



EURÓPSKA CENTRÁLNÁ BANKA
EUROSYSTEM

Ekonomický bulletin

Číslo 8/2025



Obsah

Hospodársky, finančný a menový vývoj	2
Prehľad	2
1 Vonkajšie prostredie	7
2 Hospodárska aktivita	13
3 Ceny a náklady	21
4 Vývoj na finančných trhoch	28
5 Podmienky financovania a úvery	33
6 Fiškálny vývoj	41
Boxy	44
1 Zavedenie eura v Bulharsku	44
2 Od textu k problémom: hranice spoľahlivosti ukazovateľov neistoty obchodnej politiky odvodených z textu	52
3 Monitorovanie obchodu v reálnom čase: rozšírenie súboru nowcastingových nástrojov o satelitné údaje	58
4 Preskúmanie miery úspor domácností: aktuálna dynamika a základné vplyvy	66
5 Sú nehnuteľnosti na bývanie opäť atraktívne? Poznatky z nového Sharpeho pomeru bývania založeného na prieskumoch	71
6 Udržanie stavu: hromadenie pracovnej sily a očakávania firiem	76
7 V potravinovom koši: čo stojí za aktuálnou infláciou cien potravín	82
8 Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 30. júla do 4. novembra 2025	90

Hospodársky, finančný a menový vývoj

Prehľad

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 18. decembra 2025 rozhodla ponechať tri kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Jej aktualizované hodnotenie opätovne potvrdilo, že inflácia by sa mala v strednodobom horizonte ustáliť na cieľovej úrovni 2 %.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z decembra 2025 by mala celková inflácia dosiahnuť v priemere 2,1 % v roku 2025, 1,9 % v roku 2026, 1,8 % v roku 2027 a 2,0 % v roku 2028. Priemerná inflácia bez energií a potravín by mala podľa projekcií predstavovať 2,4 % v roku 2025, 2,2 % v roku 2026, 1,9 % v roku 2027 a 2,0 % v roku 2028. Na rok 2026 bola inflácia upravená nahor, predovšetkým z dôvodu očakávaného pomalšieho poklesu inflácie cien služieb. Oproti makroekonomickým projekciám odborníkov ECB zo septembra 2025 sa očakáva silnejší hospodársky rast, poháňaný najmä domácim dopytom. Projekcie hospodárskeho rastu boli upravené nahor na 1,4 % v roku 2025, 1,2 % v roku 2026 a 1,4 % v roku 2027. V roku 2028 by mal rast zotrvať na úrovni 1,4 %.

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

Hospodárska aktivita

Ekonomika odoláva. V treťom štvrťroku hospodárska produkcia vzrástla o 0,3 %, odrážajúc najmä vyššiu spotrebu a investičnú aktivitu. Zvýšil sa aj vývoz, k čomu vo významnej miere prispel chemický priemysel. V rámci sektorového členenia rastu mali dominantné postavenie služby, najmä v informačnom a komunikačnom sektore, zatiaľ čo aktivita v priemysle a stavebníctve naďalej stagnovala. Trend rastu poháňaného službami bude v krátkodobom horizonte zrejme pokračovať.

Ekonomika sa opiera o stabilný trh práce. Nezamestnanosť, v októbri na úrovni 6,4 %, je v blízkosti svojho historického minima, a zamestnanosť sa v treťom štvrťroku zvýšila o 0,2 %. Zároveň pokračuje ochladzovanie dopytu po pracovnej sile: miera voľných pracovných miest je na najnižšej úrovni od pandémie COVID-19.

Očakáva sa, že hlavnou hnacou silou rastu eurozóny zostane domáci dopyt, podporovaný rastom reálnych miezd a zamestnanosti v prostredí odolných trhov práce s rekordne nízkou mierou nezamestnanosti. Domácu ekonomiku by mali

podporiť aj dodatočné vládne výdavky na infraštruktúru a obranu ohlásené v roku 2025, najmä v Nemecku, spolu so zlepšenými podmienkami financovania vyplývajúcimi zo znižovania sadzieb menovej politiky od júna 2024. Pokiaľ ide o vonkajšie prostredie, napriek pokračujúcim výzvam v oblasti konkurencieschopnosti vrátane určitých štrukturálnych prekážok sa v roku 2026 očakáva zvýšenie vývozu. Toto zlepšenie sa pripisuje oživeniu zahraničného dopytu v prostredí klesajúcej neistoty v oblasti obchodnej politiky, a to aj napriek postupnému premietaniu účinkov vyšších cieľ. Ročný priemerný rast reálneho HDP má podľa projekcií dosiahnuť 1,4 % v roku 2025, 1,2 % v roku 2026 a 1,4 % v rokoch 2027 a 2028. V porovnaní s projekciami zo septembra 2025 bol rast HDP na celé sledované obdobie upravený nahor v dôsledku priaznivejších než očakávaných údajov, zníženej neistoty v oblasti obchodnej politiky, vyššieho zahraničného dopytu a nižších cien energetických komodít.

Rada guvernérov zdôrazňuje naliehavú potrebu posilňovať eurozónu a jej ekonomiku v súčasnom geopolitickom prostredí. Víta výzvu Európskej komisie, aby vlády jednotlivých krajín kládli dôraz na udržateľné verejné financie, strategické investície a prorastové štrukturálne reformy. Využitie plného potenciálu jednotného trhu má zásadný význam. Zároveň je nevyhnutné podporiť prehĺbenie integrácie kapitálových trhov dobudovaním únie úspor a investícií a bankovej únie, a to na základe ambiciózneho harmonogramu, a urýchlene prijať nariadenie o zavedení digitálneho eura.

Inflácia

Ročná miera inflácie eurozóny, meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP), sa od jari 2025 pohybuje v úzkom pásme a v novembri zostala na úrovni 2,1 %. Po väčšom poklese v októbri boli ceny energií o 0,5 % nižšie než pred rokom. Inflácia cien potravín dosiahla 2,4 %, v porovnaní s 2,5 % v októbri a 3,0 % v septembri. Inflácia bez cien energií a potravín zostala na nezmenenej úrovni 2,4 %, keďže inflácia cien tovarov a inflácia cien služieb sa vyvíjali opačnými smermi. Inflácia tovarov sa v novembri znížila na 0,5 % (z 0,6 % v októbri a 0,8 % v septembri). Inflácia cien služieb vzrástla zo septembrových 3,2 % na 3,4 % v októbri a 3,5 % v novembri.

Ukazovatele základnej inflácie sa v posledných mesiacoch takmer nezmenili a sú naďalej v súlade s dvojpercentným strednodobým cieľom Rady guvernérov. Zatiaľ čo rast jednotkových ziskov sa v treťom štvrťroku nezmenil, jednotkové náklady práce rástli o niečo rýchlejšie než v druhom štvrťroku. Kompenzácie na zamestnanca rástli ročným tempom 4,0 %. Tento vývoj viac než zodpovedá septembrovým projekciám odborníkov ECB, a je dôsledkom platieb nad rámec dojednaných miezd. Výhľadové ukazovatele vrátane mzdového monitora ECB a výsledkov prieskumov mzdových očakávaní naznačujú, že rast miezd sa v nadchádzajúcich štvrťrokoch zmierni a ku koncu roka 2026 sa ustáli mierne pod 3 %.

Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa stále pohybuje v okolí 2 %, čo podporuje ustálenie inflácie v blízkosti cieľa Rady guvernérov. Predpokladá

sa, že inflácia klesne z 2,1 % v roku 2025 na 1,9 % v roku 2026 a následne na 1,8 % v roku 2027, než v roku 2028 opäť stúpne na úroveň strednodobého cieľa Rady guvernérov 2 %. Očakávaný pokles celkovej inflácie na začiatku roka 2026 je odrazom tlmiaceho základného efektu vyplývajúceho z cien energií, zatiaľ čo inflácia neenergetických zložiek by sa mala počas roka 2026 naďalej zmiernovať. Očakáva sa, že príspevok inflácie cien energií k celkovej inflácii zostane až do konca roka 2027 tlmený, než sa v roku 2028 výrazne zvýši v dôsledku očakávanej implementácie systému EÚ na obchodovanie s emisiami 2 (Emissions Trading System 2 – ETS2), ktorý má spôsobiť nárast celkovej inflácie o 0,2 percentuálneho bodu. Inflácia HICP bez energií by sa mala podľa očakávaní znížiť z 2,5 % v roku 2025 na 2,2 % v roku 2026 a na 2,0 % v rokoch 2027 a 2028. Inflácia cien potravín by sa mala výrazne znížiť vzhľadom na ustupovanie vplyvu predchádzajúceho rastu cien svetových potravinových komodít a nepriaznivých poveternostných podmienok počas leta, pričom ku koncu roka 2026 sa má stabilizovať na úrovni mierne nad 2 %. Inflácia HICP bez energií a potravín by sa mala podľa projekcií znížiť z 2,4 % v roku 2025 na 2,0 % v roku 2028 v dôsledku poklesu inflácie cien služieb v prostredí zmiernovania tlakov nákladov práce a vzhľadom na premietanie predchádzajúceho zhodnocovania eura do cenového reťazca vedúce k oslabovaniu inflácie cien tovarov. Rast miezd by sa mal až do roku 2026 aj naďalej zmiernovať a napokon ustáliť na úrovni okolo 3 %, k čomu by mal prispieť odolný trh práce a rast produktivity tesne pod úrovňou 1 %. Rast jednotkových nákladov práce by sa mal zmierniť, hoci jeho vplyv na infláciu by mal byť čiastočne kompenzovaný postupným oživením ziskových marží počas sledovaného obdobia.

V porovnaní s projekciami zo septembra 2025 bol výhľad celkovej inflácie HICP na rok 2026 upravený o 0,2 percentuálneho bodu nahor, odrážajúc nedávne prekvapivé údaje o inflácii HICP a raste miezd, ktoré v prípade rastu miezd viedli k výraznej revízii mzdového výhľadu smerom nahor. Projekcia inflácie HICP na rok 2027 bola upravená mierne nadol v dôsledku predpokladaného nižšieho príspevku inflácie cien energií vzhľadom na očakávaný odklad zavedenia systému ETS2 z roku 2027 na rok 2028. Očakáva sa však, že tento príspevok bude čiastočne vykompenzovaný výraznejšou infláciou cien služieb.

Hodnotenie rizík

Napriek uvoľneniu obchodného napätia by naďalej nestále medzinárodné prostredie mohlo narušiť dodávateľské reťazce, tlmiť vývoz a brzdiť spotrebu a investície. Zhoršenie nálady na svetovom finančnom trhu by mohlo vyvolať sprísnenie podmienok financovania, silnejšiu rizikovú averziu a pomalší rast. Geopolitické napätie, predovšetkým neoprávnená vojna Ruska proti Ukrajine, naďalej predstavuje zásadný zdroj neistoty. Plánované výdavky na obranu a infraštruktúru spolu s reformami na zvýšenie produktivity by naopak mohli viesť k rýchlejšiemu než očakávanému hospodárskemu rastu. Zlepšenie dôvery by mohlo stimulovať súkromnú spotrebu.

Výhľad vývoja inflácie je vzhľadom na naďalej nestále medzinárodné prostredie stále nejistejší než zvyčajne. Inflácia by mohla byť nižšia, ak by nárast amerických ciel

viedol k zníženiu dopytu po vývoze z eurozóny a ak by krajiny s nadmernou kapacitou zvýšili objem vývozu do eurozóny. Väčší pokles inflácie, než sa očakáva, by mohlo zapríčiniť aj silnejšie euro. Nárast volatility a rizikovej averzie na finančných trhoch by mohol nepriaznivo ovplyvniť dopyt a tým zároveň znížiť infláciu. Inflácia by naopak mohla byť vyššia, ak by viac fragmentované svetové dodávateľské reťazce vyvolali rast dovozných cien, obmedzili dodávku kritických surovín a zintenzívnili kapacitné obmedzenia v ekonomike eurozóny. Pomalší ústup mzdových tlakov by mohol oddialiť pokles inflácie cien služieb. K zvýšeniu inflácie v strednodobom horizonte by mohol prispieť aj nárast výdavkov na obranu a infraštruktúru. Extrémne prejavy počasia a celkové napredovanie klimateckej a prírodnej krízy by mohli spôsobiť väčší než očakávaný nárast cien potravín.

Finančné a menové podmienky

Trhové úrokové miery sa od posledného menovopolitického zasadania Rady guvernérov 30. októbra 2025 zvýšili. Po poklese v reakcii na znižovanie menovopolitických úrokových sadzieb počas minulého roka sú sadzby bankových úverov poskytovaných podnikom od leta celkovo stabilné. V októbri predstavovali 3,5 %, rovnako ako v septembri. Náklady na trhové dlhové financovanie dosiahli 3,4 %, tiež podobne ako v septembri. Priemerná úroková sadzba nových hypotekárnych úverov sa opäť takmer nezmenila a v októbri dosahovala 3,3 %.

Rast bankových úverov poskytovaných podnikom sa v októbri medziročne zrýchlil o 2,9 %, rovnako ako v septembri. Rast emisie podnikových dlhopisov sa zrýchlil o 3,2 %, takisto celkovo bez zmeny. Aktivita v segmente hypotekárnych úverov zaznamenala nárast a po septembrových 2,6 % vzrástla o 2,8 %.

V súlade so stratégiou menovej politiky ECB Rada guvernérov dôkladne posúdila vzájomný vzťah medzi menovou politikou a finančnou stabilitou. Banky v eurozóne sú odolné a opierajú sa o silné kapitálové a likviditné pozície, vysokú kvalitu aktív a stabilnú ziskovosť. Geopolitická neistota a možnosť náhleho preceňovania na svetových finančných trhoch však predstavujú riziká ohrozujúce finančnú stabilitu v eurozóne. Prvou obrannou líniou proti prehlbovaniu zraniteľnosti finančného sektora zostáva makroprudenciálna politika, ktorá zvyšuje odolnosť a zachováva makroprudenciálny manévrovací priestor.

Rozhodnutia o menovej politike

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

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

Záver

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 18. decembra 2025 rozhodla ponechať tri kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Je odhodlaná zabezpečiť ustálenie inflácie na cieľovej úrovni 2 % v strednodobom horizonte. Pri určovaní primeraného nastavenia menovej politiky sa bude riadiť aktuálnymi údajmi a rozhodnutia bude prijímať priebežne, zo zasadania na zasadanie. Rozhodnutia Rady guvernérov o úrokových sadzbách budú vychádzať z jej hodnotenia inflačného výhľadu a súvisiacich rizík, na základe aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, ako aj dynamiky vývoja základnej inflácie a účinnosti transmisie menovej politiky. Rada guvernérov sa vopred nezaväzuje k žiadnej konkrétnej trajektórii 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.

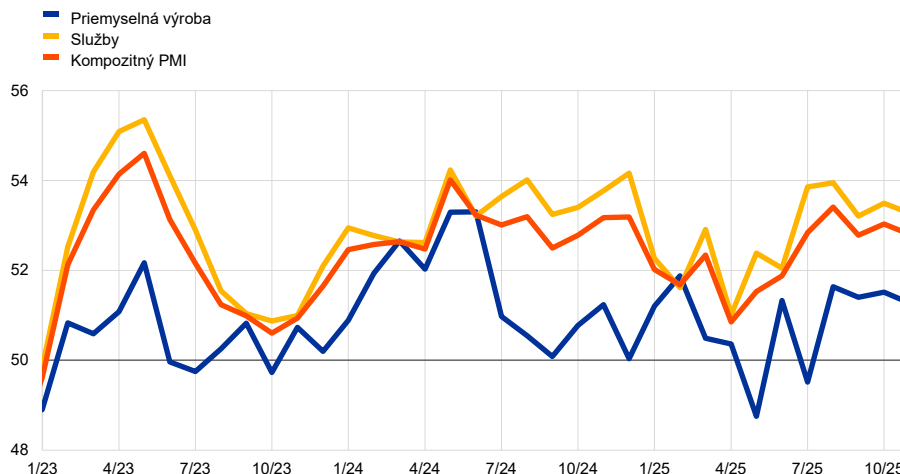
Svetová ekonomika zatiaľ preukázala odolnosť napriek nepriaznivým vplyvom vyplývajúcim z ciel a zvýšenej neistoty. Výrazne ju podporujú investície do umelej inteligencie najmä v Spojených štátoch, ktoré posilňujú globálny obchod s technologickými produktmi a podporujú rast akciových trhov, čo však vyvoláva obavy súvisiace s ich cenami. Určité negatívne vplyvy obchodného napätia a neistoty pomohla zmierniť kombinácia podporných opatrení v hlavných ekonomikách. Úľavu globálnej ekonomike prinášajú aj ďalšie pozitívne vývojové trendy. Ide najmä o zníženie cien ropy, zjednodušenie podmienok financovania, nižšie clá a zmiernenie neistoty v oblasti politík. Výsledkom je revízia výhľadu globálneho rastu v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému z decembra 2025 mierne nahor v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami, hoci oproti priemeru pred pandémie zostáva na nízkej úrovni. Celková inflácia spotrebiteľských cien v hlavných vyspelých a rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách by mala podľa predpokladov postupne klesať, a to o niečo rýchlejším tempom v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami.

Svetová ekonomika zatiaľ preukázala odolnosť napriek nepriaznivým vplyvom vyplývajúcim z ciel a zvýšenej neistoty. Dostupné údaje za tretí štvrťrok naznačujú mierne spomalenie globálnej hospodárskej aktivity v porovnaní s druhým štvrťrokom 2025. Globálny kompozitný index nákupných manažérov (PMI) (bez eurozóny) od letných mesiacov mierne klesol na novembrových 52,8 (graf 1). Tento ukazovateľ z prieskumov naznačuje, že hospodárska aktivita sa v novembri spomalila vo väčšine hlavných ekonomík. V Spojených štátoch bol pokles aktivity v sektore služieb čiastočne kompenzovaný zlepšením v sektore priemyselnej výroby, zatiaľ čo Čína zaznamenala pokles v oboch sektoroch. Národné údaje za tretí štvrťrok vo všeobecnosti potvrdzujú očakávané spomalenie rastu, ako sa predpokladá v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému z decembra 2025.

Graf 1

Globálny PMI pre produkciu (bez eurozóny)

(difúzne indexy)



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

Poznámka: Čiara na úrovni hodnoty indexu 50 označuje neutrálnu hranicu. Posledné údaje sú z novembra 2025.

V budúcnosti by mal globálnej ekonomike priniesť úľavu pozitívny vývoj vo viacerých oblastiach.

Ide najmä o nižšie ceny ropy, priaznivejšie finančné podmienky, zníženie ciel, predovšetkým medzi Spojenými štátmi a Čínou, a mierne zníženie neistoty v oblasti politík. K miernemu zlepšeniu výhľadu globálneho rastu prispeli aj pozitívne prekvapenia v hospodárskych údajoch hlavných ekonomík, v porovnaní s priemerom pred pandemiou však naďalej zostáva utlmený. Odhaduje sa, že v roku 2025 hospodársky rast dosiahne úroveň 3,5 % a následne v roku 2026 klesne na 3,3 %.¹ Projekcie predpokladajú, že si globálny rast toto mierne tempo udrží aj v rokoch 2027 a 2028.

O niečo silnejší globálny rast v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami do veľkej miery odzrkadľuje lepší výhľad rastu pre Spojené štáty aj Čínu. Okrem zníženia ciel bol výhľad rastu v Spojených štátoch mierne revidovaný nahor aj v dôsledku oproti očakávaniam odolnejšieho domáceho dopytu, ktorý v krátkodobom horizonte podporujú tak pozitívne účinky bohatstva vyplývajúce z aktuálneho vývoja cien akcií, ako aj predpoklad celkovo vyšších fiškálnych výdavkov. Projekcie reálneho rastu HDP Číny na rok 2025 a nasledujúci rok boli taktiež revidované mierne nahor, aby odzrkadľovali silnejšiu dynamiku vývozu, než sa pôvodne odhadovalo, a väčší predpokladaný fiškálny stimul. Výhľad rastu v Spojenom kráľovstve bol revidovaný mierne nadol v dôsledku predpokladaných opatrení fiškálnej konsolidácie.

Riziká pre výhľad globálneho rastu a globálnej inflácie sa vyrovnávajú, keďže kľúčové makroekonomické a finančné rizikové faktory pôsobia čoraz viac obojstranne. Týka sa to rizík súvisiacich s obchodnou a fiškálnou politikou, ako aj rizík spojených s umelou inteligenciou (AI) a geopolitickým vývojom. Opätovne by napríklad mohlo dôjsť k eskalácii obchodného napätia, najmä medzi Spojenými štátmi a Čínou, čo by mohlo nepriaznivo ovplyvniť globálnu ekonomiku. Trumpova

¹ Ďalšie podrobnosti sú v [Makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu, december 2025](#), zverejnených 18. decembra 2025 na internetovej stránke ECB.

