančný FCI je vyjadrený ako odchýlka od svojho nepodmieneného priemeru, čo je hodnota konzistentná s cieľovou infláciou a uzavretou produkčnou medzerou. Tieňované pásma odrážajú neistotu odhadu parametrov. Posledné údaje sú z 28. augusta 2026.

Graf D

Časovo premenlivá korelácia medzi finančnými podmienkami v Spojených štátoch a eurozóne, rozložená podľa kanálov

(korelačné koeficienty)



Zdroj: LSEG, Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje kľazú koreláciu medzi zmenami makrofinančných FCI pre Spojené štáty a eurozónu za päť obchodných dní, vypočítanú na základe klzavého okna s dĺžkou 252 obchodných dní a rozloženú na príspevky z kanálov eurozóny, ktoré sú znázornené ako farebné pásma. Vzorka sa začína 5. januára 2006. Posledné údaje sú z 28. augusta 2026.

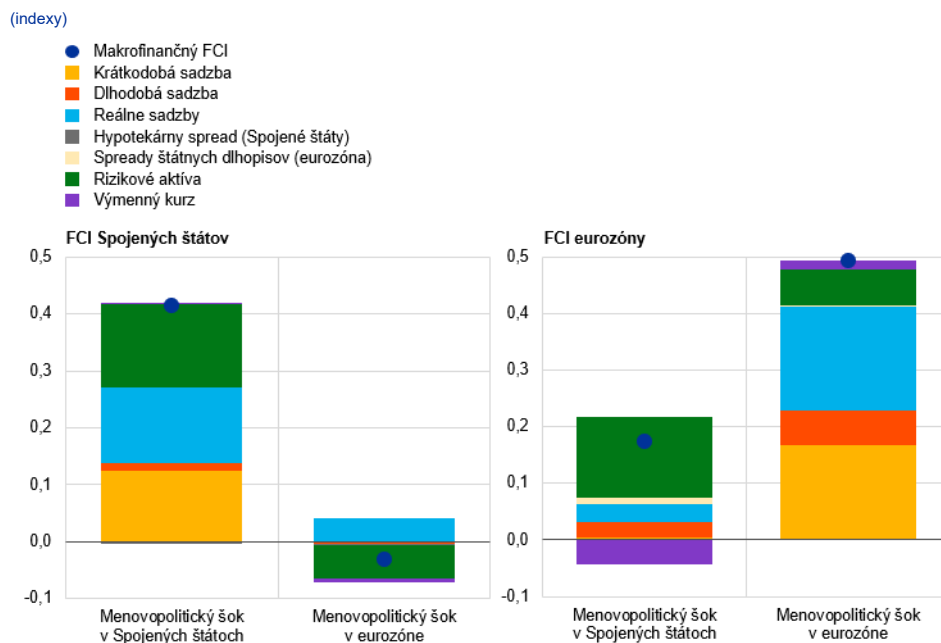
Neočakávané zmeny úrokových sadzieb v Spojených štátoch majú výrazný vplyv na finančné podmienky v eurozóne, pričom tento vplyv sa prenáša hlavne prostredníctvom rizikových aktív. Graf E znázorňuje odhadovanú jednoduchú reakciu indexov finančných podmienok v Spojených štátoch a eurozóne na neočakávaný šok v podobe sprísnenia menovej politiky o 25 bázických bodov v jednej z týchto ekonomík.⁷ Šok spôsobený sprísnením menovej politiky Federálneho rezervného systému vedie k nárastu indexu FCI v Spojených štátoch a v menšej miere aj v eurozóne, pričom šírenie tohto vplyvu je spôsobené predovšetkým prehodením cien rizikových aktív a čiastočne kompenzované kurzovým kanálom.⁸ Šok rovnakej veľkosti spôsobený sprísnením menovej politiky ECB zvyšuje index FCI eurozóny v dlhodobých úrokových sadzbách, reálnych úrokových sadzbách a rizikových aktívach, kým jeho vplyv na index FCI v Spojených štátoch je len minimálny.

⁷ Denné zmeny oboch makrofinančných FCI a ich zložiek sa odhadujú regresiou na šoky menovej politiky Spojených štátov a ECB, ktoré sú identifikované pomocou vysokofrekvenčných prekvapení v súvislosti s príslušnými menovopolitickými oznámeniami, podľa Jarociński a Karadi (2020).

⁸ Vplyv šokov v menovej politike Spojených štátov na akciové trhy v eurozóne zodpovedá predchádzajúcim zisteniam v Grothe et al. (2021).

Graf E

Rozklad reakcií makrofinančných FCI na menovopolitické šoky v Spojených štátoch a eurozóne



Zdroj: LSEG, Haver Analytics, Jarociński a Karadi (2020) a výpočty ECB.

Poznámka: Reakcie makrofinančných FCI v Spojených štátoch (ľavý graf) a v eurozóne (pravý graf) na šoky menovej politiky Federálneho rezervného systému a ECB vo výške 25 bázických bodov sú identifikované pomocou vysokofrekvenčných prekrvapení súvisiacich s príslušnými oznámeniami o menovej politike. Tmavomodré body zobrazujú reakciu hlavného indexu; farebné stĺpce zobrazujú doplnujúce príspevky jednotlivých kanálov.

Zmeny v predpokladanom vývoji úrokových sadzieb v Spojených štátoch by v budúcnosti mohli ovplyvniť finančné podmienky v eurozóne, pričom kľúčovým kanálom prenosu týchto zmien pravdepodobne zostanú rizikové aktíva. Odhady prezentované v tomto boxe naznačujú, že rizikové aktíva majú najväčší podiel na reakcii finančných podmienok v eurozóne na menovopolitické šoky v Spojených štátoch, pričom ide jednoznačne o najvýznamnejší a štatisticky najrobustnejší zo zvažovaných kanálov. Odráža to vysoký stupeň integrácie globálnych akciových a podnikových dlhopisových trhov, čo znamená, že zmeny v kompenzácii požadovanej za držbu rizikových aktív Spojených štátov majú tendenciu prenášať sa do rizikových aktív eurozóny, čím sa menová politika Spojených štátov premieta do finančných podmienok v eurozóne. Akékoľvek prehodnotenie trhových očakávaní týkajúcich sa vývoja úrokových sadzieb v Spojených štátoch by preto mohlo viesť k rozsiahlej zmene cien rizikových aktív a k prenosu do finančných podmienok v eurozóne, a to bez ohľadu na nastavenie menovej politiky ECB.

Referencie

Ajello, A., Cavallo, M., Favara, G., Peterman, W. B., Schindler, J. a Sinha, N. R. (2023), [A New Index to Measure U.S. Financial Conditions](#), *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 30. jún.

- Arrigoni, S., Bobasu, A. a Venditti, F. (2022), [Measuring Financial Conditions using Equal Weights Combination](#), *IMF Economic Review*, Vol. 70, s. 668-697.
- Bernanke, B. S. a Kuttner, K. N. (2005), [What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?](#), *The Journal of Finance*, Vol. 60, No 3, s. 1221-1257.
- 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.
- Caballero, R. J., Caravello, T. E. a Simsek, A. (2026), [FCI-star](#), *NBER Working Papers*, No 33952, National Bureau of Economic Research, revidované.
- Ca' Zorzi, M., Dedola, L., Georgiadis, G., Jarociński, M., Stracca, L. a Strasser, G. (2023), [Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#), *International Journal of Central Banking*, Vol. 19, Issue 2, jún, s. 95-144.
- Grothe, M., Helmersson, T., Quint, D. a Vassallo, D. (2021), [Risk of spillovers from US equity market corrections to euro area markets and financial conditions](#), *Financial Stability Review*, ECB, máj.
- Hatzius, J., Stehn, S. J., Fawcett, N., Fishman, K. R. (2017), [Our New G10 Financial Conditions Indices](#), *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, 20. apríl.
- Jarociński, M. a Karadi, P. (2020), [Deconstructing Monetary Policy Surprises—The Role of Information Shocks](#), *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 12, No 2, apríl, s. 1-43.

Vývoj na americkom akciovom trhu v čase boomu umelej inteligencie

Magdalena Grothe, Bruno Lopes Mendes, Ana-Simona Manu a Luca Tondo

Ceny amerických akcií boli v posledných rokoch podporené výraznými realizovanými aj očakávanými ziskami súvisiacimi s boomom v oblasti umelej inteligencie (AI). „AI boom“ označuje rýchle tempo inovácií a rastúce využívanie technológií umelej inteligencie po spustení verejnej verzie ChatGPT v novembri 2022, ktoré prináša investičné príležitosti v mnohých sektoroch ekonomiky a rýchly rast cien akcií. Z pohľadu dividendového diskontného modelu môže rast cien akcií podporovať trojica hlavných faktorov: vyššie očakávané zisky, nižšie diskontné sadzby a nižšie rizikové prémie.¹ Zverejnené informácie začiatkom tohto roka poukázali na veľmi dobré výsledky mnohých amerických podnikov, pričom celkový rast ziskov podnikov v indexe S&P 500 opäť prekonal predchádzajúce očakávania.² Silný rast výnosov sa premietol do očakávaní ďalšieho zvyšovania ziskov, podporených pokračujúcim rastom investícií v oblasti umelej inteligencie a očakávaniami súvisiacich prírastkov produktivity. Jedným zo spôsobov, ako posúdiť vplyv ziskov, úrokových sadzieb a rizikových prémie na výnosy z akcií, je použitie dividendového diskontného modelu, ktorý rozdeľuje výnosy na tieto kľúčové zložky. Z modelového rozkladu vyplýva, že očakávania pokračujúceho rastu ziskovosti podnikov sú hlavným faktorom, ktorý poháňa ceny rizikových aktív v Spojených štátoch (graf A, panel a). Okrem toho, že očakávania vysokých výnosov podporovali oceňovanie, zároveň zmierňovali akciové riziko, ako ukazuje rozklad trhových odhadov koncových rizík pre ceny akcií pomocou kvantilových regresíí (graf A, panel b).

¹ Širšia historická analýza technologickým rozvojom ovplyvňovaných cyklov konjunktúry a recesie na akciových trhoch je v Andersson et al. (2026).

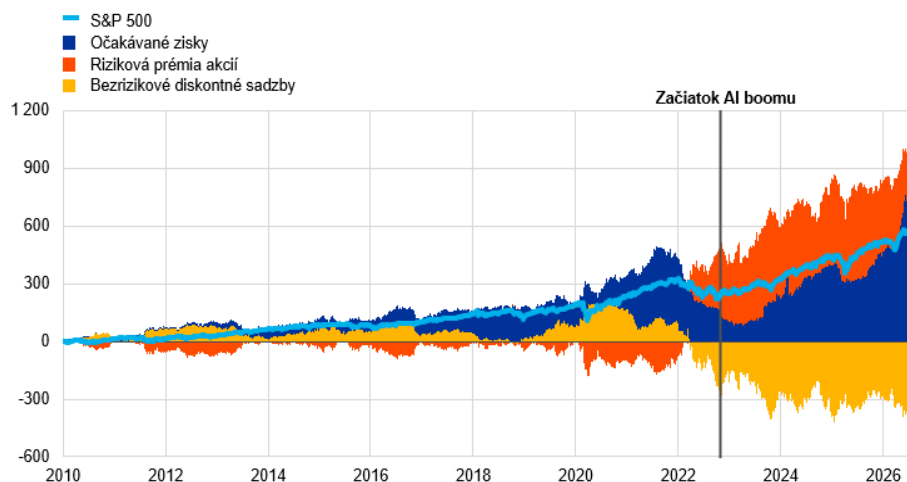
² Súvisiace analýzy vývoja amerického akciového trhu, výrazného rastu ziskov, zvyšujúcej sa trhovej koncentrácie a súvisiacich rizík sú v Grothe et al. (2024) a v *Správe o finančnej stabilite* ECB (2026).