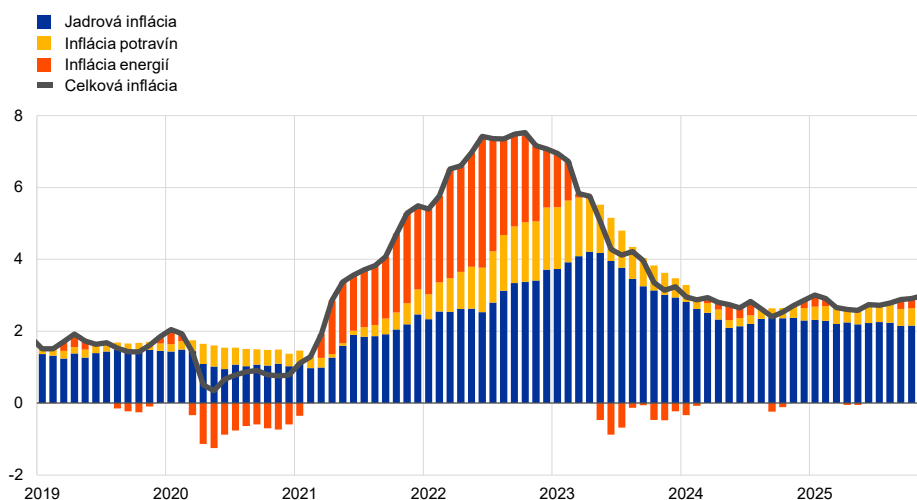
administratíva však rovnako môže dosiahnuť pokrok v obchodných rokovaniach, čo by naopak malo priaznivé účinky.

Globálny rast dovozu by mal podľa odhadov zostať v roku 2025 stabilný, kým v nasledujúcom roku by sa jeho tempo malo spomaliť. Najnovšie dostupné údaje potvrdzujú, že vývoz polovodičov spojený s výraznými investíciami do umelej inteligencie zostal v treťom štvrtroku na vysokej úrovni, najmä v súvislosti s vývojom v Spojených štátoch. Obchod s ostatnými tovarmi bol naopak pomerne slabý. Najnovšie dostupné údaje zároveň potvrdzujú pretrvávajúci silný rast čínskeho vývozu. Globálny rast dovozu by mal podľa odhadov dosiahnuť v roku 2025 úroveň 4,4 %, čo do veľkej miery odzrkadľuje silný rast dovozu v prvej polovici roka súvisiaci s predzásobením dopytom pred zvýšením cieľ, kým v roku 2026 by mal v dôsledku nepriaznivého vplyvu cieľ klesnúť na 2,0 %. Následne by sa mal globálny rast dovozu v rokoch 2027 a 2028 opäť zvýšiť na 3,1 %. Výhľad globálneho dovozu bol v porovnaní s predchádzajúcimi prognózami výrazne revidovaný nahor pre rok 2025 a nasledujúci rok, kým prognóza pre rok 2027 zostáva nezmenená. Silnejší predpokladaný rast dovozu podporujú nižšie clá, na ktorých sa Spojené štáty dohodli s Čínou, ako aj relatívne silná dynamika rastu v rozvíjajúcich sa trhovách ekonomikách. V rámci tejto skupiny vyniká silnou hospodárskou aktivitou a rastom dovozu predovšetkým India.

Celková inflácia v členských krajinách Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD) sa v novembri mierne zvýšila. Ročná miera inflácie meraná indexom spotrebiteľských cien (CPI) v členských krajinách OECD s výnimkou Turecka sa v novembri mierne zvýšila na 3,0 %, z októbrových 2,9 %. Tento nárast bol spôsobený mierne vyšším príspevkom potravín a jadrových zložiek (graf 2).

Graf 2
Inflácia CPI v OECD

(medziročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: OECD a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Agregát za OECD zahŕňa krajiny eurozóny, ktoré sú členmi OECD, a nezahŕňa Turecko. Je vypočítaný pomocou ročných váh CPI OECD. Posledné údaje sú z novembra 2025.

Globálna celková inflácia CPI by mala podľa predpokladov postupne klesať, a to o niečo rýchlejším tempom v porovnaní so septembrovými projekciami.²

Očakáva sa, že v roku 2025 dosiahne 3,1 %, v roku 2026 2,8 %, v roku 2027 2,5 % a v roku 2028 2,6 %. O niečo rýchlejší pokles inflácie CPI v období rokov 2025 a 2026 v porovnaní s projekciami odzrkadľuje nižšiu skutočnú infláciu vo väčšine vyspelých ekonomík, nižšie clá medzi Spojenými štátmi a Čínou a prehodnotenie vplyvu ciel na infláciu v Spojených štátoch, ktorý môže byť v porovnaní s predchádzajúcimi projekciami mierne nižší. Oproti očakávaniam pomalší rast inflácie spotrebiteľských cien v horizonte prognózy možno vysvetliť slabším domácim dopytom v Číne. Tento vplyv na agregát rozvíjajúcich sa trhov je kompenzovaný mierne vyššou prognózovanou infláciou v iných významných ekonomikách, ako sú India a Rusko.

Vnímanie lepších vyhládok na dosiahnutie mierovej dohody na Ukrajine tlmilo ceny energetických komodít.

Ceny ropy boli v období pred októbrovým zasadnutím Rady guvernérov spočiatku podporené oznámením nových sankcií Spojených štátov uvalených na dve hlavné ruské ropné spoločnosti Lukoil a Rosneft, ktoré tvoria významný podiel ruského vývozu. Neskôr však obnovené úsilie Spojených štátov o pokrok v mierových rokovaniach na Ukrajine znížili vnímanú pravdepodobnosť prísneho uplatňovania týchto sankcií, čo vyvolalo tlak na pokles cien. Tlak na pokles cien bol umocnený prebytkom ponuky, ktorý sa na ropnom trhu vytváral niekoľko mesiacov. Pokiaľ ide o ceny plynu, hoci aktuálna vlna chladného počasia v západnej Európe dočasne zvýšila spotrebu a ovplyvnila stav zásob, ceny nakoniec klesli o 15 % v dôsledku vnímania určitého pokroku smerom k uzavretiu mierovej dohody na Ukrajine. Vzhľadom na pokračujúce snahy Európy o ukončenie závislosti od ruských fosílnych palív je nepravdepodobné, že by bol tento tlak na pokles cien spôsobený očakávaním obnovenia dodávok ruského plynu cez plynovod. Skôr odráža možnosť, že mierová dohoda by mohla viesť k zrušeniu sankcií Spojených štátov, ktoré ovplyvňujú časť vývozných kapacít skvapalneného zemného plynu Ruska. Ceny kovov sa zvýšili o 2 % v dôsledku obnovených očakávaní zavedenia amerických ciel na meď, čo podnietilo obchodníkov k urýchleniu dodávok do Spojených štátov. Naopak, ceny potravín klesli o 3 % vzhľadom na náznaky silnej ponuky kakaa.

Hospodársku aktivitu v Spojených štátoch negatívne ovplyvnilo pozastavenie činnosti federálnej vlády.

Pozastavenie činnosti (shutdown) trvalo 43 dní a zapríčinilo oneskorenie zverejnenia kľúčových údajov. Očakáva sa, že tento faktor bude mať nepriaznivý vplyv na hospodársky rast aj v poslednom štvrtroku 2025, pričom značná časť tohto vplyvu by mala byť v prvom štvrtroku 2026 kompenzovaná. Súkromná spotreba podporená nárastom bohatstva domácností s vyššími príjmami v dôsledku rozmachu akciových trhov prekonala v roku 2025 očakávania. Predpokladá sa však jej spomalenie, keďže trh práce sa ochladzuje a domácnosti obnovujú svoje úspory, ktoré klesli na nízke úrovne. Rast súkromnej spotreby bol v treťom štvrtroku silný, hoci v septembri na mesačnej báze stagnoval. Indikátory súkromného sektora pre súkromnú spotrebu signalizujú slabý rast

² Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému týkajúce sa celkovej inflácie CPI zahŕňajú širšiu skupinu krajín, najmä veľké rozvíjajúce sa trhové ekonomiky (napr. Čínu, Indiu, Brazíliu a Rusko), ktoré nie sú zohľadnené v inflácii CPI OECD.

v októbri a novembri, čo zodpovedá klesajúcej spotrebiteľskej dôvere a prebytku pracovnej sily na trhu práce. Rozmach kapitálových výdavkov súvisiacich s umelou inteligenciou podporuje lepší výhľad súkromných investícií. Čistý obchod by mal mať podľa očakávaní pozitívny príspevok k rastu reálneho HDP na prelome rokov. Trh práce zostáva prebytkový napriek tomu, že rast pracovných miest v súkromnom sektore v septembri prekonal očakávania, nakoľko vplyv tohto pozitívneho prekvapenia bol oslabený poklesom zamestnanosti v súkromnom sektore v predchádzajúcich mesiacoch. Údaje zo súkromného sektora poukazujú na veľmi mierny rast zamestnanosti v októbri a novembri, zatiaľ čo vysokofrekvenčné ukazovatele naznačujú zvýšený počet prepúšťaní a stagnujúci rast zamestnanosti. Rast hodinovej mzdy sa ďalej spomaľuje.

Infláciu spotrebiteľských cien v Spojených štátoch zároveň ovplyvňujú clá.

K inflačným tlakom prispeli clá na spotrebný tovar, pričom inflácia cien tovarov dosiahla najvyššiu úroveň od apríla 2023. Zvýšenie cien súvisiace s clami podľa očakávaní prispeje k vyššej inflácii v poslednom štvrtroku. Inflácia cien služieb postupne pomaly klesá, a to najmä v dôsledku spomalenia inflácie nákladov na bývanie. Celková inflácia osobnej spotreby (personal consumption expenditures – PCE) sa v septembri zvýšila na 2,8 % (o 0,1 percentuálneho bodu), zatiaľ čo jadrová inflácia PCE klesla na 2,8 % (o 0,1 percentuálneho bodu). Federálny výbor pre operácie na voľnom trhu (Federal Open Market Committee – FOMC) znížil na svojom decembrovom zasadnutí cieľové rozpätie federálnej úrokovej sadzby (o 25 bázičných bodov) na 3,50 % – 3,75 %.

Krátkodobý výhľad Číny naznačuje spomalenie tempa rastu napriek

silnejšiemu než očakávanému rastu v treťom štvrtroku. Domáci dopyt je stále slabý, hoci reálny HDP v treťom štvrtroku medzištvrtročne stúpol o 1,1 %, čím prekonal očakávania trhu. Príspevok čistého vývozu bol kladný, zatiaľ čo ukazovatele domáceho dopytu, ako napríklad maloobchodný predaj a investície do fixných aktív, sa ďalej oslabovali v dôsledku tlmenej spotrebiteľskej dôvery a pretrvávajúcej korekcie v sektore nehnuteľností na bývanie. Podľa prieskumu PMI sa aktivita v priemyselnej výrobe dostala v novembri do pásma kontrakcie, zatiaľ čo aktivita v sektore služieb sa zmiernila, ale zostala v pásme expanzie. Čínsky vývoz dosahuje solídne výsledky, keď nominálny rast vývozu tovarov dosiahol v novembri medzioročne 5,8 % a bol podporený silným vývozom do krajín Združenia národov juhovýchodnej Ázie (ASEAN), Afriky a Európy. Tento nárast viac než kompenzoval pokles vývozu do Spojených štátov. Aktuálna obchodná dohoda medzi Spojenými štátmi a Čínou, ktorá znižuje clá na čínsky dovoz, spolu so zvýšenými fiškálnymi stimulmi v rámci nového päťročného plánu Číny by mali podľa očakávaní podporiť hospodársky rast v sledovanom období. Spotrebiteľskú dôveru však negatívne ovplyvňujú štrukturálne výzvy, ako napríklad prebiehajúca korekcia v sektore nehnuteľností na bývanie, a predstavujú tak riziko pre strednodobý výhľad spotreby. Celková inflácia spotrebiteľských cien v Číne v novembri ďalej rástla, zatiaľ čo pretrvávala deflácia výrobných cien. Celková ročná inflácia CPI sa z októbrových 0,2 % v novembri zvýšila na 0,7 %, pričom dosiahla najvyššiu hodnotu od februára minulého roka. Tento nárast zodpovedal očakávaniam trhu a bol spôsobený hlavne cenami potravín v dôsledku výpadkov dodávok pre nepriaznivé počasie. Inflácia

výrobných cien mierne klesla z -2,1 % v októbri na -2,2 % v novembri, čo odzrkadľuje nižšie ceny surovín a tovarov dlhodobej spotreby.

Ekonomika Spojeného kráľovstva zaznamenala v treťom štvrtroku 2025

mierny rast. Súkromná spotreba zostala slabá, no rezidenčné investície poskytli určitú podporu. Rýchle údaje PMI za november naznačujú pokračovanie slabého hospodárskeho rastu aj v poslednom štvrtroku, pričom aktivita v sektore služieb sa oslabuje a produkcia v sektore priemyselnej výroby vykazuje okrajové zlepšenie. Celková inflácia CPI v októbri znížila na 3,6 %, zo septembrových 3,8 %. Klesla aj jadrová inflácia, na 3,4 %, čo bolo spôsobené poklesom inflácie cien služieb na 4,5 %. Rast miezd sa spomalil, no zostal na vyššej úrovni. Jesenný rozpočet oznámený 26. novembra zahŕňa vyššie fiškálne výdavky v nadchádzajúcich rokoch, zatiaľ čo politické opatrenia, ako je rozsiahle zmrazenie úrovni osobných daní, by mali generovať dodatočné fiškálne príjmy hlavne od roku 2028.

2 Hospodárska aktivita

Hospodárstvo eurozóny zostáva napriek náročnému globálnemu prostrediu odolné. V treťom štvrtroku 2025 vzrástol reálny HDP o 0,3 %, čo znamená, že prekročil úroveň makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2025. Tento vývoj bol zaznamenaný po volatilité v prvej polovici roka odzrkadľujúcej účinky predzásobenia v reakcii na vyššie obchodné clá Spojených štátov a súvisiacu neistotu, ako aj vplyv prudkých výkyvov v írskych údajoch. Rast v treťom štvrtroku bol na strane výdavkov podporený domácim dopytom a hromadením zásob, pričom z hľadiska pridanej hodnoty k nemu prispeli trhové služby, najmä sektor informácií a komunikácií, zatiaľ čo priemyselná výroba a stavebníctvo stagnovali. Údaje z prieskumov v súčasnosti naznačujú, že mierny rast pokračoval aj v poslednom štvrtroku 2025 a podporovala ho najmä aktivita v sektore služieb. Trh práce zostáva odolný, ale vykazuje známky spomalenia, pričom medzi jednotlivými krajinami a odvetviami existujú výrazné rozdiely. Miera nezamestnanosti zostala v septembri a októbri stabilná na úrovni 6,4 %, čo sa približuje nízkym hodnotám z hľadiska aktuálnej histórie.

Rast HDP by mal byť v krátkodobom až strednodobom horizonte podporený domácim dopytom. Nárast reálnych príjmov a odolný trh práce by mohli podporiť súkromnú spotrebu a podľa predstihových ukazovateľov by sa v poslednom štvrtroku a nasledujúcom období mali oživiť aj investície do bývania. Rásť by mali aj podnikové investície, a to najmä vďaka investíciám do nehmotných aktív, zatiaľ čo investície do hmotných aktív zotrávajú v blízkej budúcnosti pravdepodobne na nižšej úrovni. Faktory ako rastúci dopyt, vyššie zisky, menšia neistota, ďalšie výdavky na obranu a infraštruktúru, ako aj lepšie podmienky financovania by mali podľa očakávaní v strednodobom horizonte podporiť ďalší rast investícií a aktivity.

Tento výhľad sa celkovo odráža v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2025, podľa ktorých má priemerný ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 1,4% v roku 2025, 1,2 % v roku 2026 a 1,4 % v rokoch 2027 aj 2028. V porovnaní s projekciami zo septembra 2025 bol rast HDP revidovaný smerom nahor pre celé sledované obdobie.³

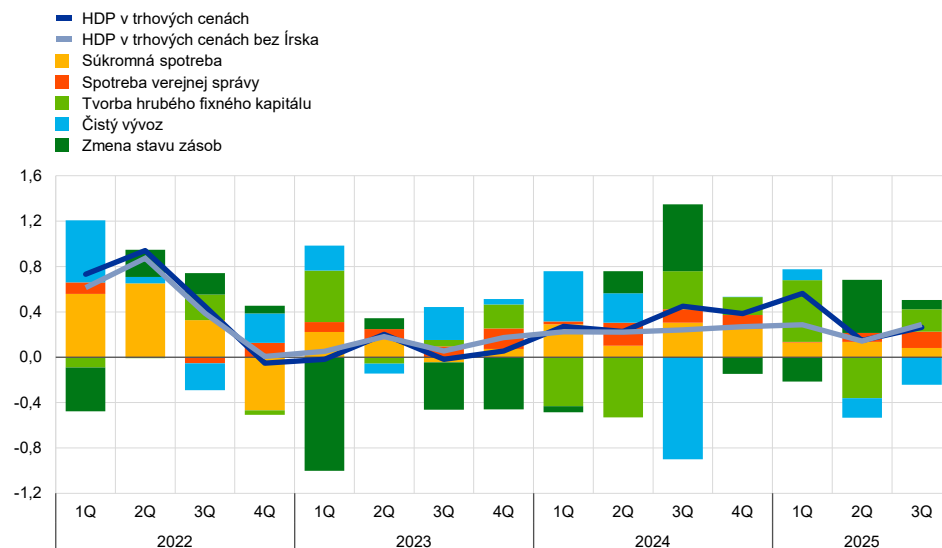
Hospodárstvo eurozóny po nestabilnej prvej polovici roka vzrástlo podľa najnovších odhadov Eurostatu v treťom štvrtroku 2025 o 0,3 % (graf 3). Rast v treťom štvrtroku bol podporený domácim dopytom a hromadením zásob, zatiaľ čo príspevok čistého obchodu bol záporný v dôsledku silného rastu dovozu najmä v Írsku. Nárast nehmotných investícií a podrobné údaje o produkcii služieb naznačujú, že sa zvyšujú výdavky súvisiace s umelou inteligenciou. Rast hrubej pridanej hodnoty v treťom štvrtroku podporili trhové služby, najmä v sektore informácií a komunikácií, zatiaľ čo príspevky priemyselnej výroby a stavebníctva zostali nízke.

³ Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, december 2025, zverejnené 18. decembra 2025 na internetovej stránke ECB.

Graf 3

Reálny HDP eurozóny a jeho zložky

(medzištvrtročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2025.

Údaje z prieskumov naznačujú v poslednom štvrtroku 2025 mierny rast, podporovaný aktivitou v sektore služieb.

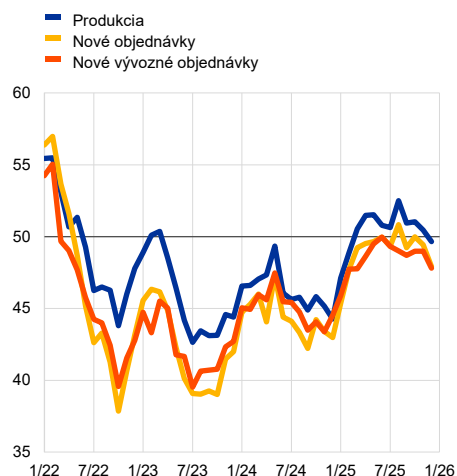
V prvom mesiaci posledného štvrtroka bola priemyselná výroba bez stavebníctva o 0,6 % vyššia ako v treťom štvrtroku, keď zaznamenala pokles o 0,1 %. Pokiaľ ide o údaje z prieskumov, kompozitný index nákupných manažérov (PMI) v eurozóne dosiahol v poslednom štvrtroku priemernú hodnotu 52,4, čo predstavuje nárast z 51,0 v treťom štvrtroku, zatiaľ čo jeho mesačný profil klesol z novembrových 52,8 na 51,9 v decembri. Tento pokles bol spôsobený podnikateľskou aktivitou v sektore služieb (ktorá stála na úrovni 52,6) (graf 4, panel b) a znížením výrobnéj produkcie pod hranicu rastu 50 na úroveň 49,7 (graf 4, panel a). Výhľadové PMI pre nové objednávky a očakávania podnikov po poslednom štvrtroku 2025 naďalej signalizujú mierny rast ťahaný službami, zatiaľ čo výkonnosť sektora priemyselnej výroby zostane v blízkej budúcnosti pravdepodobne utlmená.

Graf 4

Ukazovatele PMI v hospodárskych sektoroch

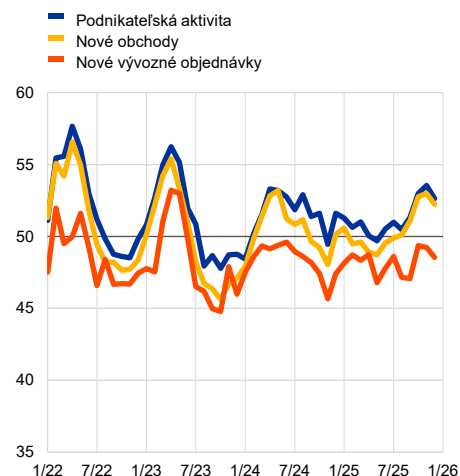
a) Priemyselná výroba

(difúzný index)



b) Služby

(difúzný index)



Zdroj: S&P Global Market Intelligence.