Graf A

Faktory rastu cien amerických akcií

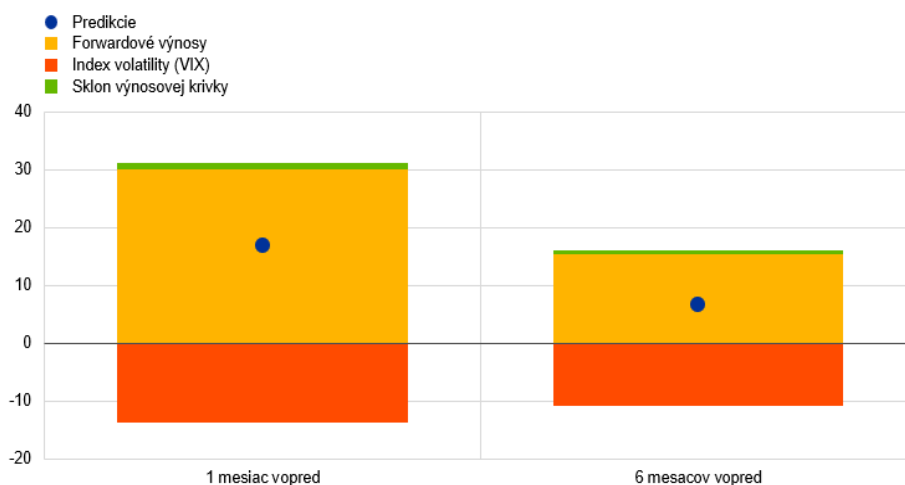
a) Rozklad výnosov indexu S&P 500

(kumulatívna zmena a príspevky od januára 2010 v percentuálnych bodoch)



b) Rozklad predikovaného 10. percentilu výnosov indexu S&P 500

(medziročná percentuálna zmena)



Zdroj: Bloomberg, Cboe Global Markets, LSEG, Haver Analytics a výpočty ECB.

Poznámka: Panel a): Rozklad vychádza z dividendového diskontného modelu. Model zahŕňa spätné odkupy akcií, diskontuje budúce peňažné toky úrokovými sadzbami príslušnej splatnosti a zahŕňa tri horizonty očakávaného rastu dividend. Reziduál z rozkladu výnosov na očakávaní ziskov a diskontné faktory, znázornený červenou farbou, možno interpretovať ako príspevok rizikovej prémie akcií. Vyšší príspevok znamená nižšiu rizikovú prémiiu akcií. Pozitívne príspevky možno interpretovať ako ochotu riskovať, čo podporuje ceny akcií nad rámec vplyvu očakávaných ziskov a diskontných sadzieb. Začiatok AI boomu pripadá na koniec októbra 2022. Panel b): Body označujú očakávaný 10. percentil medziročných výnosov indexu S&P 500 v jednomesačnom a šesťmesačnom horizonte odhadnutý pomocou kvantilovej regrese. Premennými v modeli sú termínový spread (10r-2r), implikovaná volatilita akcií (index volatility Cboe (VIX)) a 12-mesačný forwardový rast zisku na akciu. Posledné údaje v paneli a) sú z 21. augusta 2026 (týždenné údaje) a v paneli b) z 31. augusta 2026.

Počas boomu umelej inteligencie prevládal na amerických akciových trhoch vysoký rizikový apetít a kompenzácia, ktorú investori očakávajú za akciové riziko, klesla na nízku úroveň. Riziková prémie akcií je bežným meradlom kompenzácie, ktorú investori požadujú za znášanie akciového rizika, a dá sa interpretovať ako nadmerný výnos akcií v porovnaní s bezrizikovými aktívami. Možno ju aproximovať ako rozdiel medzi ziskovým výnosom podniku – čo je ukazovateľ zisku očakávaného podnikom v priebehu nasledujúcich 12 mesiacov v pomere k cene jeho akcií – a výnosom z 10-ročných amerických štátnych