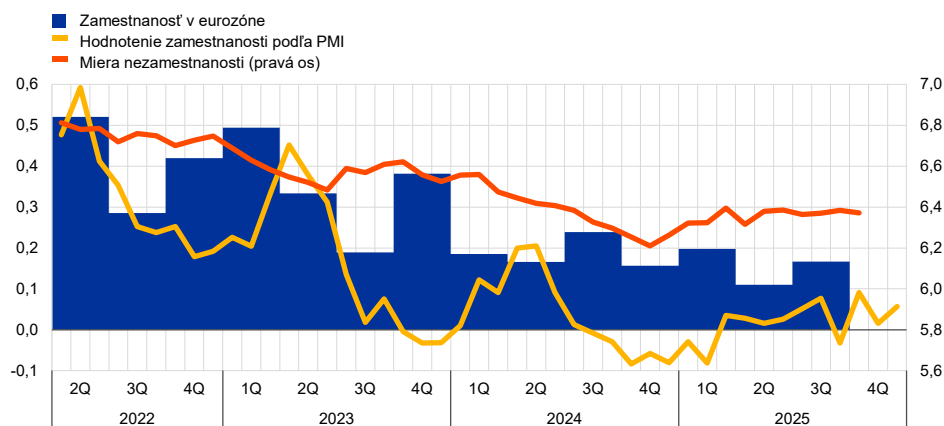
Poznámka: Posledné údaje sú z decembra 2025.

Trh práce zostal v treťom štvrtroku 2025 odolný, hoci dopyt po pracovnej sile ďalej postupne klesal. V treťom štvrtroku 2025 sa zamestnanosť zvýšila o 0,2 % a celkový počet odpracovaných hodín o 0,4 % (graf 5). Pokračujúce spomaľovanie rastu zamestnanosti čiastočne odzrkadľuje oslabenie dopytu po pracovnej sile, pričom miera voľných pracovných miest klesla v treťom štvrtroku na 2,2 %, teda pod predpandemickú úroveň zaznamenanú v poslednom štvrtroku 2019. Pracovná sila zostala v treťom štvrtroku stabilná, pričom októbrové čísla naznačujú medzimesačný rast o 0,1 %. Súčasne miera nezamestnanosti v októbri dosiahla 6,4 %, keď sa od začiatku roka pohybovala v rozmedzí 6,3 % až 6,4 %.

Graf 5

Zamestnanosť v eurozóne, hodnotenie zamestnanosti podľa PMI a miera nezamestnanosti

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



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

Poznámka: Dve čiary predstavujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. PMI je vyjadrený ako odchýlka od hodnoty 50 a následne vydelený desiatimi, čím sa meria medzištvrtročný rast zamestnanosti. Posledné údaje o zamestnanosti v eurozóne sú z tretieho štvrtroka 2025, o hodnotení zamestnanosti podľa PMI z decembra 2025 a o miere nezamestnanosti z októbra 2025.

Krátkodobé ukazovatele trhu práce naznačujú mierny kladný rast

zamestnanosti v poslednom štvrtroku. Mesačný kompozitný index PMI

zamestnanosti dosiahol v decembri hodnotu 50,6, čo v porovnaní so štvrtročným priemerom 50,5 naznačuje všeobecne stagnujúci rast zamestnanosti v poslednom štvrtroku. Ukazovateľ PMI pre zamestnanosť v sektore služieb sa od začiatku roka pohyboval okolo hodnoty 51 a v decembri dosiahol 51,3, zatiaľ čo vo výrobnom sektore zostal pod hranicou rasu a v decembri zaznamenal úroveň 48,5, pričom jeho štvrtročný priemer bol 48,1.

V treťom štvrtroku 2025 pokračoval rast súkromnej spotreby a očakáva sa, že táto dynamika sa udržala aj v poslednom štvrtroku. Súkromná spotreba vzrástla v treťom štvrtroku medzištvrtročne o 0,2 %, čo vo všeobecnosti zodpovedá dynamike zaznamenatej v druhom štvrtroku (graf 6, panel a). Naďalej rástli výdavky na služby, no spotreba tovarov sa spomalila. V sektore maloobchodného predaja a produkcie služieb sa v treťom štvrtroku v porovnaní s druhým štvrtrokom dosiahol mierny nárast, medzištvrtročne o 0,2 %, resp. 0,3 %, zatiaľ čo maloobchodný predaj zostal v októbri v medzimesačnom porovnaní nezmenený. Prieskumy naznačujú, že do konca roka výrazne rástla súkromná spotreba a ukazovateľ spotrebiteľskej dôvery Európskej komisie zostal v novembri stabilný. Očakávania podnikov týkajúce sa dopytu v maloobchode a spotrebiteľských službách na najbližšie tri mesiace sa v novembri zlepšili a dopyt po spotrebiteľských službách sa priblížil úrovni pred pandémie. V kontaktných službách sa očakávaný dopyt podľa ukazovateľov Európskej komisie oslabil v ubytovacích službách a v menšej miere aj v stravovacích službách (jedlo a nápoje), zatiaľ čo v prípade cestovných služieb sa posilnil. Podobne údaje z prieskumu spotrebiteľských očakávaní naznačujú, že očakávania týkajúce sa dovolenkových nákupov zostávajú silné. V budúcnosti sa očakáva ďalší rast súkromnej spotreby, podporený zvýšením reálnych príjmov z predchádzajúcich rokov. Hoci súkromná spotreba zatiaľ za rastom príjmov zaostáva, zvýšenie reálnych

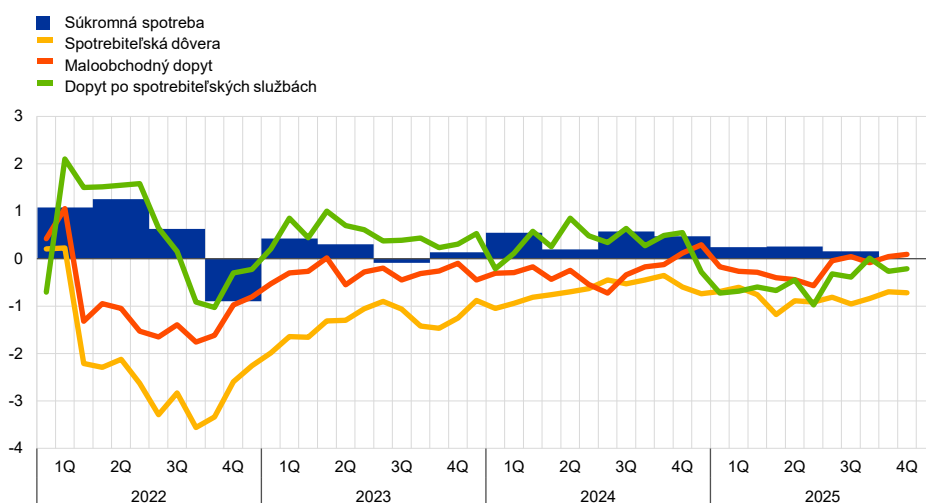
příjmov by sa malo v blízkej budúcnosti postupne prejavíť v silnejšom raste spotreby, aj napriek vyššej miere úspor (graf 6, panel b). Z prieskumu spotrebiteľských očakávaní zároveň vyplýva, že príklon domácností k sporeniu ovplyvňujú preventívne motívy a ricardovské účinky (box 4).

Graf 6

Spotreba a dôvera domácností, očakávania podnikov, miera úspor domácností a očakávania v oblasti nezamestnanosti

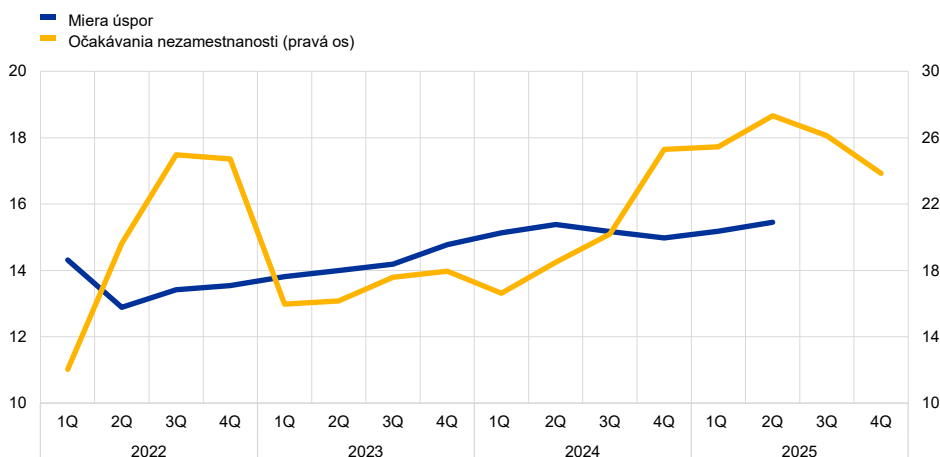
a) Spotrebiteľské výdavky a dôvera, očakávania podnikov

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



b) Miera úspor domácností a očakávania nezamestnanosti

(v % disponibilného príjmu, čisté percentuálne saldo)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia a výpočty ECB.

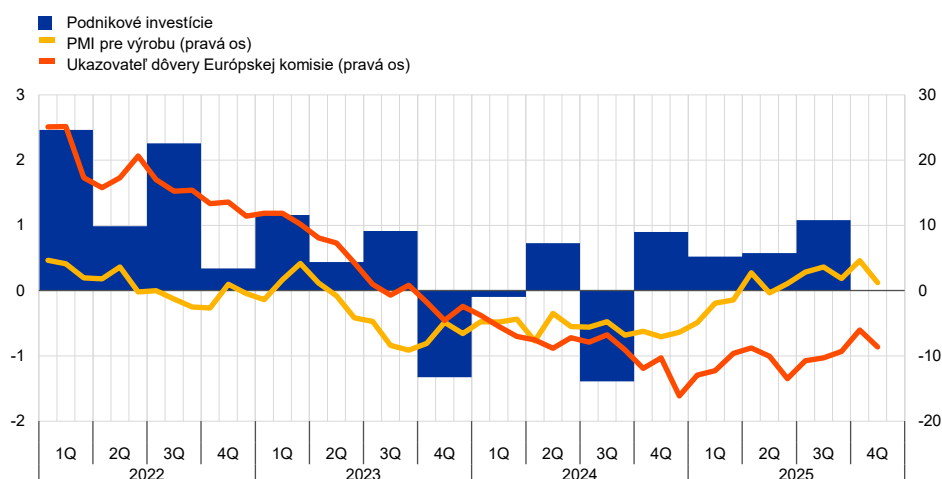
Poznámka: Očakávania podnikov týkajúce sa dopytu v maloobchode (okrem motorových vozidiel) a dopytu v službách vážených spotrebou sa vzťahujú na nasledujúce tri mesiace. „Dopyt po spotrebiteľských službách“ vychádza z ukazovateľov očakávaného dopytu v jednotlivých sektoroch z podnikateľského prieskumu Európskej komisie v oblasti služieb, vážených podľa sektorových podielov na domácej súkromnej spotrebe z tabuliek vstupov a výstupov FIGARO za rok 2022. Rady údajov o dopyte po spotrebiteľských službách sú štandardizované na obdobie od roku 2005 do roku 2019 a rady údajov o dopyte v maloobchode a spotrebiteľskej dôvere na obdobie od roku 1999 do roku 2019. Posledné údaje o miere úspor sú z druhého štvrťroka 2025, o súkromnej spotrebe z tretieho štvrťroka 2025 a o všetkých ostatných položkách z novembra 2025.

Podnikové investície rástli v treťom štvrťroku výrazným tempom a mali by sa ďalej zvyšovať. Podnikové investície stúpili v treťom štvrťroku 2025 medzištvrtročne o 1,8 % a po vylúčení volatilných írskych nehmotných aktív o 1,1 %. Po vylúčení

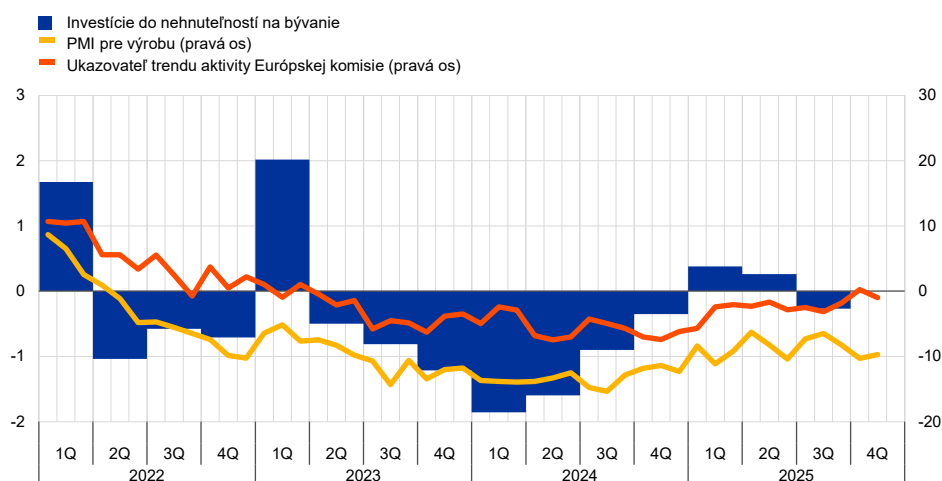
írskych nehmotných aktív zaznamenali výrazný rast hmotné aj nehmotné investície. Ukazovatele pre sektor investičných tovarov za posledný štvrtrok, ako napríklad ukazovateľ PMI pre výrobu či prieskum dôvery Európskej komisie do novembra, poukazujú na určitú slabosť v oblasti hmotných investícií (graf 7, panel a). Naopak, prieskumy týkajúce sa nehmotných služieb do novembra, ako napríklad PMI pre aktivitu a prieskum Európskej komisie o očakávanom dopyte v nasledujúcich troch mesiacoch, naznačujú pokračujúci nárast nehmotných investícií. V rámci novembrového [dialógu s nefinančným sektorom](#) (NFBD) firmy informovali o zvýšení investícií do elektronického obchodu, dátových centier, vývoja softvéru a automatizácie. NFBD však súčasne odhalil pretrvávajúce podstatné prekážky v podobe vysokých nákladov na energie, pracovnú silu a reguláciu, ako aj obavy z nadmernej regulácie umelej inteligencie. V budúcnosti by mali byť investície podporené rastúcim celkovým dopytom, vyššími ziskami, klesajúcou neistotou a dodatočnými iniciatívami v oblasti obrany a infraštruktúry, ako aj priaznivejšími podmienkami financovania v porovnaní s minulým rokom. K akcelerácii investícií by mohlo prispieť aj zjednodušenie regulácie EÚ. Napriek tomu pretrvávajú niektoré významné riziká poklesu, keďže sa stále môžu prejaviť nepriaznivé účinky zavedenia vyšších ciel. Firmy zapojené do NFBD osobitne znepokojuje presmerovanie čínskeho vývozu lacných high-tech výrobkov (vzhľadom na nadmernú kapacitu Číny a obmedzené vývozné možnosti do Spojených štátov), čo môže znížiť marže a spôsobiť straty podielov na trhu v Európe.

Graf 7**Dynamika reálnych investícií a údaje z prieskumov****a) Podnikové investície (bez írskeho nehmotného majetku)**

(medzištvrtročná percentuálna zmena; percentuálne zostatky a difúznny index)

**b) Investície do bývania**

(medzištvrtročná percentuálna zmena; percentuálne zostatky a difúznny index)



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

Poznámka: Čiary označujú mesačný vývoj, stĺpce zobrazujú štvrtročné údaje. PMI sú vyjadrené ako odchýlky od hodnoty 50. V paneli a) sa podnikové investície merajú nestavebnými investíciami bez írskeho nehmotného majetku. Krátkodobé ukazovatele sa týkajú sektora investičných tovarov. Ukazovateľ dôvery v investičné tovary Európskej komisie je normalizovaný na priemer a štandardnú odchýlku radu za roky 1999 až 2019. 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 výrobu sa týka aktivity v oblasti nehnuteľností na bývanie. Posledné údaje o investíciách sú z tretieho štvrťroka 2025 a posledné PMI pre výrobu a ukazovatele Európskej komisie sú z novembra 2025.

Investície do nehnuteľností na bývanie v treťom štvrtroku 2025 mierne klesli, ale v poslednom štvrtroku sa očakáva ich návrat k miernemu rastu.

Po nepretržitom šesťmesačnom raste začiatkom roka sa investície do bývania v treťom štvrtroku medzištvrtročne znížili o 0,3 %, čo naznačuje, že sa trvalé oživenie ešte neprejavilo (graf 7, panel b). Stavebná výroba a špecializované stavebné činnosti boli v treťom štvrtroku v priemere o 0,1 % vyššie ako v predchádzajúcom štvrtroku. Výhľadové ukazovatele prinášajú zmiešaný obraz. Ukazovateľ najnovších trendov stavebnej aktivity a špecializovaných stavebných

činností Európskej komisie sa v októbri a novembri v porovnaní s tretím štvrťrokom posilnil, zatiaľ čo index PMI pre produkciu v bytovej výstavbe klesol. Investície do bývania však pravdepodobne opäť začnú postupne rásť. Tieto hodnotenia potvrdzuje aj pokračujúci, hoci mierny nárast počtu stavebných povolení na výstavbu nehnuteľností na bývanie v treťom štvrťroku, ako aj pokračujúci rast nových úverov na bývanie. Okrem toho aj prieskum spotrebiteľských očakávaní naznačuje zvyšujúcu sa atraktivnosť nehnuteľností na bývanie ako investície, čo poukazuje na posilňovanie dopytu po týchto nehnuteľnostiach (box 5).

Celkový vývoz eurozóny sa v treťom štvrťroku 2025 oživil a stúpol o 0,7 %, hoci základný rastový trend zostáva slabý. Vývoz tovaru z eurozóny sa v treťom štvrťroku 2025 výrazne zvýšil, medzištvrťročne o 1,5 %. Toto oživenie je čiastočne spôsobené väčším predajom farmaceutických výrobkov do Spojených štátov, čo mohlo odzrkadľovať predzásobenie vývozom v podnikoch v očakávaní možného zvýšenia cien na tieto výrobky. Nárast zároveň odrážal vyšší vývoz zložiek liekov na chudnutie. S výnimkou farmaceutických výrobkov však eurozóna v dôsledku silnejšej konkurencie Číny naďalej stráca podiel na trhu v mnohých destináciách a odvetviach. Tento trend bude pravdepodobne naďalej negatívne ovplyvňovať vývoz eurozóny. V treťom štvrťroku 2025 sa dovoz tovarov mierne zvýšil o 0,7 %, pričom dovoz z Číny naďalej rastie a vytvára silnejšiu konkurenciu pre podniky eurozóny. V sledovanom období zároveň pokračoval pokles dovozných cien, ktoré sa v auguste medziročne znížili o 2 %, čo odzrkadľuje vplyv minulého posilnenia eura a tlak na pokles cien v dôsledku produkcie z Číny. Ukazovatele z prieskumov naďalej signalizujú oslabenie vývozu v sektore priemyselnej výroby aj v sektore služieb v budúcnosti.

V porovnaní s projekciami zo septembra 2025 bol rast reálneho HDP na roky 2025 a 2026 upravený nahor o 0,2 percentuálneho bodu a na rok 2027 o 0,1 percentuálneho bodu. Úprava smerom nahor za rok 2025 odráža revízie minulých údajov, vrátane oproti očakávaniam lepších výsledkov za tretí štvrťrok 2025. O niečo menšia neistota spojená s obchodnou politikou, silnejší zahraničný dopyt a nižšie ceny energetických komodít viedli k úprave výhľadu rastu na rok 2026 smerom nahor. Menšia revízia výhľadu na rok 2027 smerom nahor je výsledkom mierne silnejšej štvrťročnej dynamiky a väčšieho prenosu účinku vyššieho tempa rastu z roku 2026. Pokiaľ ide o výdavkové položky, najväčšie revízie smerom nahor na roky 2025 až 2027 sa týkajú investícií, najmä silnejších podnikových investícií v celom sledovanom období a dynamickejších vládnych investícií v roku 2027, ako aj väčšej spotreby verejnej správy v rokoch 2025 a 2026. Čistý obchod bol na rok 2025 takisto revidovaný smerom nahor, čo odráža lepší než pôvodne očakávaný výkon vývozu v prvých troch štvrťrokoch roka.

Ročná miera celkovej inflácie eurozóny meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) sa naďalej pohybuje v blízkosti strednodobého cieľa Rady guvernérov 2 %. V novembri 2025 zostala na úrovni 2,1 %⁴, odrážajúc nárast inflácie cien energií, ktorý bol kompenzovaný poklesom inflácie cien potravín. Inflácia HICP bez cien energií a potravín (HICPX) zostala na nezmenenej úrovni 2,4 %, keďže inflácia cien tovarov a inflácia cien služieb sa vyvíjali opačnými smermi. Ukazovatele základnej inflácie sa v posledných mesiacoch takmer nezmenili a sú naďalej v súlade s dvojpercentným cieľom. Zatiaľ čo rast jednotkových ziskov sa v treťom štvrtroku 2025 nezmenil, jednotkové náklady práce rástli o niečo rýchlejšie než v druhom štvrtroku. Medziročný rast kompenzácií na zamestnanca zostal v treťom štvrtroku nezmenený na úrovni 4,0 %. Väčšina ukazovateľov dlhodobějších inflačných očakávaní sa stále pohybuje v okolí 2 %, čo podporuje ustálenie inflácie v blízkosti cieľa.

Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2025 predpokladajú, že celková inflácia klesne z 2,1 % v roku 2025 na 1,9 % v roku 2026 a následne na 1,8 % v roku 2027, než sa v roku 2028 vráti na úroveň strednodobého cieľa Rady guvernérov 2 %. V porovnaní s projekciami zo septembra 2025 bola celková inflácia na rok 2026 upravená nahor a na rok 2027 mierne nadol.⁵

Inflácia HICP eurozóny zostala v novembri 2025 na úrovni 2,1 % (graf 8). Tento výsledok odráža mierne zvýšenie inflácie cien služieb a nárast energetickej zložky, ktoré boli kompenzované nižšou infláciou cien neenergetických priemyselných tovarov (non-energy industrial goods – NEIG) a infláciou cien potravín. Ročná miera zmeny cien energií sa v novembri zvýšila z októbrových -0,9 % na -0,5 %, čo bolo odrazom nárastu zložky pohonných hmôt, ktorý prevážil pokles zložiek elektrickej energie a plynu. Celková inflácia cien potravín v novembri klesla z októbrových 2,5 % na 2,4 %. Pokiaľ ide o vývoj v rámci potravinovej zložky, ročná miera zmeny cien spracovaných potravín sa v novembri mierne znížila z októbrových 2,3 % na 2,2 %, zatiaľ čo miera zmeny cien nespracovaných potravín zostala na nezmenenej úrovni 3,2 %. Inflácia HICPX bola v novembri už tretí mesiac za sebou stabilná na úrovni 2,4 %, odrážajúc mierny pokles inflácie NEIG z októbrových 0,6 % na 0,5 %, ktorý vyrovnal nárast inflácie cien služieb v rovnakom rozsahu, z 3,4 % na 3,5 %, za rovnaké obdobie. Inflácia cien služieb má v posledných mesiacoch stúpajúcu tendenciu, čo spôsobujú vyššie ročné miery rastu zložky rekreačných služieb, najmä v prípade cien ubytovania a turistických zájazdov, ale aj dopravy a komunikácie. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, hoci tlaky vyplývajúce z rastu cien služieb zostávajú silné, očakávané postupné zmierňovanie rastu miezd malo prispievať k poklesu inflácie cien služieb.

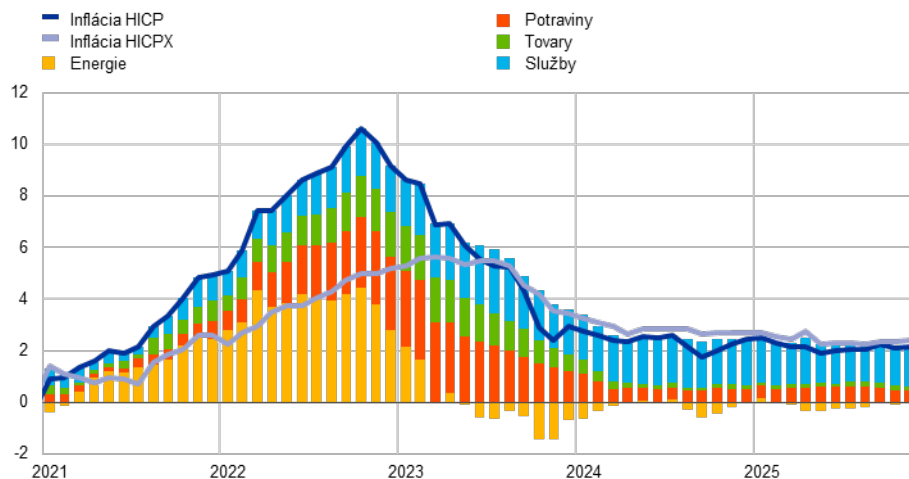
⁴ Redakčná uzávierka údajov uvedených v tomto čísle Ekonomického bulletinu bola 17. decembra 2025. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu zverejneného 7. januára 2026 sa ročná miera inflácie v eurozóne v decembri 2025 znížila na 2,0 %.

⁵ [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, december 2025](#), zverejnené 18. decembra 2025 na internetovej stránke ECB.

Graf 8

Celková inflácia a jej hlavné zložky

(ročná percentuálna zmena; príspevok 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 novembra 2025.

Ukazovatele základnej inflácie sa v posledných mesiacoch takmer nezmenili a sú naďalej v súlade s dvojpercentným strednodobým cieľom ECB (graf 9).

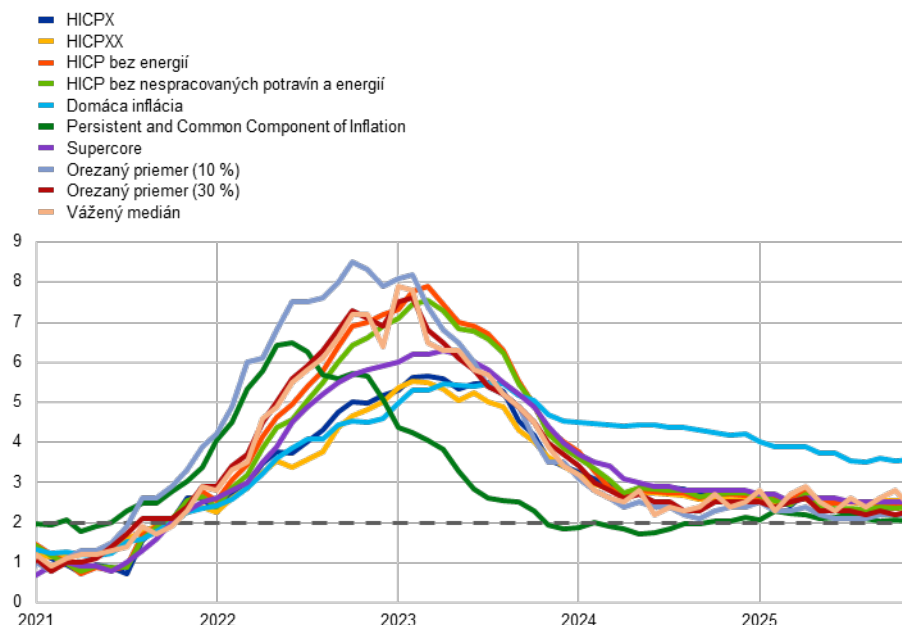
Väčšina ukazovateľov základnej inflácie sa v novembri 2025 pohybovala horizontálne a hodnoty ukazovateľov boli v rozpätí od 2,0 % do 2,5 %.⁶ Všetky ukazovatele inflácie založené na trvalom vylúčení niektorých zložiek zostali v porovnaní s októbrom nezmenené na úrovni od 2,4 % do 2,5 %. Na stabilizáciu základných inflačných tlakov v novembri poukazovali aj pohyby väčšiny ukazovateľov založených na dočasnom vylúčení zložiek. Domáca inflácia, ktorá zahŕňa najmä položky služieb, sa v novembri mierne zvýšila z októbrových 3,5 % na 3,6 %. Pokiaľ ide o ukazovatele vychádzajúce z modelov, ukazovateľ Persistent and Common Component of Inflation v novembri klesol na 2,0 %, zatiaľ čo ukazovateľ Supercore, ktorý zahŕňa položky HICP citlivé na hospodársky cyklus, bol stabilný na úrovni 2,5 % už piaty mesiac za sebou.

⁶ Interval nezahŕňa domácu infláciu.

Graf 9

Ukazovatele základnej inflácie

(ročné percentuálne zmeny)



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. Posledné údaje sú z novembra 2025.

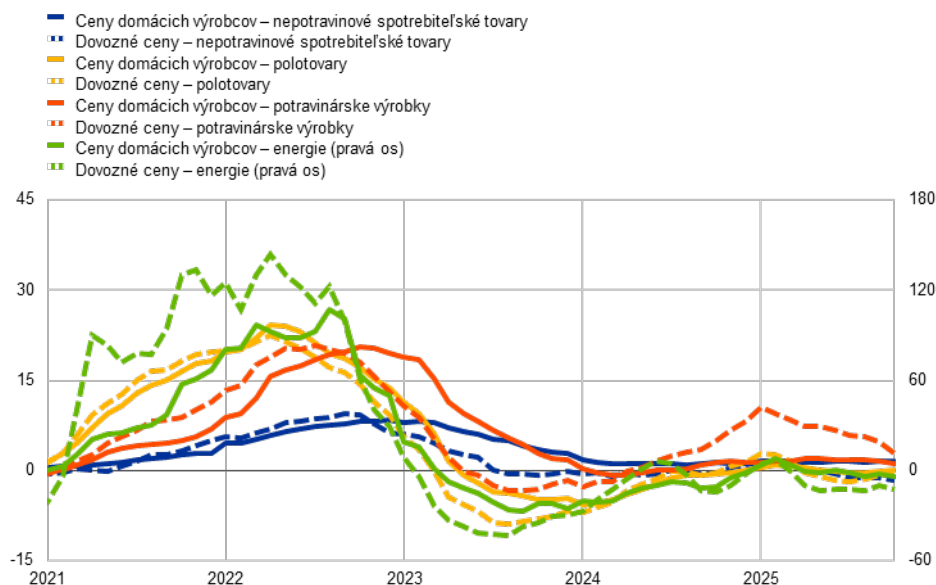
Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci naznačujú postupné uvoľňovanie inflačných tlakov (graf 10).

V počiatočných fázach cenového reťazca inflácia cien výrobcov energií výrazne klesla z -2,4 % v septembri 2025 na -3,9 % v októbri, čo je výrazne pod maximom 7,8 % dosiahnutým vo februári. Ročná miera rastu cien domácich výrobcov polotovarov sa v rovnakom období zvýšila z -0,1 % na 0,1 %, zatiaľ čo ročná miera rastu dovozných cien zostala nezmenená na úrovni -0,8 %. V neskorších fázach cenového reťazca zostala inflácia cien domácich výrobcov nepotravinových spotrebiteľských tovarov v októbri na nezmenenej úrovni 1,5 %, zatiaľ čo inflácia dovozných cien klesla zo septembrových -1,2 % na -1,6 %. V prípade spracovaných potravín sa ročná miera rastu cien výrobcov znížila z 1,7 % na 1,1 %, zatiaľ čo dovozné ceny pokračovali v poklese z maxima 10,6 % zaznamenaného v januári – v októbri klesli zo septembrových 4,9 % na 2,8 %. Údaje celkovo naznačujú, že dochádza k zmierňovaniu tlakov v cenovom reťazci v prípade spotrebiteľských tovarov i potravín, odrážajúc zhodnocovanie eura a pravdepodobne aj väčšie zameranie Číny na eurozónu ako na vývozný trh, čo vyvíja tlak na znižovanie dovozných cien.

Graf 10

Ukazovatele tlakov v cenovom reťazci

(ročné percentuálne zmeny)



Zdroj: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2025.

Domáce nákladové tlaky merané rastom deflátoru HDP zostali v treťom

štvrtroku 2025 vo všeobecnosti stabilné na úrovni 2,4 % (graf 11). Tento vývoj

bol odrazom zvýšenia príspevku jednotkových nákladov práce, ktorý bol kompenzovaný stabilným príspevkom jednotkových ziskov a znížením príspevku jednotkových čistých daní. Mierny nárast ročnej miery rastu jednotkových nákladov práce bol spôsobený miernym poklesom miery rastu produktivity práce, z 0,8 % v druhom štvrtroku na 0,7 % v treťom štvrtroku, a stabilnou mierou rastu kompenzácie na zamestnanca, ktorá v treťom štvrtroku dosiahla 4,0 %. Vo vývoji miery rastu kompenzácie na zamestnanca sa odzrkadľoval pokles rastu dojednaných miezd, zo 4,0 % v druhom štvrtroku na 1,9 % v treťom štvrtroku, ktorý bol kompenzovaný podstatným zvýšením zložky mzdového posunu v rovnakom období. Prudký pokles rastu dojednaných miezd odráža mechanický vplyv vysokých jednorazových platieb z roku 2024, ktorý zároveň spôsobil volatilitu mzdového posunu. Čo sa týka budúceho vývoja, mzdový monitor ECB, ktorý zahŕňa údaje o mzdových dohodách uzavretých do konca novembra 2025, naďalej naznačuje, že tlaky na rast miezd zostanú v poslednom štvrtroku 2025 i v prvom polroku 2026 mierne, a v druhej polovici roka 2026 sa postupne stabilizujú.⁷ Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2025 má rast kompenzácií na zamestnanca v roku 2025 dosiahnuť v priemere 4,0 %, v roku 2026 sa má zmierniť na 3,2 %, v roku 2027 na 2,9 % a v roku 2028 na 3,0 %.

⁷ Podrobnejšie informácie: [New data release: ECB wage tracker suggests lower wage growth and gradual normalisation of negotiated wage pressures in 2026](#), tlačová správa, ECB, 19. decembra 2025.

Graf 11

Zložky deflátoru HDP

(ročná percentuálna zmena; príspevok 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 tretí štvrťrok 2025.

V sledovanom období od 11. septembra do 17. decembra 2025 boli trhovú ukazovateľ inšlačnej kompenzácie (graf 12, panel a) spolu s dlhodobjšími inšlačnými očakávaniami profesionálnych prognostikov a menových analytikov prevažne nezmenené. Jednoročná forwardová sadzba inšlačných swapov o jeden rok, ktorá je trhovým ukazovateľom krátkodobej inšlačnej kompenzácie, zostala celkovo stabilná na úrovni približne 1,8 %. Trhy naviazané na inšlaciu podľa všetkého výrazne nereagovali na rozhodnutie Európskej rady z 5. novembra 2025 odložiť zavedenie systému EÚ na obchodovanie s emisiami 2 (ETS2) o jeden rok, z roku 2027 na 2028. Pokiaľ ide o strednodobé a dlhodobšie splatnosti, inšlačná kompenzácia bola podobne stabilná. Päťročná forwardová sadzba inšlačných swapov o päť rokov upravená o inšlačné rizikové prémie zostala v blízkosti 2 %. To naznačuje, že dlhodobšie trhovú očakávania sú stále pevne ukotvené na úrovni inšlačného cieľa Rady guvernérov. Podľa prieskumu profesionálnych prognostikov (Survey of Professional Forecasters) ECB za štvrtý štvrťrok 2025 i prieskumu menových analytikov (Survey of Monetary Analysts) ECB za december 2025 zostal priemer a medián dlhodobších inšlačných očakávaní na úrovni 2 %.

Vnímanie minulej inšlácie spotrebiteľmi, ako aj ich krátkodobé a strednodobé inšlačné očakávania, boli v novembri 2025 naďalej stabilné (graf 12, panel b).

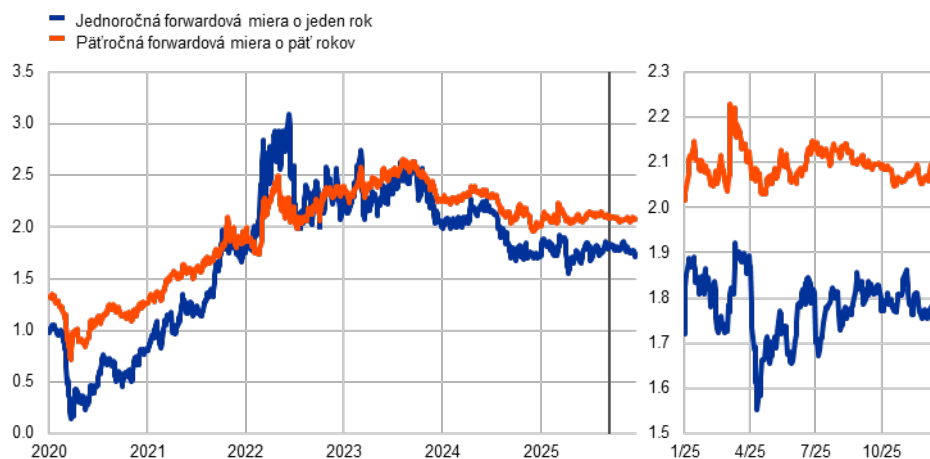
Podľa prieskumu spotrebiteľských očakávaní ECB za november 2025 zostala mediánová miera vnímanej inšlácie za predchádzajúcich 12 mesiacov stabilná na úrovni 3,1 %, bez zmeny od februára 2025. Medián očakávaní celkovej inšlácie v nasledujúcich 12 mesiacoch (2,8 %) a o tri roky (2,5 %) sa takisto nezmenil (od októbra, resp. od júla).

Graf 12

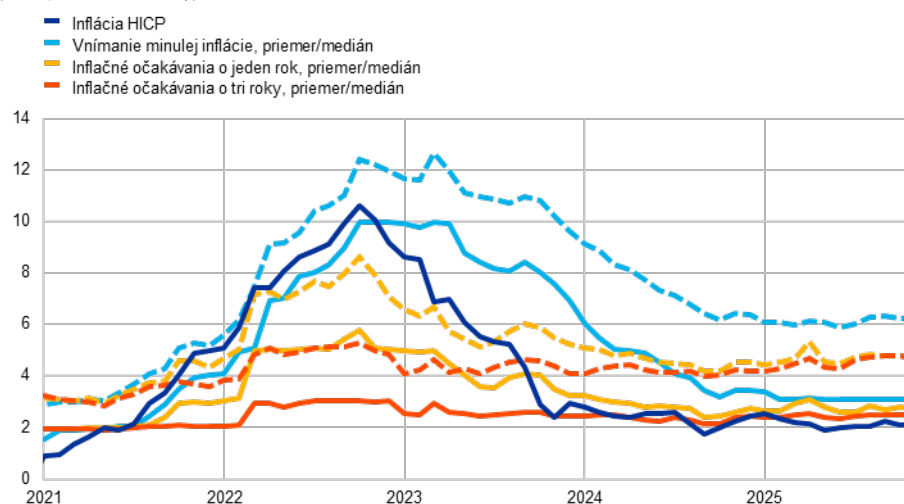
Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie a inflačné očakávania spotrebiteľov

a) Trhové ukazovatele inflačnej kompenzácie

(ročné percentuálne zmeny)

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

(ročné percentuálne zmeny)



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

Poznámky: Panel a) znázorňuje forwardové sadzby inflačných swapov v rôznych časových horizontoch za eurozónu. Vertikálna šedá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia 11. septembra 2025. Prerušované čiary v paneli b) označujú priemer, nepretržované čiary medián. V prípade panela a) sú posledné údaje zo 17. decembra 2025 a v prípade ukazovateľov v paneli b) z novembra 2025.

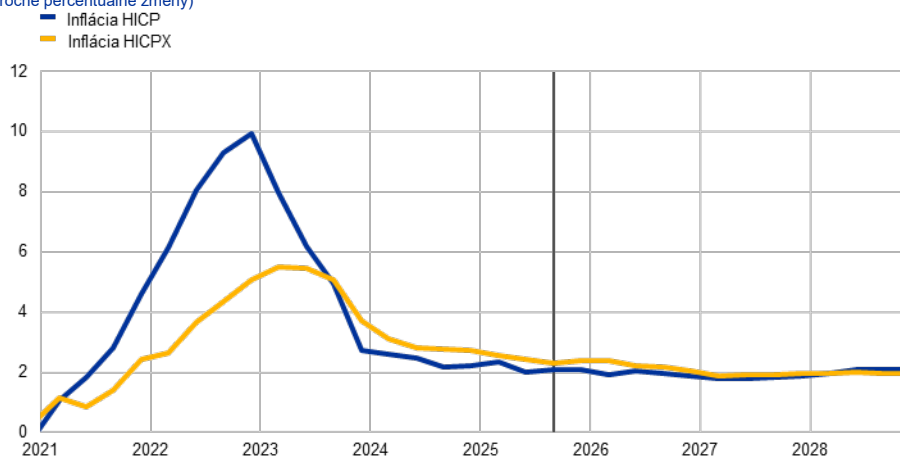
Podľa projekcií z decembra 2025 má celková inflácia v priemere dosiahnuť 2,1 % v roku 2025, 1,9 % v roku 2026 a 1,8 % v roku 2027, než sa v roku 2028 vráti na úroveň strednodobého cieľa Rady guvernérov 2 % (graf 13). Celková inflácia má v poslednom štvrtroku 2025 zostať na úrovni 2,1 %, v roku 2026 mierne klesnúť pod úroveň 2,0 % a v roku 2027 zostať na týchto úrovniach. Nižšia priemerná miera v roku 2026 súvisí s bazickými efektmi v prvom štvrtroku, slabšou infláciou cien potravín a poklesom inflácie HICPX v dôsledku zmierňovania inflácie cien služieb. Ďalší pokles celkovej inflácie v roku 2027 odzrkadľuje pokračujúci pokles inflácie HICPX, ktorý je čiastočne kompenzovaný návratom inflácie cien energií k nulovým hodnotám, zatiaľ čo inflácia cien potravín by mala zostať nezmenená. Očakávaný nárast celkovej inflácie v roku 2028 odráža najmä výrazné

zvýšenie inflácie cien energií v dôsledku fiškálnych opatrení súvisiacich s klimatickou transformáciou, najmä zavedením systému ETS2. V porovnaní s projekciami zo septembra 2025 zostáva výhľad celkovej inflácie na rok 2025 nezmenený, zatiaľ čo na rok 2026 bol upravený o 0,2 percentuálneho bodu nahor a na rok 2027 o 0,1 percentuálneho bodu nadol. Zvýšenie projekcie na rok 2026 odráža najmä výhľad rýchlejšieho vývoja inflácie cien služieb, zatiaľ čo zníženie projekcie na rok 2027 je spôsobené predovšetkým očakávaným odložením zavedenia systému ETS2, čiastočne kompenzovaným výraznejšou infláciou cien služieb. Inflácia HICPX by mala klesnúť z 2,4 % v roku 2025 na 2,2 % v roku 2026 a ku koncu sledovaného obdobia by sa mala stabilizovať na úrovni 2 % alebo v jej blízkosti, odrážajúc slabnúce tlaky nákladov práce na infláciu cien služieb. V porovnaní s projekciami zo septembra 2025 zostáva inflácia HICPX na rok 2025 nezmenená, zatiaľ čo na rok 2026 bola upravená nahor o 0,3 percentuálneho bodu a na rok 2027 nahor o 0,1 percentuálneho bodu.

Graf 13

Inflácia HICP a HICPX eurozóny

(ročné percentuálne zmeny)



Zdroj: Eurostat a [Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu, december 2025](#).

Poznámky: Sivá zvislá čiara označuje posledný štvrťrok pred začiatkom sledovaného obdobia. Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2025 (skutočné údaje) a štvrtý štvrťrok 2028 (projekcie). Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2025 boli dokončené 3. decembra 2025; redakčná uzávierka technických predpokladov bola 26. novembra 2025. Historické i projektované údaje za infláciu HICP a infláciu HICPX majú štvrťročnú periodicitu.

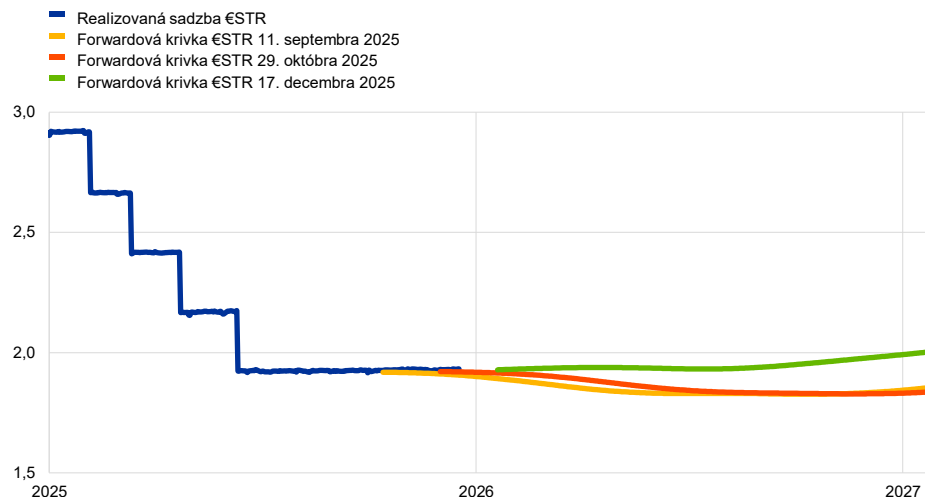
Krátkodobé a dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne sa v sledovanom období od 11. septembra do 17. decembra 2025 zvýšili, pričom trhy už prakticky prestali rátať s ďalším znižovaním úrokových sadzieb. Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov boli na konci sledovaného obdobia vyššie, no spready voči bezrizikovým sadzbám sa zúžili. Nárast bezrizikových sadzieb a výnosov štátnych dlhopisov bol v súlade s celkovým trendom globálneho prudšieho stúpania výnosových kriviek, ktorý bol do veľkej miery spôsobený rastom reálnych úrokových sadzieb. Akciové trhy eurozóny zaznamenali v sledovanom období zisky, a to aj napriek dočasnému zaváhaniu v dôsledku obáv z cien akcií spoločností pôsobiacich v oblasti umelej inteligencie v Spojených štátoch. Spready na trhoch s podnikovými dlhopismi sa ďalej zúžili a v súčasnosti dosahujú rekordne nízke hodnoty, čo je podporené vysokou ochotou podstupovať riziko. Na devízových trhoch zostalo euro stabilné voči americkému doláru (+0,3 %) aj v obchodne váženom vyjadrení (+0,4 %). Stabilita eura voči americkému doláru odrážala lepší než očakávaný makroekonomický vývoj v eurozóne aj v Spojených štátoch, zatiaľ čo obchodne vážená stabilita bola výsledkom navzájom sa kompenzujúcich pohybov menových kurzov voči obchodným partnerom.

Krátkodobé a dlhodobé bezrizikové sadzby v eurozóne sa v sledovanom období zvýšili (graf 14). Po tom, čo sa Rada guvernérov na septembrovom a októbrovom zasadnutí rozhodla ponechať tri kľúčové úrokové sadzby ECB nezmenené, dosiahla referenčná krátkodobá eurová sadzba (€STR) na konci sledovaného obdobia úroveň 1,93 %. Nadbytočná likvidita sa znížila približne o 164 mld. € na 2 486 mld. € najmä v dôsledku pokračujúceho poklesu portfólií cenných papierov držaných na účely menovej politiky. Veľmi krátkodobé forwardové sadzby počas sledovaného obdobia vzrástli, keďže trhy prestali očakávať ďalšie zníženia úrokových sadzieb. Obnovenie neistoty v globálnom obchode, ktoré bolo spôsobené najmä zvýšeným napätím medzi Spojenými štátmi a Čínou, viedlo v októbri ku krátkemu poklesu bezrizikových sadzieb. Tento pokles sa následne zvrátil vďaka zlepšujúcej sa nálade v oblasti obchodu, keď Spojené štáty podpísali obchodné dohody s viacerými ázijskými krajinami a znížilo sa geopolitické napätie na Blízkom východe. Po zasadnutí Rady guvernérov 30. októbra 2025 sa očakávania krátkodobých úrokových sadzieb posunuli nahor, keďže nové údaje signalizovali pokračujúcu odolnosť hospodárstva eurozóny. Do konca sledovaného obdobia forwardová krivka €STR zohľadňovala kumulatívne zvýšenie úrokových sadzieb o 6 bazických bodov do konca roka 2026, čo predstavuje zmenu oproti kumulatívne zníženiu o 8 bazických bodov zohľadnenému na začiatku sledovaného obdobia. Keď sa pozrieme na obdobie po roku 2027, forwardová krivka €STR sa posunula smerom nahor pri všetkých splatnostiach, čo je v súlade s globálnym zvyšovaním výnosových kriviek spôsobeným najmä vyššími reálnymi sadzbami. Celkovo sa desaťročná nominálna sadzba jednoduchých indexových swapov (OIS) počas sledovaného obdobia zvýšila na 2,7 %.

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 (€STR).

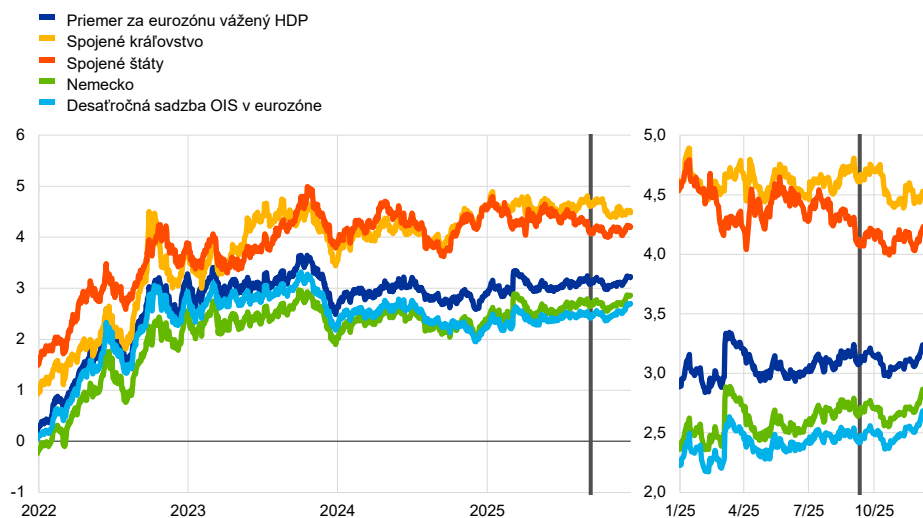
Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov boli na konci sledovaného obdobia vyššie, kým spready voči bezrizikovým sadzbám sa zúžili (grafy 15 a 16).

Výnosy desaťročných štátnych dlhopisov eurozóny vážené HDP sa v sledovanom období zvýšili o 14 bázických bodov dosiahli úroveň okolo 3,2 %. Spready štátnych dlhopisov voči bezrizikovým sadzbám jednodňových indexových swapov sa zúžili, čo odrážalo vysokú ochotu podstupovať riziko naprieč triedami aktív aj priaznivé trhové prehodnotenie fiškálneho výhľadu niektorých krajín, ako sú Španielsko a Taliansko. Výnosy francúzskych štátnych dlhopisov sa vyvíjali podobne ako v prípade ostatných krajín eurozóny, keďže politická neistota vo Francúzsku ustupovala. Zníženie úverového ratingu Francúzska zároveň vyvolalo len krátkodobú reakciu na finančných trhoch. Rozdiely medzi jednotlivými krajinami, pokiaľ ide o spready medzi štátnymi dlhopismi a bezrizikovými sadzbami, sa počas sledovaného obdobia znížili a dosiahli historicky nízke úrovne.

Graf 15

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

(v % p. a.)



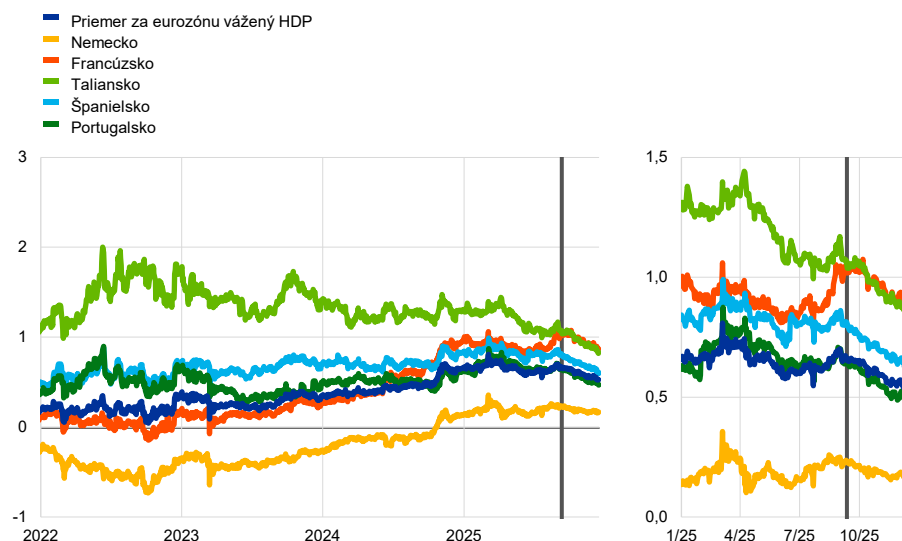
Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (11. septembra 2025). Posledné údaje sú zo 17. decembra 2025.

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. septembra 2025). Posledné údaje sú zo 17. decembra 2025.

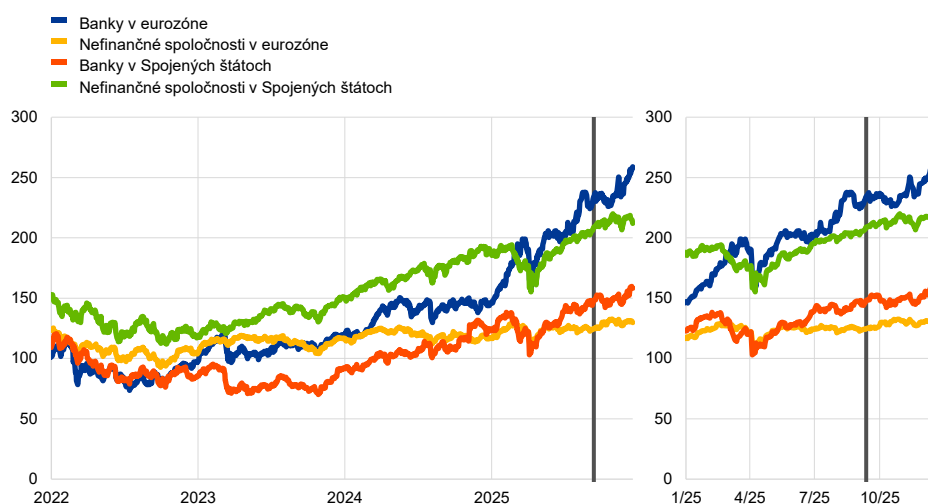
Akciové indexy v eurozóne sa počas sledovaného obdobia zvýšili, a to napriek dočasným poklesom v dôsledku obáv z cien akcií súvisiacich s umelou inteligenciou (graf 17). Indexy akciových trhov eurozóny počas sledovaného obdobia vzrástli o 4,9 %, pričom subindex nefinančných spoločností sa zvýšil o 4 % a ceny akcií bánk stúpili o 10,6 %. Akcie finančných spoločností v eurozóne sa

posilnili v dôsledku pretrvávajúceho rastu cien na akciových trhoch, podporeného robustnými súvahami a zvýšenou ziskovosťou. Indexy akciových trhov v Spojených štátoch sa posilnili približne o 1,3 %, pričom akcie nefinančných spoločností sa zvýšili o 1,5 % a akcie bánk o 6,8 %. Širší index finančných spoločností v Spojených štátoch sa zvýšil o 1,1 %. Napriek celkovým ziskom v eurozóne aj v Spojených štátoch, neistota investorov týkajúca sa cien amerických akcií súvisiacich s umelou inteligenciou spustila v novembri obdobie výpredajov. Následné správy o vysokých ziskoch niektorých veľkých spoločností pôsobiacich v oblasti umelej inteligencie však pomohli zmierniť tieto obavy. Ceny akcií v eurozóne celkovo prekonalí ceny amerických akcií, a to čiastočne aj v dôsledku výhrad trhu súvisiacich s nadhodnotením cien akcií, klesajúcimi úrovňami hotovosti a rastúcou vzájomnou finančnou závislosťou medzi spoločnosťami pôsobiacimi v oblasti umelej inteligencie.

Graf 17

Indexy cien akcií v eurozóne a Spojených štátoch

(index: 1. január 2020 = 100)



Zdroj: LSEG a výpočty ECB.

Poznámka: Zvislá sivá čiara označuje začiatok sledovaného obdobia (11. septembra 2025). Posledné údaje sú zo 17. decembra 2025.

Na trhoch s podnikovými dlhopismi sa spready dlhopisov investičného stupňa a dlhopisov s vysokým výnosom ďalej zúžili a v súčasnosti sa nachádzajú na rekordne nízkych úrovniach. Ochota podstupovať riziko zostala počas sledovaného obdobia vysoká a prispela k priaznivým podmienkam financovania na trhoch s podnikovými dlhopismi, pričom spready v segmentoch investičného stupňa sa zúžili približne o 2 bázičné body a v segmente vysokého výnosu približne o 15 bázičných bodov. Spready dlhopisov investičného stupňa sa v prípade nefinančných spoločností zúžili o 4 bázičné body a v prípade finančných spoločností zostali v podstate nezmenené. V segmente dlhopisov s vysokým výnosom sa spready dlhopisov nefinančných spoločností zúžili o 19 bázičných bodov a spready dlhopisov finančných spoločností sa rozšírili približne o 35 bázičných bodov.

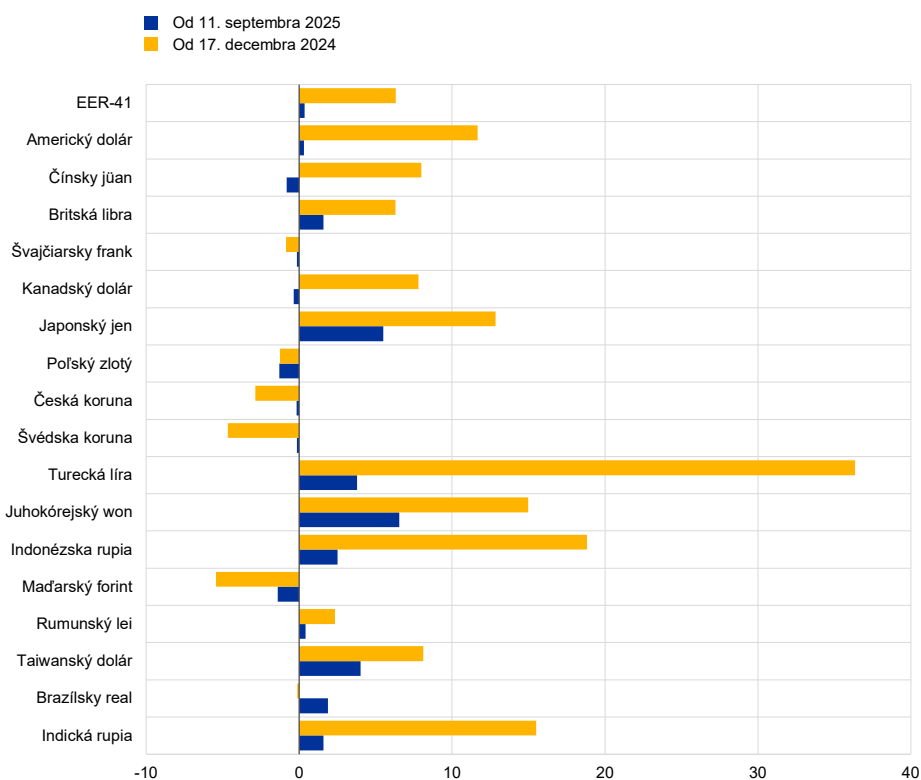
Na devízových trhoch bolo euro stabilné voči americkému doláru, ako aj v obchodne váženom vyjadrení (graf 18). Nominálny efektívny výmenný kurz eura meraný voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny bol počas

sledovaného obdobia stabilný (+0,4 %). Táto stabilita odzrkadľovala vzájomnú kompenzáciu kurzov jednotlivých obchodných partnerov. Konkrétne sa euro posilnilo najmä voči japonskému jenu (+5,5 %) a britskej libe (+1,6 %), čo odrážalo neistotu v súvislosti s výhľadom fiškálnej a menovej politiky v Japonsku a Spojenom kráľovstve. Tlak na posilnenie eura bol kompenzovaný jeho oslabením voči čínskemu juanu (-0,8 %) a poľskému zlotému (-1,3 %). Euro zostalo stabilné voči americkému doláru (+0,3 %) a počas sledovaného obdobia sa pohybovalo v blízkosti svojho historického priemeru 1,18, keďže výrazné posilňovanie pozorované začiatkom roka 2025 sa stabilizovalo. Táto stabilita odrážala lepšie než očakávaný makroekonomický vývoj v eurozóne aj v Spojených štátoch, a tiež do veľkej miery nezmenené príslušné očakávania v oblasti menovej politiky.

Graf 18

Zmeny výmenného kurzu eura voči vybraným menám

(percentuálna zmena)



Zdroj: Výpočty ECB.

Poznámka: EER-41 je nominálny efektívny výmenný kurz eura voči menám 41 najdôležitejších obchodných partnerov eurozóny. Kladná (záporná) zmena znamená posilnenie (oslabenie) eura. Všetky zmeny sú vypočítané podľa výmenných kurzov zo 17. decembra 2025.

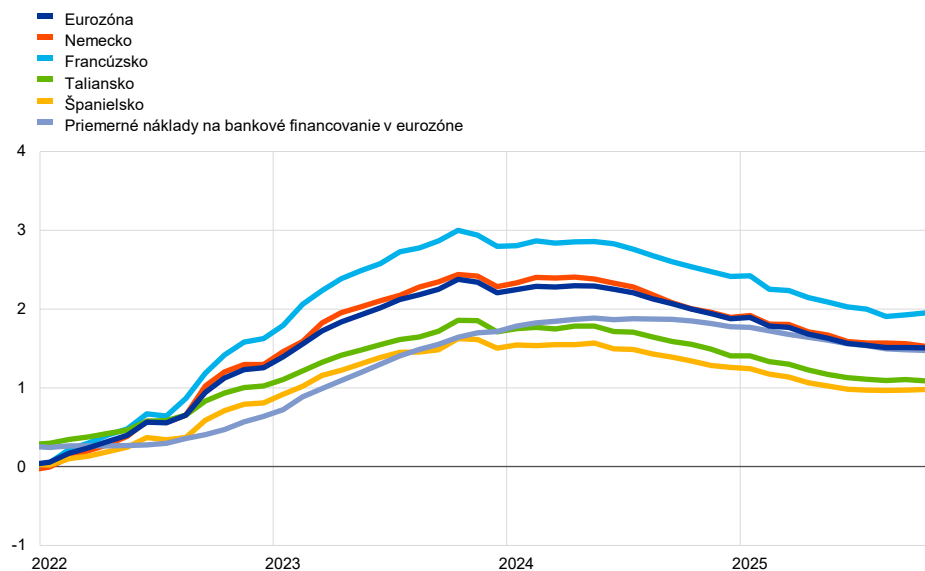
Sadzby bankových úverov podnikom zostali od leta v podstate stabilné po tom, ako v dôsledku predchádzajúcich znížení sadzieb ECB klesali. Priemerná úroková sadzba nových podnikových úverov zotrvala v októbri na úrovni 3,5 % a nových hypotekárnych úverov na úrovni 3,3 %. Rast úverov podnikom a domácnostiam sa ďalej postupne zvyšoval, ale celkovo zostal mierny. V období od 11. septembra do 17. decembra 2025 sa v dôsledku vyšších bezrizikových sadzieb zvýšili náklady podnikov na dlhové financovanie na trhu aj na kapitálové financovanie. Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu (M3) zostala v októbri bez zmeny na úrovni 2,8 %.