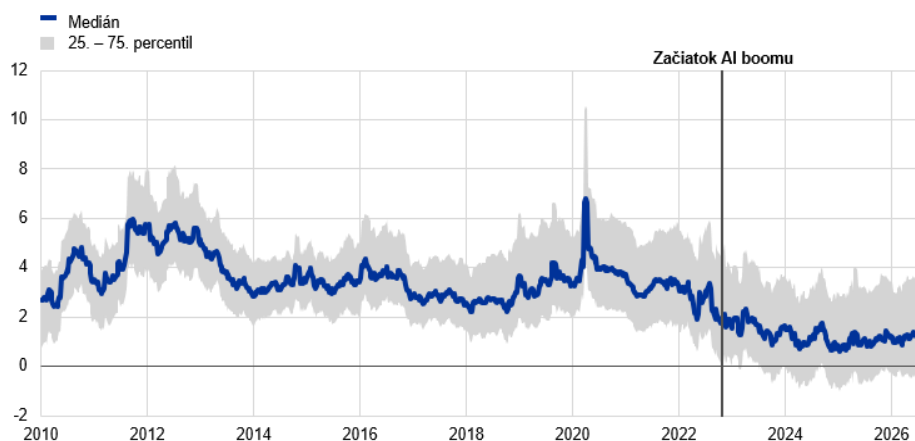
dlhopisov. Z historického hľadiska sa distribúcia rizikových prémieí akcií v rámci jednotlivých akcií v indexe S&P 500 zúžila, pričom v prípade 25. percentilu klesla takmer na nulu (graf B, panel a). Bližší pohľad na sektorovú distribúciu na úrovni podnikov odhaľuje, že oceňovanie rizika na akciovom trhu sa v niekoľkých amerických sektoroch zmiernilo. Tento trend je mimoriadne výrazný v technologickom sektore, do ktorého patrí mnoho podnikov pôsobiach v oblasti umelej inteligencie, možno ho však pozorovať aj v iných sektoroch, napríklad v priemysle (graf B, panel b). Pravdepodobne to odráža zvýšený záujem investorov o investície súvisiace s umelou inteligenciou, ako aj všeobecný optimizmus, pokiaľ ide o potenciálne prínosy vyplývajúce zo zavedenia umelej inteligencie. V rámci jednotlivých sektorov navyše z priaznivejšieho oceňovania rizika profitovali aj rizikovejšie akcie, čo dokumentuje zúženie horného konca sektorovej distribúcie rizika, ktoré signalizuje všeobecnejšiu ochotu investorov podstupovať riziko naprieč sektormi.

Graf B

Oceňovanie rizika akcií podnikov v indexe S&P 500

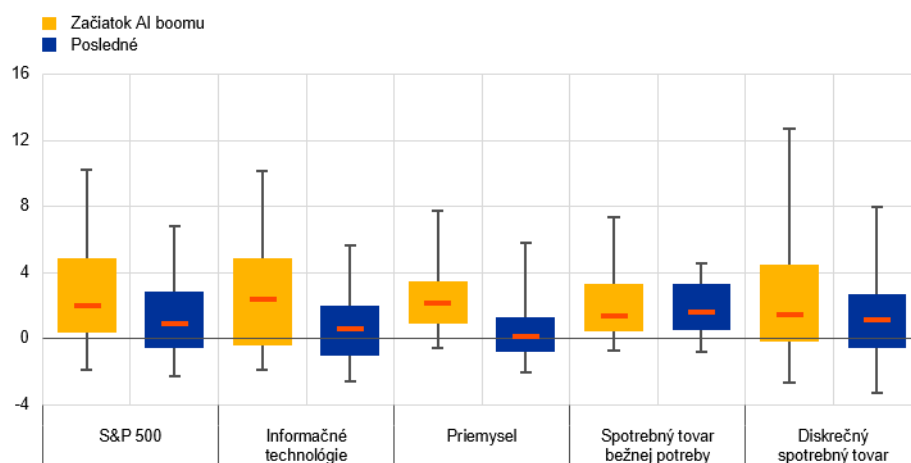
a) Distribúcia rizikových prémieí akcií podnikov v indexe S&P 500

(v percentuálnych bodoch)



b) Distribúcia rizikových prémie akcií v sektorech v indexe S&P 500

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Riziková prémie akcií sa pre každý podnik v indexe S&P 500 vyjadruje ako rozdiel medzi ziskovým výnosom podniku a výnosom z 10-ročných amerických štátnych dlhopisov. V paneli a) Začiatok AI boomu pripadá na koniec októbra 2022. V paneli b) červené vodorovné čiary znázorňujú medián, zvislé úsečky predstavujú 5. a 95. percentil a žlté a modré stĺpce pokrývajú pásmo od 25. do 75. percentilu. Posledné údaje sú z 28. augusta 2026 (týždenné údaje).

Vysoké zisky a výrazná ochota investorov podstupovať riziko pomohli americkým akciovým trhom odolávať tlakom súvisiacim s vyššími dlhodobými úrokovými sadzbami v Spojených štátoch a nepriaznivému geopolitickému vývoju. Boom umelej inteligencie izoloval americké akciové trhy od vplyvu veľkých nepriaznivých šokov. Dokazuje to aj porovnanie reakcie rizikovej prémie amerických akcií na šoky pred začiatkom boomu umelej inteligencie a po ňom, pričom sa použijú lokálne projekcie a modelovo odvodené štrukturálne šoky. Od začiatku boomu umelej inteligencie na jeseň 2022 vykazujú rizikové prémie amerických akcií slabšie a štatisticky nevýznamné reakcie na nepriaznivé makroekonomické šoky v Spojených štátoch a na globálne šoky vyvolávajúce neochotu riskovať, čo ostro kontrastuje so vzorcami zmeny cien pozorovanými v minulosti (graf C, panel a). Vysoká odolnosť amerického akciového trhu voči nepriaznivým geopolitickým šokom bola zjavná najmä počas prvých týždňov konfliktu na Blízkom východe. Analýza založená na štúdii udalostí pomáha zhrnúť reakcie výnosov z akcií na prudko rastúce geopolitické riziko počas prvých troch mesiacov konfliktu. Z výsledkov vyplýva, že počas počiatočnej fázy konfliktu v marci 2026 sa segment amerického trhu súvisiaci s umelou inteligenciou (tu reprezentovaný skupinou podnikov „Magnificent 7“) a širší sektor informačných technológií vo veľkej miere vyhli tomuto šoku, zatiaľ čo iné sektory, ako napríklad sektor základných spotrebných tovarov, zaznamenali pokles výnosov z akcií (graf C, panel b).³ V apríli a máji si americký akciový trh ako celok udržal odolnosť voči nepriaznivým geopolitickým vplyvom, pričom hlavnú úlohu zohrali segmenty súvisiace s umelou inteligenciou.

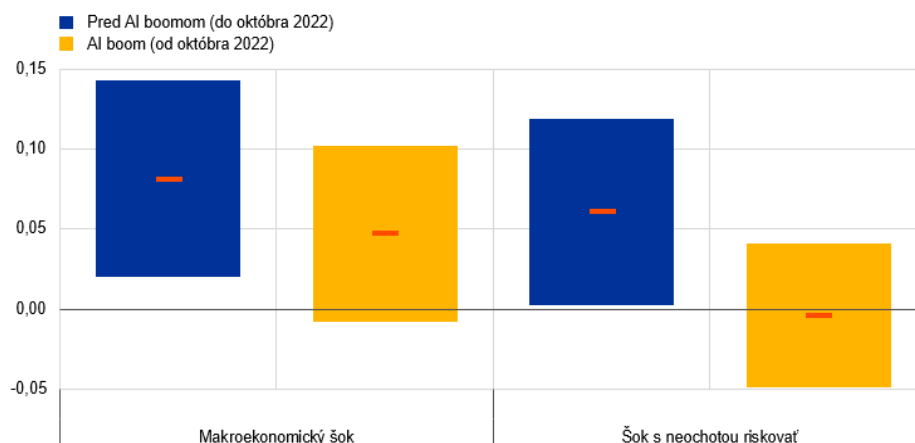
³ Viac v súvisiacej analýze nedávnych reakcií trhu na geopolitické šoky vo Ferrari Minesso et al. (2026).

Graf C

Citlivosť oceňovania rizika amerických akcií na nepriaznivé šoky

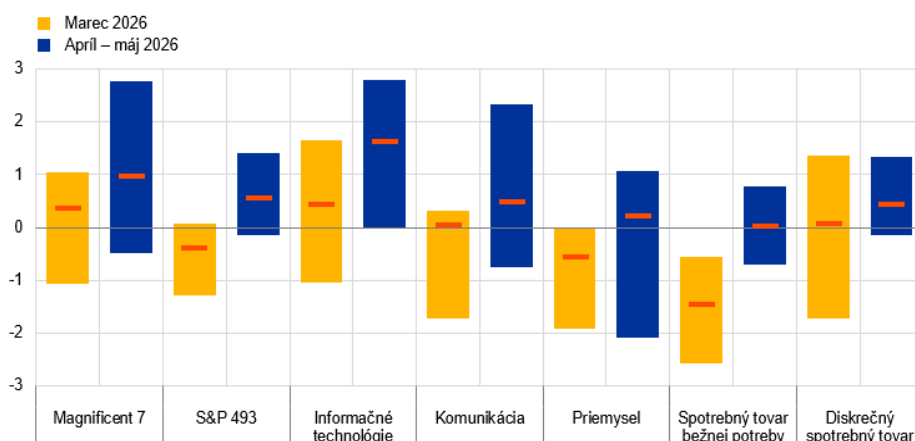
a) Reakcia rizikových prémie amerických akcií na nepriaznivé štrukturálne šoky pred začiatkom AI boomu a po ňom

(v percentuálnych bodoch)



b) Vývoj výnosov amerických akcií počas epizód vrcholiaceho geopolitického rizika – marec až máj 2026

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Bloomberg, LSEG, Haver Analytics a výpočty ECB.

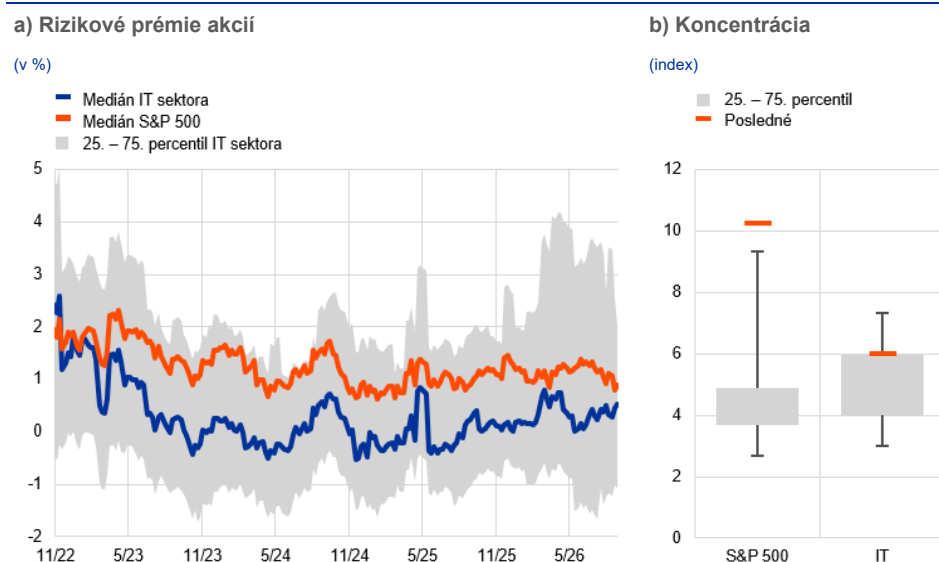
Poznámka: Panel a) zobrazuje citlivosť mediánu rizikovej prémie akcií podnikov v indexe S&P 500 na nepriaznivé makroekonomické šoky v Spojených štátoch a nepriaznivé globálne šoky spôsobujúce neochotu investorov riskovať, odhadnutú pomocou lokálnych projekcií. Tieto šoky sú identifikované v modeli BVAR pre dve krajiny ako v Brandt et al. (2026) a sú kalibrované na jednotýždňový pokles cien akcií o 3 % v prípade nepriaznivého makroekonomického šoku a o 2 % v prípade šoku spôsobujúceho neochotu investorov riskovať. Modré a žlté stĺpce znázorňujú 95 % interval spoľahlivosti, zatiaľ čo červená čiara znázorňuje priemernú reakciu. Panel b) znázorňuje rozpätie výnosov akcií počas vybraných udalostí, ktoré spôsobujú vysokú úroveň geopolitického rizika. Výnosy z akcií sa počítajú pre vybrané sektory v období dvoch dní pred a po daných udalostiach. Dni udalostí sú vybrané na základe desiatich najvyšších úrovní indexu geopolitického rizika v počiatočnej fáze konfliktu na Blízkom východe v marci 2026 a v aktuálnejšom období po prvom oznámení o prímerí. Červené vodorovné čiary znázorňujú medián. Posledné údaje v paneli a) sú z 31. augusta 2026 (tyždenné údaje) a v paneli b) z 29. mája 2026.