Náklady bánk na financovanie zostali v októbri 2025 vo všeobecnosti stabilné.

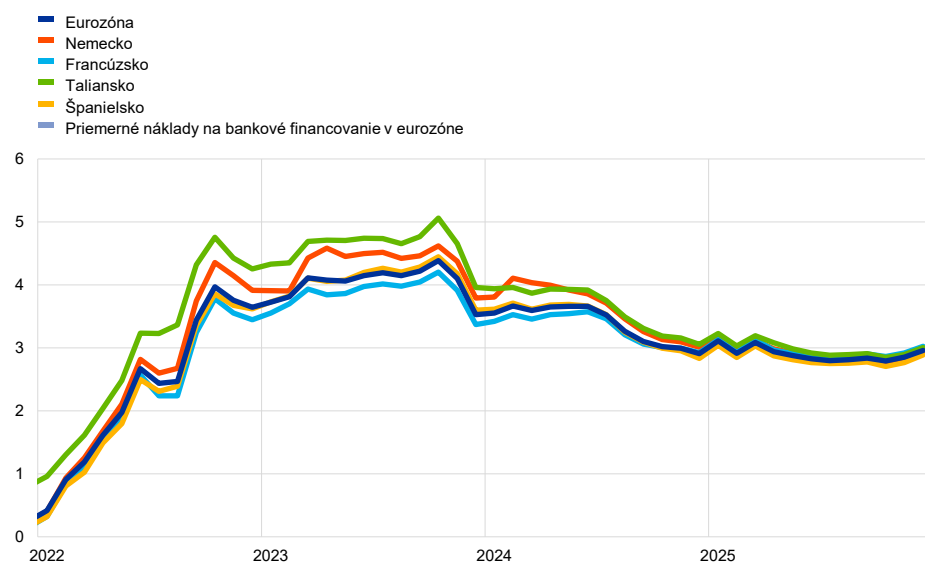
Zložené náklady na dlhové financovanie bánk v eurozóne dosiahli v októbri úroveň 1,5 % (graf 19, panel a). Z údajov dostupných v polovici decembra vyplýva, že výnosy bankových dlhopisov sa pohybovali stabilne okolo 3 % (graf 19, panel b). Úrokové sadzby jednodňových vkladov a vkladov s výpovednou lehotou, ako aj medzibankové sadzby sa v októbri v podstate nezmenili, kým pri sadzbách termínovaných vkladov domácností bol zaznamenaný mierny nárast. Rozdiel medzi sadzbami termínovaných vkladov a jednodňových vkladov podnikov aj domácností sa v októbri v podstate nezmenil. Zložená sadzba vkladov zostala v októbri na úrovni 0,9 %, teda približne 60 bazických bodov pod jej najvyššou úrovňou v máji 2024.

Graf 19**Zložené náklady bánk na financovanie vo vybraných krajinách eurozóny****a) Zložené náklady bánk na dlhové financovanie**

(v % za rok)

**b) Výnosy bankových dlhopisov**

(v % za rok)



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

Poznámka: Zložené náklady bánk na financovanie sú priemerom nákladov na nové obchody zahŕňajúce jednoduché vklady, vklady s výpovednou lehotou, termínované vklady, dlhopisy a medzibankové pôžičky, vážených ich príslušnými zostatkami. Pri priemerných nákladoch bánk na financovanie sa používajú rovnaké váhy, ale vychádzajú zo sadzieb pre nesplatené vklady a medzibankové financovanie a z výnosu do splatnosti pri emisii dlhopisov. Výnosy bankových dlhopisov predstavujú mesačné priemery dlhopisov nadriadenej tranže. Posledné údaje o zložených nákladoch bánk na dlhové financovanie sú z októbra 2025 (panel a) a o výnosoch bankových dlhopisov zo 17. decembra 2025 (panel b).

Sadby bankových úverov podnikom a domácnostiam sa od septembra stabilizovali v dôsledku nezmenených menovopolitických sadzieb

a obmedzených pohybov dlhodobých sadzieb. Náklady na bankové úvery pre nefinančné spoločnosti (NFC) zostali v októbri 2025 nezmenené na úrovni 3,5 %,

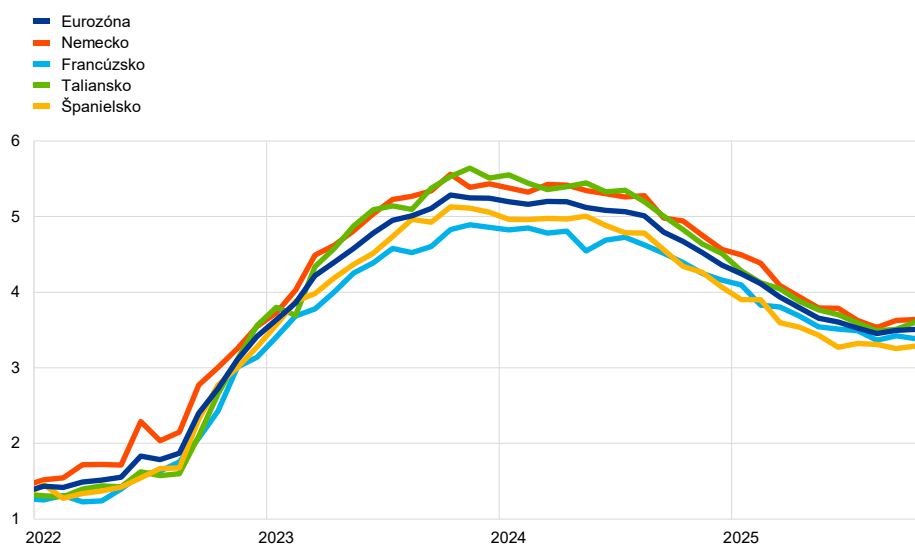
čo je približne o 1,8 percentuálneho bodu menej ako maximum z októbra 2023, s malými odchýlkami medzi väčšími krajinami eurozóny (graf 20, panel a). Spread medzi úrokovými sadzbami malých a veľkých úverov podnikom zostal v októbri vo všeobecnosti stabilný, pričom v najväčších ekonomikách eurozóny bol vývoj nerovnomerný. Náklady na úvery domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie zostali v októbri nezmenené na úrovni 3,3 %, približne 70 bazických bodov pod maximum z novembra 2023, s menšími rozdielmi medzi väčšími krajinami eurozóny (graf 20, panel b). Rozdiel medzi úrokovými sadzbami úverov pre domácnosti a podniky, ktorý v marci 2024 dosiahol vrchol na úrovni 140 bazických bodov, sa stabilizoval na úrovni 20 bazických bodov. Veľkosť tohto rozdielu odzrkadľuje najmä skutočnosť, že úvery domácnostiam majú v mnohých krajinách eurozóny zvyčajne fixácie úrokových sadzieb na dlhšie obdobia, vďaka čomu sú menej citlivé na kolísanie krátkodobých trhových sadzieb.

Graf 20

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

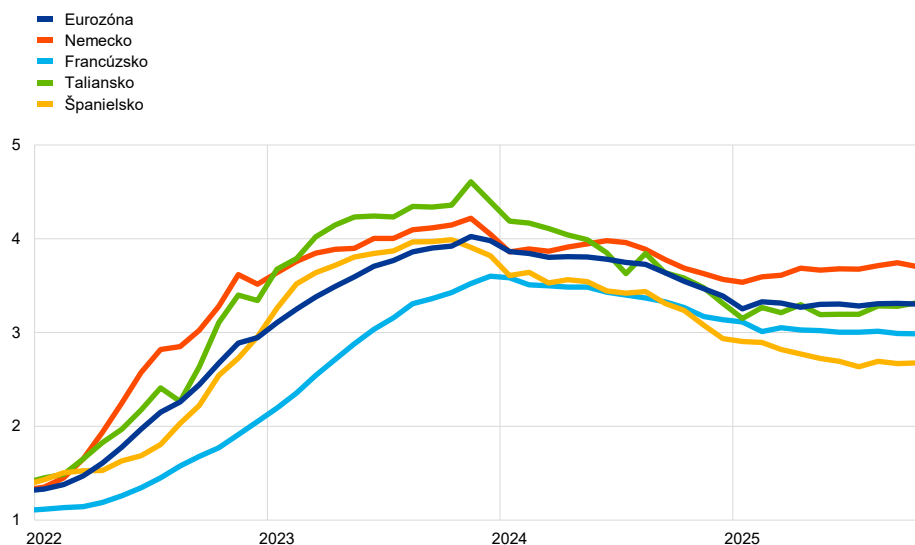
a) Úrokové sadzby úverov nefinančným spoločnostiam

(v % za rok)



b) Úrokové sadzby úverov domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie

(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 klzavého priemeru objemu nových obchodov. Posledné údaje sú z októbra 2025.

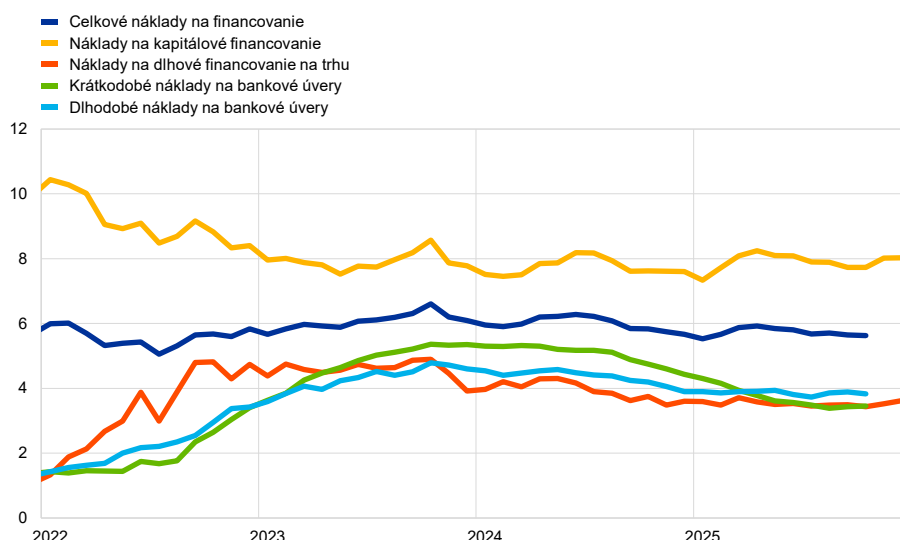
V období od 11. septembra do 17. decembra 2025 sa zvýšili náklady na dlhové financovanie na trhu aj kapitálové financovanie. Celkové náklady nefinančných spoločností na financovanie – teda zložené náklady na bankové úvery, na trhové dlhové financovanie a na kapitálové financovanie – sa v októbri v porovnaní

s predchádzajúcim mesiacom nezmenili a zostali na úrovni 5,7 % (graf 21).⁸ Táto stabilita odzrkadľovala vyššie náklady na kapitálové financovanie, ktoré boli vo veľkej miere kompenzované poklesom nákladov na trhové dlhové financovanie zaznamenaným v októbri v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom. Náklady na bankové úvery zostali v rovnakom období takmer nezmenené. Denné údaje za celé sledované obdobie od 11. septembra do 17. decembra 2025 ukazujú, že náklady na trhové dlhové financovanie a v menšej miere aj na kapitálové financovanie stúpali. Rast nákladov na trhové dlhové financovanie bol spôsobený posunom bezrizikových sadzieb nahor, kým spready podnikových dlhopisov mierne klesli. Nárast bezrizikovej sadzby aproximovanej desaťročnou sadzbou jednoduchých indexových swapov viedol tiež k zvýšeniu nákladov na kapitálové financovanie, aj napriek miernemu poklesu trhovej rizikovej prémie.

Graf 21

Nominálne náklady na vonkajšie financovanie podnikov eurozóny podľa zložiek

(v % za rok)



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

Poznámka: Celkové náklady na financovanie nefinančných spoločností vychádzajú z mesačných údajov a počítajú sa ako vážený priemer dlhodobých a krátkodobých nákladov na bankové úvery (mesačné priemerné údaje), trhové dlhové financovanie a kapitálové financovanie (údaje z konca mesiaca) na základe ich príslušných zostatkov. Posledné údaje v prípade nákladov na trhové dlhové financovanie a nákladov na kapitálové financovanie (denné údaje) sú zo 17. decembra 2025 a v prípade celkových nákladov na financovanie a nákladov na bankové úvery (mesačné údaje) z októbra 2025.

Rast úverov podnikom a domácnostiam zostal mierny a pod historickým

priemerom. Ročná miera rastu bankových úverov podnikom zostala v októbri 2025 v porovnaní so septembrom na nezmenenej úrovni 2,9 %. Od začiatku roka 2025 sa postupne zvyšovala, ale zostala pod svojím historickým priemerom 4,3 % (graf 22, panel a). Ročná miera rastu dlhového financovania podnikov sa v októbri mierne zvýšila na 3,2 %, no zostáva pod historickým priemerom 4,8 %. Prieskum ECB o poskytovaní bankových úverov v eurozóne z októbra 2025 odhalil zvýšenú neochotu bánk podstupovať riziko. Zároveň naznačil malé, neočakávané čisté sprísnenie úverových štandardov podnikových úverov a mierny čistý nárast dopytu po nových úveroch, ktorý však zostal celkovo slabý. Úvery domácnostiam sa ďalej

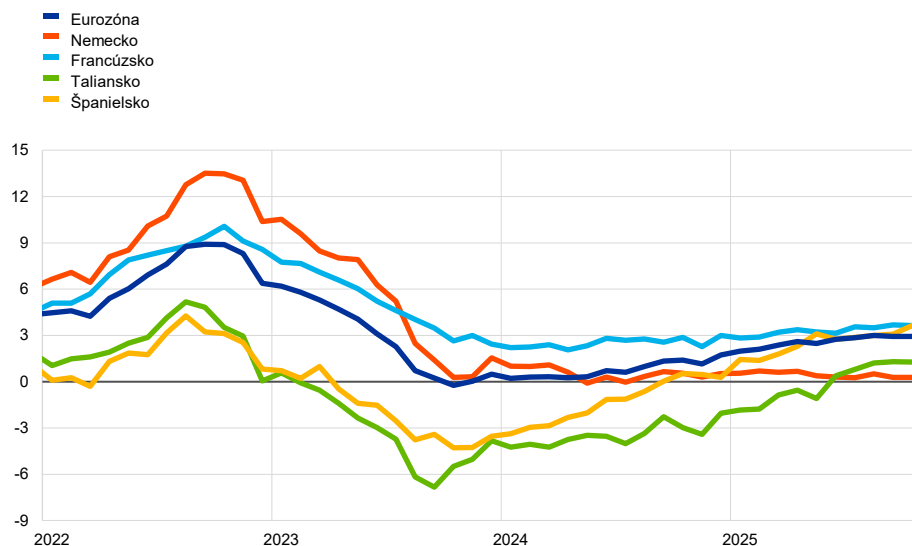
⁸ Vzhľadom na oneskorenú dostupnosť údajov o nákladoch na bankové úvery sú údaje o celkových nákladoch nefinančných spoločností na financovanie k dispozícii len do októbra 2025.

postupne zotavovali, pričom ročná miera rastu sa zo septembrových 2,6 % dostala v októbri na 2,8 %, čo je stále výrazne pod historickým priemerom 4,1 % (graf 22, panel b). Tento rastúci trend podporili úvery domácnostiam na kúpu nehnuteľnosti na bývanie aj rast spotrebiteľských úverov. Ostatné druhy úverov domácnostiam vrátane úverov pre drobných podnikateľov zostali naproti tomu naďalej slabé. Podľa najnovšieho [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#) ECB domácnosti v októbri vnímali prístup k úverom ako mierne ťažší, ale súčasne očakávali, že v nasledujúcich 12 mesiacoch zostane stabilný. Pokračujúce pomerne pomalé tempo rastu úverov čiastočne odráža vyššiu mieru neistoty v súvislosti s globálnymi hospodárskymi politikami. Zreteľne sa to prejavilo najmä v prvej polovici roka 2025, okrem iného aj v dôsledku vývoja obchodnej politiky v Spojených štátoch.⁹

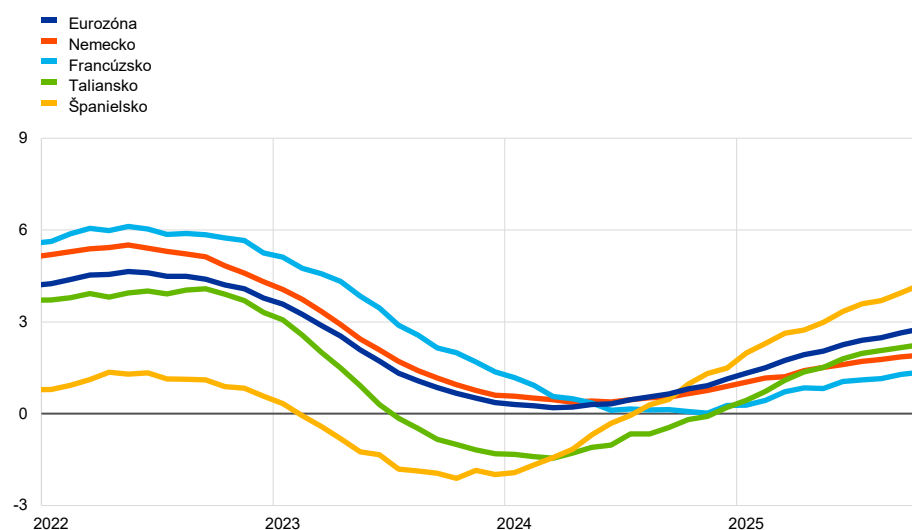
⁹ [More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#), *The ECB Blog*, 2. október 2025.

Graf 22**Úvery PFI vo vybraných krajinách eurozóny****a) Úvery PFI nefinančným spoločnostiam**

(ročná percentuálna zmena)

**b) Úvery PFI domácnostiam**

(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 októbra 2025.

Ročná miera rastu širokého peňažného agregátu (M3) sa v októbri stabilizovala vďaka stabilnej dynamike úverov a vkladov domácností a podnikov (graf 23).

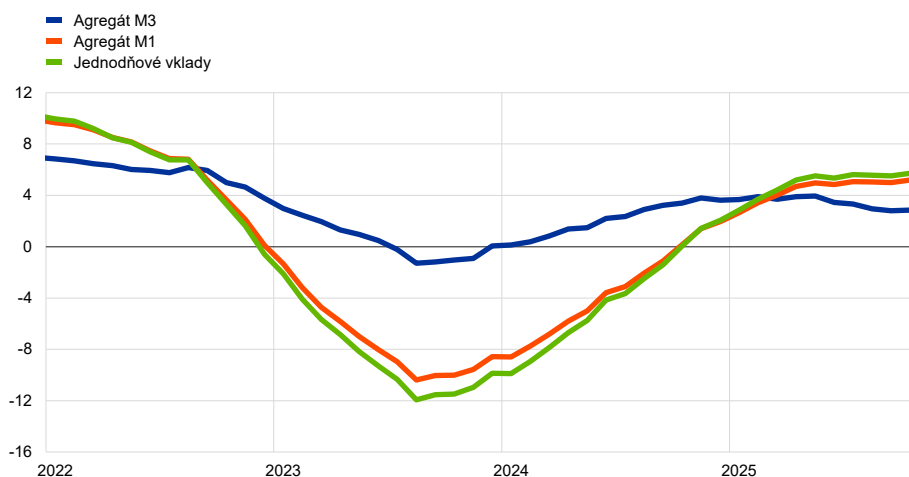
Postupný pokles rastu agregátu M3, pozorovaný od februára 2025, sa v októbri zastavil a medziročne zostal nezmenený na úrovni 2,8 %, ktorá je výrazne nižšia v porovnaní s úrovňou 4 % v začiatku roka 2025 aj s jej dlhodobým priemerom 6,1 %. Ročný rast úzkeho peňažného agregátu (M1), ktorý zahŕňa najlikvidnejšie zložky M3, sa zvyšoval relatívne stabilným tempom, na 5,2 %

v októbri, oproti septembrovým 5,0 %. K rastu agregátu M1 naďalej prispievali jednoduchové vklady, čo odráža silnú preferenciu likvidných aktív zo strany podnikov a domácností. Z pohľadu protistrán úvery domácnostiam a podnikom ďalej mierne prispievali k tvorbe peňažnej masy. Čisté zahraničné peňažné toky sa podľa všetkého oslabili a v porovnaní s rokom 2024 sú volatilnejšie. Rast peňažnej zásoby v prostredí silnej ponuky dlhopisov podporili nákupy štátnych dlhopisov bankami. Tento vývoj prebiehal na pozadí pokračujúceho poklesu súvahy Eurosystému s pasívnym útlmom portfólií v programe nákupu aktív (APP) a núdzovom pandemickom programe nákupu aktív (PEPP), čo ďalej oslabovalo rast M3.

Graf 23

Agregáty M3 a M1 a jednoduchové vklady

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



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú z októbra 2025.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2025 by sa mal rozpočtový deficit verejných financií eurozóny znížiť z 3,1 % HDP v roku 2024 na 3,0 % HDP v roku 2025, následne sa v roku 2027 zvýši na 3,5 % a v roku 2028 klesne na 3,4 % HDP. Zhruba v súlade s týmto trendom sa predpokladá, že fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2025 mierne sprísni, v roku 2026 uvoľní a následne sa v rokoch 2027 a 2028 opäť sprísni. Predpoklady a projekcie v oblasti fiškálnej politiky sú však naďalej spojené s vysokou mierou neistoty.¹⁰ Európska komisia prijala jesenný balík na rok 2026 a očakáva, že väčšina členských štátov bude spĺňať svoje záväzky alebo bude vystavená len obmedzenému riziku nesplnenia, pričom sa zohľadňuje aktivácia národnej únikovej doložky. Zároveň je pozitívne, že v eurozóne ako celku rastú investície financované z vnútroštátnych zdrojov. Vlády by mali klásť dôraz na udržateľné verejné financie, strategické investície a štrukturálne reformy podporujúce rast.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystému z decembra 2025 sa rozpočtové saldo verejnej správy eurozóny počas sledovaného obdobia postupne zlepší (graf 24).¹¹ Po miernom poklese očakávanom v roku 2025 sa predpokladá, že rozpočtový deficit eurozóny sa v roku 2027 pomerne výrazne zvýši na 3,5 % HDP a následne sa v roku 2028 zníži iba minimálne na 3,4 % HDP. Tento nárast je odrazom rastúcich úrokových platieb (z 1,9 % HDP v roku 2024 na 2,3 % v roku 2028), ktoré len okrajovo vyvažuje vplyv hospodárskeho cyklu. Cyklická zložka teda počas sledovaného obdobia zostáva vo všeobecnosti neutrálna, v roku 2028 sa zmení na mierne kladnú, pričom cyklicky upravené primárne saldo je v podstate nezmenené (po zohľadnení grantov programu Next Generation EU – NGEU). V porovnaní s projekciami odborníkov ECB zo septembra 2025 sa predpokladaný vývoj rozpočtového salda na roky 2025 až 2027 upravil mierne nadol, a to najmä v dôsledku cyklicky upraveného primárneho salda, ktoré viac než kompenzuje mierne zlepšenie cyklickej zložky.

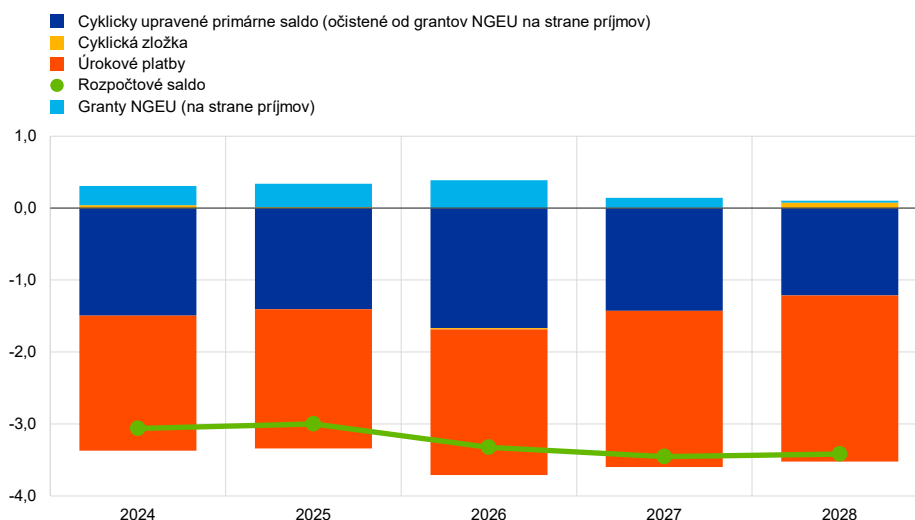
¹⁰ Fiškálne plány niektorých veľkých krajín eurozóny ešte nie sú dokončené, alebo sú vzhľadom na prevládajúcu politickú situáciu už neaktuálne.

¹¹ Ďalšie podrobnosti sú v [Makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystému pre eurozónu, december 2025](#), zverejnených 18. decembra 2025 na internetovej stránke ECB.

Graf 24

Rozpočtové saldo a jeho zložky

(v % HDP)



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

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

Po miernom sprísnení v roku 2025 sa očakáva, že fiškálna pozícia eurozóny sa v roku 2026 uvoľní a v rokoch 2027 a 2028 opäť sprísni.¹²

Ročná zmena cyklicky upraveného primárneho salda očisteného od grantov poskytovaných krajinám v rámci nástroja NGEU poukazuje v nasledujúcich rokoch, s výnimkou roka 2026, na mierne sprísnenie. Toto sprísnenie v roku 2025 je spôsobené najmä diskrečnými opatreniami na strane príjmov vrátane zvýšenia príspevkov na sociálne zabezpečenie a v menšej miere aj zvýšenia priamych a nepriamych daní. Toto zvýšenie čiastočne kompenzoval pokračujúci rast verejných výdavkov. V roku 2026 sa predpokladá, že najmä v dôsledku vyšších verejných investícií sa fiškálna pozícia uvoľní. V roku 2027 konsolidáciu v mnohých krajinách, najmä v Nemecku, vyvažujú stimulačné opatrenia (okrem iného v nadväznosti na ukončenie financovania z nástroja NGEU). Odložené výdavky financované z nástroja NGEU, najmä v Španielsku a Taliansku, navyše zmierňujú sprísnenie fiškálnej pozície v roku 2027. Očakáva sa, že fiškálna pozícia eurozóny sa bude v roku 2028 ďalej sprísňovať, aj keď o niečo pomalším tempom ako v roku 2027. Toto mierne sprísňovanie však zakrýva rozdiely medzi jednotlivými krajinami, keď výrazne uvoľnená fiškálna pozícia v Nemecku kompenzuje jej výrazné sprísnenie vo Francúzsku, Španielsku a Taliansku. Sprísnenie v Španielsku a Taliansku vyplýva najmä z nižšej úrovne výdavkov, hlavne na kapitálové transfery a investície, ktoré sa predtým financovali z prostriedkov NGEU.

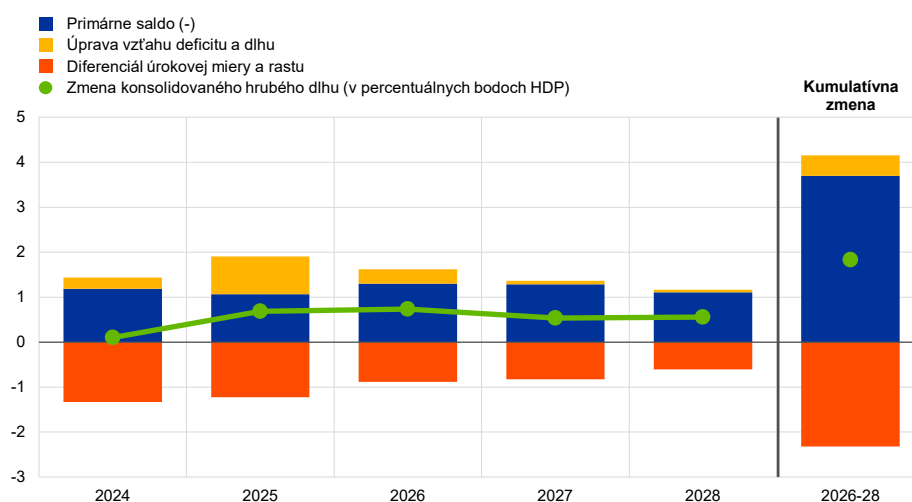
¹² Fiškálna pozícia odráža smerovanie a rozsah vplyvu fiškálnych stimulov na hospodárstvo nad rámec automatickej reakcie verejných financií na vývoj obchodného cyklu. V tomto prípade sa meria ako zmena pomeru cyklicky upraveného primárneho salda bez štátnej pomoci finančnému sektoru. Keďže vyššie rozpočtové príjmy súvisiace s grantmi nástroja NGEU z rozpočtu EÚ neznižujú dopyt, cyklicky upravené primárne saldo sa upravuje tak, aby tieto príjmy nezahŕňalo. Konceptia fiškálnej pozície eurozóny sa podrobne rozoberá v článku s názvom *The euro area fiscal stance*, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

Pomer dlhu k HDP v eurozóne vykazuje rastúci trend (graf 25). Predpokladá sa, že pomer dlhu k HDP v eurozóne sa zvýši z 86,6 % v roku 2024 na 89,2 % v roku 2028, keďže primárne deficity a kladné úpravy vzťahu deficitu a dlhu prevažujú nad priaznivými, aj keď klesajúcimi účinkami diferenciálov medzi úrokovými mierami a hospodárskym rastom. V porovnaní s projekciami zo septembra 2025 sa trajektória dlhu verejnej správy upravila smerom nadol. Zníženie projekcie odráža bázické efekty vyplývajúce zo štatistických revízií v roku 2024 a priaznivejšie diferenciály medzi úrokovými mierami a hospodárskym rastom.

Graf 25

Faktory zmeny dlhu verejnej správy eurozóny

(v % HDP, ak nie je uvedené inak)



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

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

Európska komisia 25. novembra prijala jesenný balík na rok 2026, v ktorom sa stanovujú priority hospodárskej politiky a politiky zamestnanosti. Tento balík zahŕňa hodnotenie Komisie týkajúce sa súladu členských štátov EÚ s fiškálnym rámcom EÚ a poskytuje usmernenia pre ich fiškálne politiky v roku 2026. Obsahuje aj hodnotenie Komisie týkajúce sa návrhov rozpočtových plánov krajín eurozóny na rok 2026. Nie všetky krajiny eurozóny však Komisii predložili svoje rozpočtové plány, a to najmä z dôvodu svojich volebných cyklov.¹³ Je povzbudivé, že na základe analýzy Komisie sa očakáva, že väčšina členských štátov bude svoje záväzky spĺňať, alebo bude vystavená len obmedzenému riziku ich nesplnenia, pričom sa zohľadňuje aktivácia národnej únikovej doložky. Zároveň je pozitívne, že v eurozóne ako celku rastú investície financované z vnútroštátnych zdrojov. Vlády by mali klásť dôraz na udržateľné verejné financie, strategické investície a štrukturálne reformy podporujúce rast.

¹³ Návrhy rozpočtových plánov musia ešte predložiť Belgicko a Španielsko. Rakúsko predložilo návrh rozpočtového plánu na roky 2025 a 2026 v máji a podľa posúdenia Komisie je v súlade s ustanoveniami Paktu stability a rastu.

Zavedenie eura v Bulharsku

Matteo Falagiarda, Christine Gartner a Steffen Osterloh

Dňa 1. januára 2026 Bulharsko prijalo euro a stalo sa 21. členom eurozóny.

Hodnotenia uvedené v posledných konvergenčných správach Európskej komisie (2025) a Európskej centrálnej banky (ECB, 2025) pripravili pôdu na prijatie eura v Bulharsku, a tým aj na ďalšie rozšírenie eurozóny po pristúpení Chorvátska v roku 2023.¹ Dňa 8. júla 2025 formálne schválila vstup Bulharska do eurozóny Rada Európskej únie, ktorá stanovila konverzný kurz bulharského leva na úrovni 1,95583 leva za euro. Tento kurz predstavoval centrálnu paritu leva počas obdobia účasti krajiny v mechanizme výmenných kurzov (ERM II).² Prijatie eura v Bulharsku dokazuje, že členstvo v eurozóne zostáva atraktívnou perspektívou aj v čase vysokej neistoty a geopolitického napätia.

Bulharsko je dobre integrované s eurozónou prostredníctvom obchodných a finančných prepojení.

Krajina má približne 6,5 milióna obyvateľov a jej HDP predstavuje zhruba 0,7 % HDP eurozóny. Jej hospodárska štruktúra je veľmi podobná štruktúre eurozóny ako celku, keď priemysel (vrátane stavebníctva) a služby prispievajú k hrubej pridanej hodnote okolo 29 % a 68 %, oproti približne 26 % a 72 % v eurozóne. Eurozóna je hlavným obchodným a finančným partnerom Bulharska (graf A, panel a). Jeho ekonomika pred prijatím eura vykazovala relatívne vysoký stupeň euroizácie. Približne 70 % štátneho dlhu spolu s významným podielom dlhu nefinančných spoločností už bolo denominovaných v eurách, čo odzrkadľuje menová skladba úspor domácností a likvidných aktív podnikov, ktoré sú vo veľkej miere držané vo forme vkladov (graf A, panel b). Menová politika Bulharska je už viac ako 25 rokov zosúladená s menovou politikou ECB prostredníctvom menovej rady, ktorá udržiava pevný výmenný kurz BGN/EUR. Odrazom hlbokjej integrácie Bulharska s eurozónou je synchronizácia jeho hospodárskeho cyklu s hospodárskym cyklom eurozóny v priebehu 15 rokov pred prijatím eura. V bulharskom bankovom systéme majú navyše dominantnú úlohu banky vo vlastníctve finančných inštitúcií so sídlom v iných krajinách eurozóny.

¹ Falagiarda a Gartner (2022).

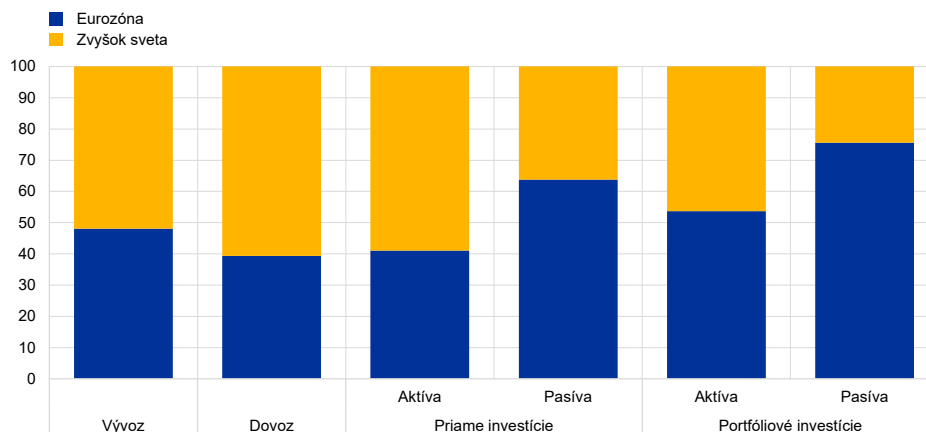
² Dorrucchi et al. (2020).

Graf A

Prepojenia Bulharska s eurozónou

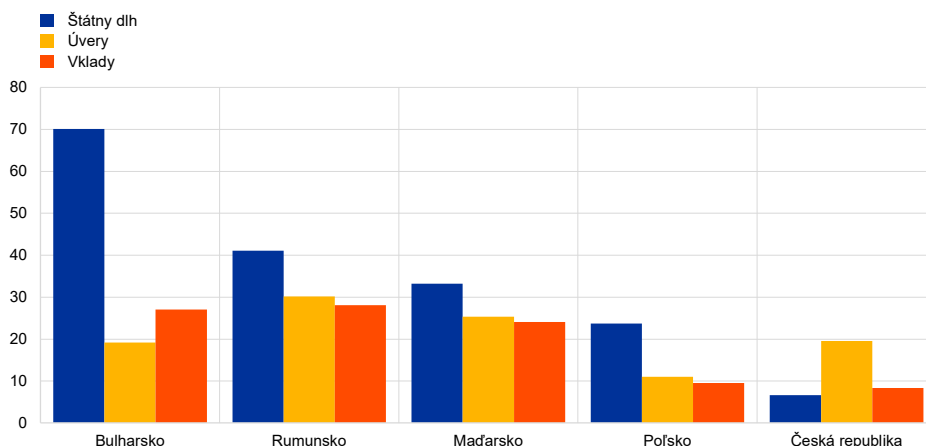
a) Obchodné a finančné prepojenia

(percentuálny podiel na celku)



b) Podiel štátneho dlhu, úverov a vkladov v eurách

(percentuálny podiel na celku)



Zdroj: ECB a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Panel a): Údaje sú za rok 2024. Vývoz a dovoz sa týkajú iba obchodu s tovarom. Panel b): Údaje vyjadrujú zostatky úverov a vkladov domácich súkromných sektorov (bez peňažných finančných inštitúcií) ku koncu októbra 2025 a stav dlhu verejnej správy ku koncu roka 2024.

Rovnako ako ostatné krajiny, ktoré prijali euro, by aj Bulharsko malo ťažiť z nižších transakčných a úverových nákladov. Vzhľadom na hlbokú integráciu Bulharska s eurozónou a jeho záväzok udržiavať zdravú fiškálnu, štrukturálnu a finančnú politiku sa očakáva, že prijatie eura krajine prinesie rad ekonomických výhod. Patria medzi ne: i) zvýšenie zahraničného obchodu a investícií v dôsledku nižších transakčných nákladov; ii) lepšia transparentnosť a porovnateľnosť cien a iii) väčšia dôvera investorov.³ Vďaka dobre ukotveným inflačným očakávaniam a zníženiu regulačných nákladov pre banky, ako napríklad nižšie povinné minimálne rezervy, sa očakáva, že ekonomika bude profitovať aj z nižších nákladov na úvery.

³ Niektoré z týchto výhod sa už prejavili v podobe nedávneho zvýšenia úverového ratingu Bulharska.

Prijatie eura Bulharsku navyše umožní podieľať sa na rozhodovacom procese eurozóny a ovplyvňovať príslušné hospodárske politiky.

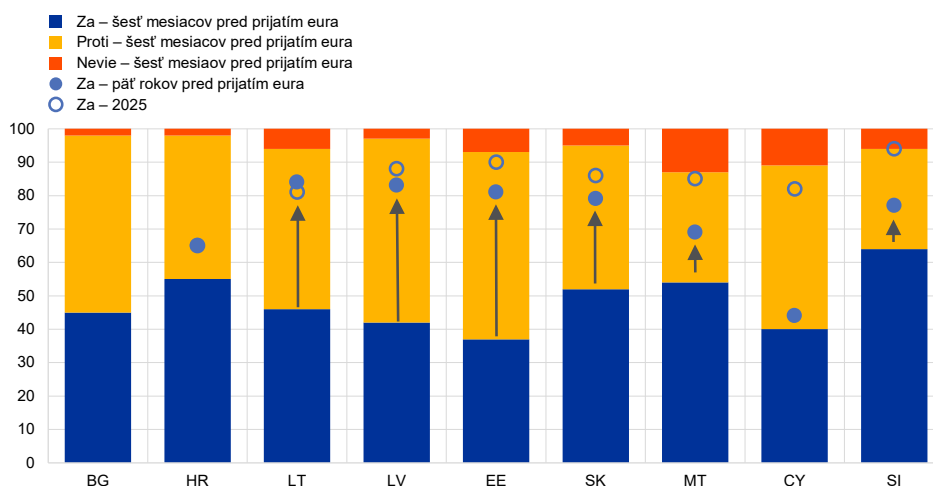
Náklady a riziká spojené s prijatím eura by mali byť podľa očakávaní zanedbateľné a z veľkej časti jednorazové.

Pri vstupe krajiny do eurozóny sú hlavnými zdrojmi obáv náklady na prechod na euro a možnosť neopodstatneného zvýšenia cien pri ich prepočte.⁴ Na zmiernenie týchto obáv bulharské orgány prijali viacero opatrení, medzi ktoré patrí posilnené monitorovanie cien a kontroly zamerané na boj proti nekalým praktikám, ako aj dlhé povinné obdobie uvádzania duálnych cien, ktoré začalo 8. augusta 2025 a skončí sa 8. augusta 2026. Podpora eura zo strany bulharskej verejnosti však zostáva relatívne nízka, najmä v dôsledku obáv z rastu cien. Rovnakej situácii čelili krajiny pri predchádzajúcich prechodoch na euro, ale podpora sa zvyčajne následne zvýšila (graf B).⁵ Vzhľadom na vysokú úroveň hospodárskej a finančnej integrácie Bulharska s eurozónou a dlhodobu fixný kurz BGN/EUR nehrá strata flexibility výmenného kurzu ako stabilizačného nástroja prakticky žiadnu úlohu.