Napriek priaznivému oceňovaniu rizika slabnúcí optimizmus spojený s rastom podporovaným umelou inteligenciou a prehlbujúce sa cenové diferenciály medzi technologickými podnikmi prinášajú riziko rozsiahlejších korekcií na čoraz koncentrovanejšom trhu. Blížší pohľad na distribúciu rizikových prémie v rámci jednotlivých technologických akcií ukazuje, že hoci medián rizikovej ceny zostal v posledných mesiacoch výrazne stlačený, konce distribúcie sa rozšírili (graf D, panel a). Takýto vývoj naznačuje, že niektoré časti trhu, najmä akcie s vyšším rizikom na hornom konci distribúcie rizikovej prémie, sú citlivé na klesajúcu

ochotu investorov podstupovať riziko, pričom investori začínajú požadovať vyššiu kompenzáciu za riziko spojené s ich investíciami. Vzhľadom na vysokú koncentráciu akciového trhu by výpredaj akcií aj v malom počte takýchto podnikov mohol spôsobiť širší pokles trhu. Herfindahl-Hirschmanov index, ktorý meria koncentráciu trhu, sa v prípade širšieho indexu S&P 500 nachádza nad svojím historickým 95. percentilom a v prípade IT sektora nad svojím 75. percentilom (graf D, panel b). Táto koncentrácia zvyšuje riziko, že výrazne slabé výsledky niekoľkých akcií s mimoriadne vysokou trhovou kapitalizáciou – najmä tých, ktoré sú spojené s rozsiahlymi investíciami do umelej inteligencie – by sa mohli preniesť na širší trh. To zároveň môže vyvolávať všeobecnejšie obavy, či sa optimistické očakávania ziskov dokážu súčasne naplniť vo viacerých podnikoch a či rozsiahle investície financované dlhom zostanú udržateľné v podmienkach rýchleho technologického vývoja.

Graf D

Oceňovanie rizika akcií a koncentrácia v americkom technologickom sektore a v S&P 500



Zdroj: Bloomberg, LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Panel a): Riziková prémie akcií sa pre každý podnik v indexe S&P 500 v technologickom sektore počíta ako rozdiel medzi ziskovým výnosom podniku a výnosom z 10-ročných amerických štátnych dlhopisov. Panel b): Koncentrácia sa meria pomocou upraveného Herfindahl-Hirschmanovho indexu, ktorého hodnota sa pohybuje v rozmedzí od 1 do počtu posudzovaných podnikov. Zvislé úsečky znázorňujú 5. a 95. percentil distribúcie indexu počítaného od roku 1990. Posledné údaje v paneli a) sú z 28. augusta 2026 (týždenné údaje) a v paneli b) z 29. augusta 2026.

Referencie

Grothe, M., Manu, A. a Tomov, T. (2024), [Čo stojí za odolnosťou cien amerických akcií – štruktúra trhu, výnosové očakávania alebo rizikové prémie akcií?](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB.

Ferrari Minesso, M., Mendes, B., Stalla-Bourdillon, A. a Vidaházy, V. (2026), [Ako americké finančné trhy reagujú na geopolitické šoky ovplyvňujúce dodávky ropy](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB.

European Central Bank (2026), [Financial Stability Review](#), máj.

Andersson, M., Breckenfelder, J., Corradin, S., Nikolov, K. a Viola, M. (2026), [The AI boom: rational enthusiasm or the next dot-com bubble?](#), *The ECB Blog*, ECB, 17. august.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 6. mája do 28. júla 2026

Samuel Bieber a Christian Lizarazo

V tomto boxe sa skúma stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystemu počas tretieho a štvrtého obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2026. Tieto dve udržiavacie obdobia trvali spoločne od 6. mája do 28. júla 2026 (sledované obdobie).

Priemerná nadbytočná likvidita v bankovom sektore eurozóny sa ďalej znižovala. Poskytovanie likvidity počas sledovaného obdobia kleslo 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. K celkovému zníženiu nadbytočnej likvidity prispel aj nárast čistých autonómnych faktorov.

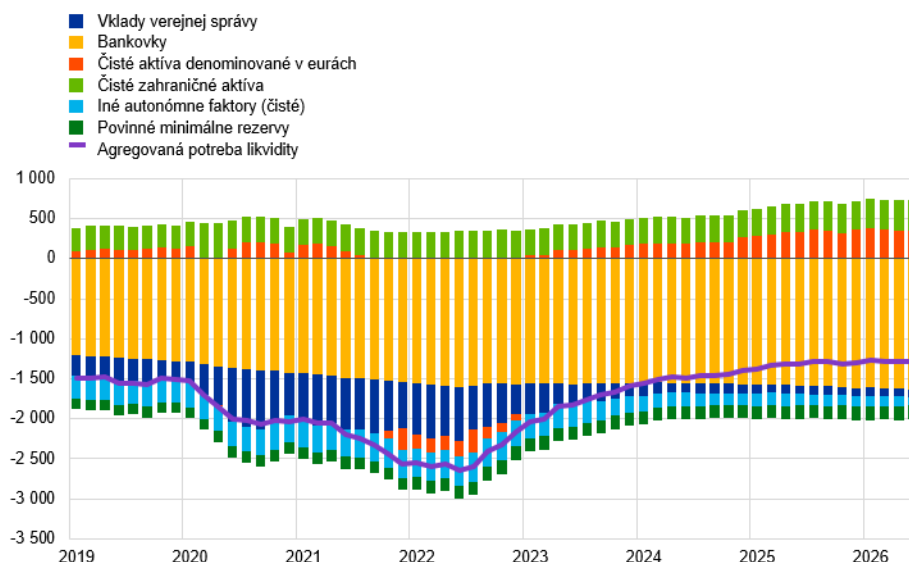
Potreba likvidity

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 11 mld. € na 1 284 mld. € (tabuľka A). Vyššia úroveň potreby likvidity bola spôsobená nárastom čistých autonómnych faktorov, ktorý odrážal najmä pokles autonómnych faktorov zvyšujúcich likviditu (tabuľka A). Požiadavky na povinné minimálne rezervy stúpili o 2 mld. € na 174 mld. €, pričom 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 zo štvrtého udržiavacieho obdobia 2026.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu sa v sledovanom období znížili o 11 mld. €, najmä v dôsledku poklesu čistých aktív denominovaných v eurách o 15 mld. €. Tento pokles bol spôsobený nárastom eurových nemenovopolitických vkladov, ktoré absorbujú likviditu. Čisté zahraničné aktíva zároveň stúpili o 4 mld. €, čo čiastočne kompenzovalo pokles autonómnych faktorov zvyšujúcich likviditu.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období znížili miernejšie, o 2 mld. €. Príčinou bol nárast priemernej hodnoty bankoviek v obehu o 16 mld. €, ktorý bol viac ako vykompenzovaný poklesom čistých ostatných autonómnych faktorov o 10 mld. € a vkladov verejnej správy vedených v Eurosystéme o 8 mld. €.

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

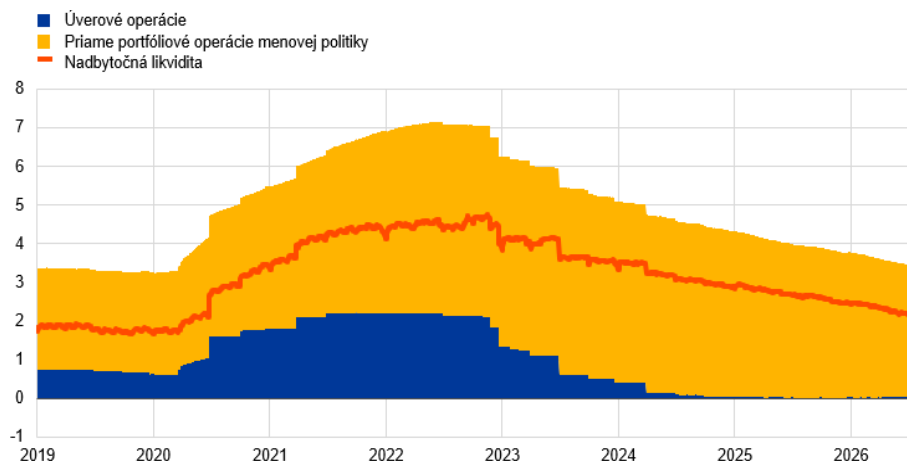
Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky v sledovanom období klesol o 147 mld. € na 3 485 mld. € (graf B).

Pokles poskytnutej likvidity bol predovšetkým dôsledkom zníženia objemu priamych menovopolitických portfólií Eurosystému o 150 mld. € v dôsledku pokračujúceho splácania cenných papierov nadobudnutých v rámci programov APP a PEPP bez reinvestovania. V dôsledku toho sa objem likvidity dodanej prostredníctvom týchto portfólií v sledovanom období znížil na 3 458 mld. €.

Graf B

Likvidita poskytovaná prostredníctvom operácií na voľnom trhu a nadbytočná likvidita

(v bil. EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo štvrtého udržiavacieho obdobia 2026.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období zvýšil o 3 mld. € na 27 mld. €. Priemerný zostatok hlavných refinančných operácií (HRO) sa zvýšil o 1 mld. € a trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií (LTRO) o 2 mld. €. Účasť v týchto pravidelných operáciách zostáva obmedzená, čo odráža dostatočnú likviditnú pozíciu bánk a dobrú dostupnosť alternatívnych zdrojov financovania na trhu. Počet bánk testujúcich schopnosť svojej účasti však v roku 2026 naďalej rástol, čo naznačuje, že si zlepšujú operačnú pripravenosť na prístup k týmto operáciám.

Nadbytočná likvidita

Nadbytočná likvidita sa počas sledovaného obdobia znížila o 157 mld. € na 2 201 mld. € (graf B). Nadbytočná likvidita je súčet rezerv držaných bankami na ich bežných účtoch nad požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu použitých jednoduchových sterilizačných operácií a jednoduchových 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 najvyššej hodnoty 4 748 mld. € v novembri 2022 nadbytočná likvidita neustále klesá.

Vývoj úrokových sadzieb

Rada guvernérov počas sledovaného obdobia zvýšila všetky tri kľúčové úrokové sadzby ECB o 25 bázických bodov – vrátane sadzby jednoduchových sterilizačných operácií, prostredníctvom ktorej riadi nastavenie menovej politiky. V dôsledku tohto zvýšenia bola sadzba jednoduchových sterilizačných

operácií na úrovni 2,25 %, sadzba hlavných refinančných operácií na úrovni 2,40 % a sadzba jednodňových refinančných operácií na úrovni 2,65 % (tabuľka B).

Priemerná krátkodobá eurová sadzba (€STR) sa v sledovanom období zvýšila o 25 bázických bodov, v súlade so zvýšením sadzby jednodňových sterilizačných operácií. Sadzba €STR sa počas aktuálneho sledovaného obdobia pohybovala v priemere o 6,8 bázického bodu pod sadzbou jednodňových sterilizačných operácií, teda rovnako ako počas prvého a druhého udržiavacieho obdobia roku 2026.

Priemerná eurová repo sadzba, meraná indexom RepoFunds Rate Euro, zostala počas rovnakého obdobia bližšie k sadzbe jednodňových sterilizačných operácií ako sadzba €STR. Repo sadzba v priemere prekročila sadzbu jednodňových sterilizačných operácií o 1,6 bázického bodu, čo predstavuje nárast z 0,7 bázického bodu v predchádzajúcom sledovanom období.

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 6. máj – 28. júl 2026						Predchádzajúce sledované obdobie: 11. február – 5. máj 2026	
	Tretie a štvrté udržiavacie obdobie		Tretie udržiavacie obdobie: 6. máj – 16. jún 2026		Štvrté udržiavacie obdobie: 17. jún – 28. júl 2026		Prvé a druhé udržiavacie obdobie	
Faktory poskytujúce likviditu								
Autonómne faktory	730	(-11)	728	(-6)	731	(+2)	740	(+35)
– Čisté zahraničné aktíva	376	(+4)	377	(+3)	375	(-2)	371	(+8)
– Čisté aktíva v eurách	354	(-15)	352	(-9)	356	(+4)	369	(+28)
Menovopolitické operácie	3 485	(-147)	3 514	(-78)	3 456	(-59)	3 632	(-145)
– Hlavné refinančné operácie	14	(+1)	13	(-1)	15	(+1)	13	(-0)
– LTRO	13	(+2)	13	(+1)	14	(+1)	11	(+0)
– Portfóliá priamych nákupov	3 458	(-150)	3 488	(-78)	3 427	(-61)	3 608	(-144)
– Iná poskytnutá likvidita	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
Faktory absorbujúce likviditu								
Autonómne faktory	1 840	(-2)	1 844	(+4)	1 836	(-8)	1 842	(-0)
– Bankovky v obehu	1 628	(+16)	1 623	(+7)	1 632	(+9)	1 612	(+5)
– Vklady verejnej správy	96	(-8)	97	(-5)	94	(-3)	104	(+2)
– Iné autonómne faktory (čisté)	116	(-10)	123	(+2)	110	(-13)	126	(-8)
Menovopolitické operácie								
– Iná absorbovaná likvidita	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Likvidita a automatické operácie								
– Bežné účty úverových inštitúcií	253	(+76)	179	(+0)	328	(+150)	177	(+3)
– Povinné minimálne rezervy 1)	174	(+2)	174	(+2)	174	(+0)	172	(+3)
– Jednodňové refinančné operácie	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)
– Jednodňové sterilizačné operácie	2 121	(-231)	2 221	(-88)	2 022	(-198)	2 353	(-112)
– Nadbytočná likvidita 2)	2 201	(-157)	2 225	(-90)	2 177	(-49)	2 358	(-112)
Ostatné informácie o likvidite								
– Agregovaná potreba likvidity 3)	1 284	(+11)	1 289	(+12)	1 279	(-10)	1 273	(-33)
– Čisté autonómne faktory 4)	1 110	(+9)	1 115	(+10)	1 105	(-10)	1 102	(-35)

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 dlhodobéjšie refinančné operácie. Historické časové rady stavu likvidity Eurosystému sú k dispozícii na Dátovom portáli ECB v [tabuľke likvidity](#).

1) Informatívna položka, ktorá sa nenachádza v súvahe Eurosystému, 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 autonómnymi faktormi likvidity na strane pasív a autonómnymi faktormi likvidity na strane aktív.

Tabuľka B

Vývoj úrokových sadzieb

(priemerné hodnoty; v % a percentuálnych bodoch)

	Aktuálne sledované obdobie: 6. máj – 28. júl 2026				Predchádzajúce sledované obdobie: 11. február – 5. máj 2026			
	Tretie udržiavacie obdobie: 6. máj – 16. jún 2026		Štvrté udržiavacie obdobie: 17. jún – 28. júl 2026		Prvé udržiavacie obdobie: 11. február – 24. marec 2026		Druhé udržiavacie obdobie: 25. marec – 5. máj 2026	
Hlavné refinančné operácie	2,15	(+0,00)	2,40	(+0,25)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Jednodňové refinančné operácie	2,40	(+0,00)	2,65	(+0,25)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Jednodňové sterilizačné operácie	2,00	(+0,00)	2,25	(+0,25)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(-0,00)	2,18	(+0,25)	1,93	(-0,00)	1,93	(+0,00)
RepoFunds Rate Euro	2,01	(+0,00)	2,27	(+0,26)	2,01	(-0,00)	2,01	(+0,01)

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.

Záväzné je pôvodné anglické znenie.

Za produkciu tohto bulletinu zodpovedá Výkonná rada ECB. Preklad pripravujú a zverejňujú národné centrálné banky.

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

Uzávierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 9. septembra 2026.

PDF

ISSN 2363-3549, QB-01-26-065-SK-N