Graf B

Postoje voči euru

(percentuálny podiel na celku)



Zdroj: Európska komisia (Eurobarometer).

Poznámka: Stĺpce znázorňujú odpovede na otázku „Vo všeobecnosti ste osobne skôr za alebo proti plánu zaviesť euro vo vašej krajine?“ v prieskume Eurobarometra s názvom „Zavedenie eura v členských štátoch, ktoré ešte neprijali spoločnú menu“. Plné body znázorňujú odpovede na otázku „Ste skôr za alebo proti európskej hospodárskej a menovej únii s jednotnou menou eustom?“ v štandardnom jesennom prieskume Eurobarometra (pre Chorvátsko, jar 2025). Prázdne body znázorňujú odpovede na rovnakú otázku v štandardnom jarnom prieskume Eurobarometra 2025.

Bulharsko od vstupu do EÚ v roku 2007 dosiahlo významný pokrok

v konvergencii k eurozóne. Výrazné makroekonomické nerovnováhy, ktoré existovali pred pandémiou COVID-19 – ako napríklad negatívna vonkajšia pozícia, krehkosť finančného sektora a vysoká zadlženosť podnikov – boli postupne korigované prostredníctvom dôveryhodných politických opatrení a obozretnej fiškálnej politiky. Bulharsko dosiahlo tiež významný pokrok v oblasti konvergencie v reálnom vyjadrení: HDP na obyvateľa, ktorý v roku 2006 predstavoval približne

⁴ Viac informácií o odhadovanom vplyve prechodu na euro na ceny v Chorvátsku a počas predchádzajúcich prechodov sa uvádza vo Falagiarda et al. (2023).

⁵ Viac tiež v Dreher a Hernborg (2025).

35 % priemeru eurozóny, dosiahol v roku 2025 úroveň mierne nad 60 % (graf C, panel a). Krajina zároveň dosiahla väčšiu finančnú integráciu, pričom rámec úzkej spolupráce (zavedený v roku 2020) prispel jednak k zosúladieniu štandardov dohľadu so štandardmi eurozóny, jednak k posilneniu finančnej stability.

Hoci nedávne šoky bulharská ekonomika zvládla pomerne dobre, riziká inflačnej konvergenzie pretrvávajú. Bulharská ekonomika v priebehu pandémie, ako aj pri nedávnych výkyvoch cien energií a geopolitickom napätí preukázala odolnosť. Vzhľadom na malú veľkosť a otvorenosť však zostáva vystavená vonkajším šokom.⁶ Pre vysokú energetickú náročnosť výroby a veľký podiel energií a potravín v spotrebe domácností inflácia citlivo reaguje na vonkajšie cenové výkyvy.⁷ Ďalšie riziká jej zvyšovania prináša silná dynamika miezd a úverov, napriek ich zmierňovaniu. Relatívne nízke úrovne príjmov a cien v Bulharsku v porovnaní s ostatnými krajinami, ktoré prijali euro (graf C, panel b), naznačujú, že reálna a nominálna konvergenca bude z dlhodobého hľadiska pravdepodobne pokračovať.

⁶ Napríklad Bijsterbosch et al. (2025).

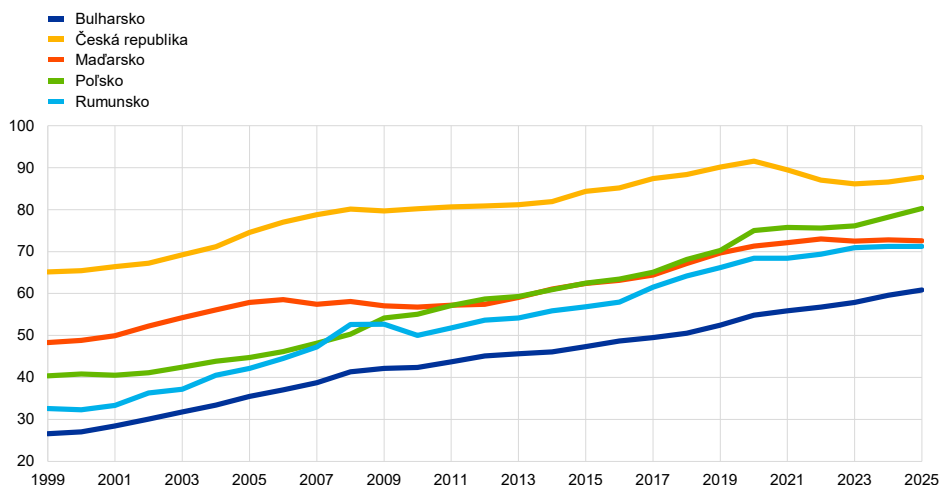
⁷ Ďalšie podrobnosti o dôvodoch a dôsledkoch vysokej inflácie v posledných rokoch v krajinách strednej a východnej Európy patriacich do eurozóny, ktorých ekonomiky majú podobné štrukturálne črty ako ekonomiky krajín strednej a východnej Európy mimo eurozóny, napríklad Bulharska, uvádza Falagiarda (2024).

Graf C

Reálny HDP na obyvateľa v porovnaní s priemerom eurozóny

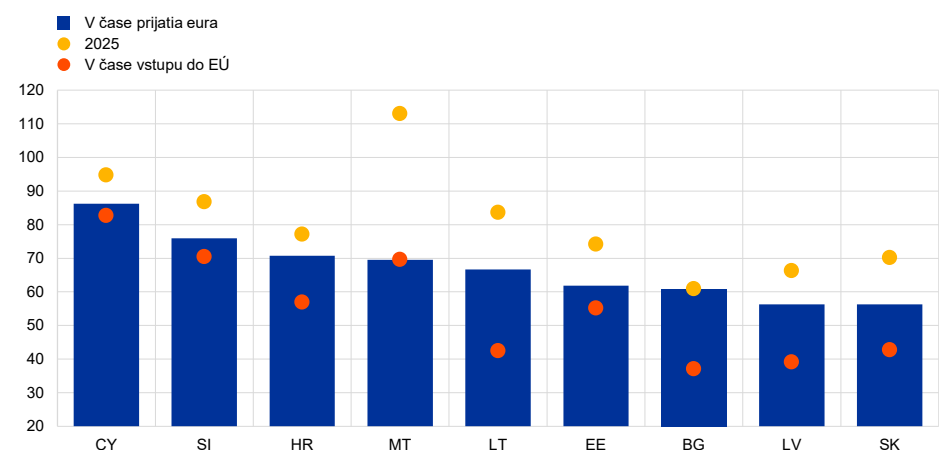
a) Vývoj v priebehu času a v porovnaní s podobnými krajinami v regióne

(index: eurozóna = 100)



b) Porovnanie s inými krajinami, ktoré prijali euro

(index: eurozóna = 100)



Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO) a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Reálny HDP na obyvateľa je vyjadrený v jednotkách kúpnej sily. Údaje za rok 2025 sú prevzaté z hospodárskej prognózy Európskej komisie z jesene 2025. Panel b): Modré stĺpce znázorňujú reálny HDP na obyvateľa v roku pred prijatím eura (napr. 2007 pre Cyprus; 2025 pre Bulharsko) v porovnaní s priemerom eurozóny (EA20). Červené body znázorňujú reálny HDP na obyvateľa v roku pred vstupom do EÚ (napr. 2003 pre Cyprus, 2006 pre Bulharsko) v porovnaní s priemerom EA20, zatiaľ čo žlté body znázorňujú odhadovanú úroveň za rok 2025 v porovnaní s priemerom EA20.

Bulharsko si udržuje dobré fiškálne výsledky, ale môže čeliť tlaku na zvýšenie svojich relatívne nízkych verejných výdavkov.

Krajina počas účasti v menovej rade zaznamenala fiškálne prebytky v trinástich z posledných 27 rokov, udržala svoj dlh výrazne pod hranicou 60 % HDP (23,8 % v roku 2024, čo je druhý najnižší dlh v EÚ) a od roku 2012 nie je voči nej uplatňovaný postup pri nadmernom deficite. Tento priaznivý fiškálny vývoj podporovala obozretná fiškálna politika, ktorá bola potrebná na udržanie dôveryhodnosti menovej rady. S prijatím eura a s ústupom obmedzení vyplývajúcich z menovej rady sa však nastavenie fiškálnej politiky môže zmeniť. V prípade náznakov oslabenia finančnej disciplíny by sa postupom času mohol zvýšiť tlak na výdavky, a to najmä v tých oblastiach verejných výdavkov, kde

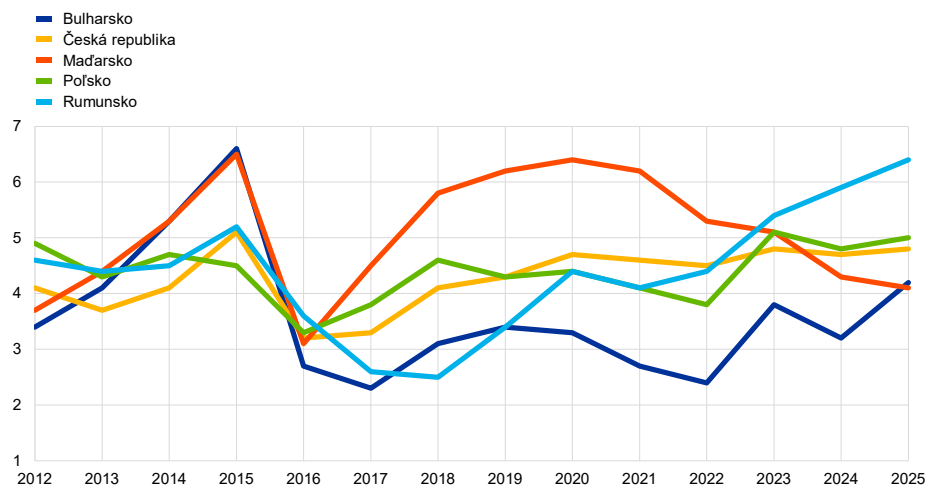
je ich podiel v súčasnosti relatívne nízky. Týka sa to predovšetkým verejných investícií, ktoré v porovnaní s ostatnými krajinami strednej a východnej Európy zostávajú na nízkej úrovni (graf D, panel a), čiastočne v dôsledku pomalšieho čerpania prostriedkov z programu Next Generation EU oproti pôvodnému plánu. V porovnaní s krajinami eurozóny sú nižšie aj výdavky na sociálne zabezpečenie, zdravotníctvo a školstvo (graf D, panel b). Ak by sa tlak na zvýšenie týchto vládnych výdavkov premietol do celkového rastu výdavkov, stabilný pomer dlhu by bolo možné udržať len za cenu zvýšenia daňových príjmov. Do budúcnosti by najlepším prístupom na dosiahnutie udržateľnej dlhodobej hospodárskej konvergenzie a zabránenie neprimeraným inflačným tlakom či strate konkurencieschopnosti, ktoré by mohli brzdiť potenciál dlhodobého hospodárskeho rastu Bulharska, bolo udržanie zdravých verejných financií podporujúcich rast v súlade s pravidlami správy ekonomických záležitostí EÚ, sprevádzané silným národným fiškálnym rámcom a pokračujúcimi štrukturálnymi reformami na posilnenie produktivity.

Graf D

Verejné investície a výdavky

a) Verejné investície

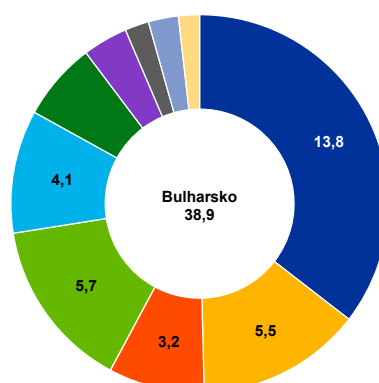
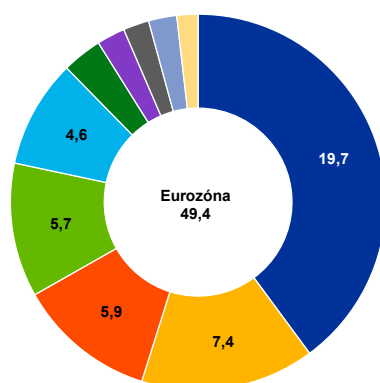
(v % HDP)



b) Výdavky verejnej správy podľa ekonomickej funkcie

(v % HDP)

- Sociálne zabezpečenie
- Zdravotníctvo
- Verejnoprospešné služby
- Hospodárske záležitosti
- Vzdelanie
- Verejný poriadok a bezpečnosť
- Obrana
- Rekreaícia, kultúra a náboženstvo
- Bývanie a občianska vybavenosť
- Ochrana životného prostredia



Zdroj: Európska komisia (databáza AMECO), Eurostat (COFOG) a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Panel a): Údaje za rok 2025 sú prevzaté z hospodárskej prognózy Európskej komisie z jesene 2025. Panel b): Údaje sú za rok 2023. Hodnoty v bielych kruhoch predstavujú celkový súčet.

Referencie

Bijsterbosch, M., Falagiarda, M. a Žideková, L. (2025), [From headlines to hard data: mapping the uneven impact of geopolitical risk in Europe](#), *The ECB Blog*, ECB, 28. november.

Dorrucci, E., Fidora, M., Gartner, C. a Zumer, T. (2020), [The European exchange rate mechanism \(ERM II\) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia](#), *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB.

Dreher, F. a Hernborg, N. (2025), [Love at second sight: support for the euro before and after adoption](#), *The ECB Blog*, ECB, 4. november.

Európska centrálna banka (ECB) (2025), [Konvergenčná správa](#), ECB, jún.

Európska komisia (2025), [Convergence Report 2025 on Bulgaria](#), *European Economy Institutional Papers*, No 320, Európska komisia, 4. jún.

Falagiarda, M. (2024), [Inflation in the eastern euro area: reasons and risks](#), *The ECB Blog*, ECB, 10. január.

Falagiarda, M. a Gartner, C. (2022), [Zavedenie eura v Chorvátsku](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB.

Falagiarda, M., Gartner, C., Mužić, I. a Pufnik, A. (2023), [Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?](#), *The ECB Blog*, ECB, 7. marec.

Od textu k problémom: hranice spoľahlivosti ukazovateľov neistoty obchodnej politiky odvodených z textu

Maximilian Schröder

Neistota súvisiaca s obchodnou politikou výrazne stúpla v dôsledku vyšších cieľ a hrozby zavedenia ďalších cieľ, čo ešte viac skomplikovalo hodnotenie globálneho ekonomického výhľadu. Zmeny v colnej a obchodnej politike,

nepredvídateľná komunikácia a odklon od multilaterálnych vzťahov založených na pravidlách smerom k bilaterálnemu presadzovaniu záujmov zvýšili neistotu pre firmy a investorov. Táto situácia vplyva na rozhodnutia týkajúce sa zásobovania, výroby a investícií a môže mať vplyv na dynamiku obchodu, investície a celkovú makroekonomickú výkonnosť. Neistota môže navyše ovplyvniť očakávania a tlmiť aktivitu, a to aj bez konkrétnych zmien v politike. Jej monitorovanie preto nadobúda kľúčový význam pri hodnotení hospodárskeho výhľadu. Neistota obchodnej politiky je dôležitou súčasťou technických predpokladov, z ktorých vychádzali posledné kolá makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu/ECB pre eurozónu.¹

Neistota obchodnej politiky je nepozorovateľnou premennou, ktorú je náročné modelovať. Na jej zachytenie sa používajú ukazovatele, ako napríklad index

neistoty obchodnej politiky (trade policy uncertainty – TPU) stanovený v Caldara et al. (2020), ktorý je založený na počítaní článkov v tlači, kde sa v tesnej blízkosti vyskytujú kľúčové slová súvisiace s obchodom a neistotou. Tento index, uvedený v grafe A pre roky 1990 – 2025, sa v rokoch 1990 – 2016 pohyboval na nízkej úrovni a následne počas prvej volebnej kampane a prezidentského mandátu Donalda Trumpa vzrástol. Rovnaký vývoj bol zaznamenaný aj počas prvého obchodného konfliktu medzi Spojenými štátmi a Čínou v rokoch 2018 – 2020. V apríli 2025 tento index dosiahol historické maximum, keď druhá Trumpova administratíva uvalila 10 % základné clo na väčšinu dovozov a dodatočné clá pre konkrétne krajiny vo výške až 50 %. Hoci sa index TPU odvtedy zmiernil, v kontexte svojho historického vývoja zostáva aj naďalej zvýšený.

Pokiaľ ide o posudzovanie makroekonomických účinkov neistoty obchodnej politiky, štandardné lineárne modely v niekoľkých posledných štvrtrokoch často naznačujú neprímerane veľké účinky. Jedným z dôvodov je skutočnosť,

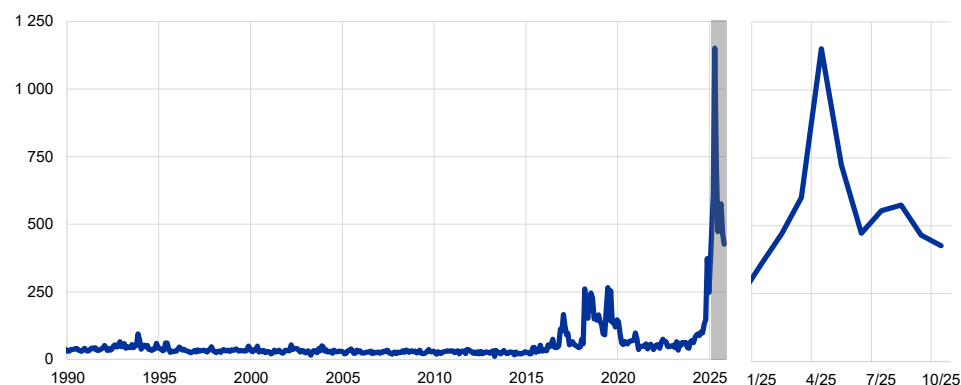
že tieto modely extrapolujú historické vzťahy, ktoré už nemusia platiť. Ďalší dôvod súvisí so samotnou konštrukciou indexu TPU: z aprílového prudkého nárastu vyplýva, že vo veľmi veľkej časti (približne 10 %) všetkých novinových článkov východiskového korpusu textových údajov sa spomínajú kľúčové slová súvisiace s neistotou obchodnej politiky, čo naznačuje, že index mohla nafúknuť zvýšená pozornosť médií alebo použitie kľúčových slov týkajúcich sa obchodnej politiky v kontexte iných tém.

¹ Viac v boxe 2 Makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu, jún 2025 a boxe 1 Makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu, september 2025.

Graf A

Index neistoty obchodnej politiky

(percento novinových článkov, v ktorých sa spomínajú kľúčové slová TPU, vynásobené 100)



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

Poznámka: Graf zobrazuje neupravený index TPU, ako sa uvádza v Caldara et al. (2020).

Kontaminácia textových ukazovateľov TPU pravdepodobne súvisí s mediálnym pokrytím obchodnej politiky, ktoré sa časovo prekrýva so širším ekonomickým alebo politickým spravodajstvom. Jednou z obáv je, že politické kroky zvýšili mieru neistoty nielen v oblasti obchodu, ale aj v iných oblastiach hospodárskej politiky. V dôsledku toho sa meraná neistota obchodnej politiky môže prekrývať s inými formami neistoty. Napríklad článok uverejnený agentúrou Reuters v júni (Saphir, 2025) spomína obchodnú politiku, ale predovšetkým v kontexte geopolitického rizika: „vzhľadom na očakávané spomalenie americkej ekonomiky pod tlakom vysokých dovozných ciel Trumpovej administratívy by mohol nárast cien ropy v dôsledku konfliktu [útok na Irán] vyvolať silný tlak na zníženie kúpnej sily domácností...“. Takéto spravodajstvo zároveň poukazuje aj na ďalší hraničný prípad: články, ktoré sa zaoberajú hospodárskou neistotou súvisiacou so zavedením ciel, a nie neistotou týkajúcou sa samotnej obchodnej politiky, ako napríklad: „a hoci sa zároveň očakáva, že inflácia za minulý mesiac dosiahne úroveň blízku dvojpercentnému cieľu FEDu, mnohí jeho predstavitelia očakávajú, že clá sa premietnu do vyšších cien...“ v rovnakom článku. V dôsledku toho môžu mediálne správy nafúknuť počet kľúčových slov súvisiacich s TPU, ak sa index interpretuje v striktno ekonomickom zmysle. Tento box preto upozorňuje na riziko mechanického interpretovania ukazovateľa neistoty obchodnej politiky (TPU) ako šokov spôsobených čisto neistotou, a zároveň navrhuje alternatívny ukazovateľ pre štandardné makroekonomické modely.

Štandardný ukazovateľ TPU je možné vyladiť elimináciou kontaminujúcich vplyvov. Tieto vplyvy sú problematické najmä vtedy, keď sa ekonometrická analýza usiluje rozlíšiť jednotlivé kanály neistoty (napríklad v rámci analýzy scenárov), a môžu viesť k duplicitnému spočítaniu, ak sa hodnoty vychádzajúce z nespracovaného ukazovateľa TPU interpretujú ako základný šok neistoty obchodnej politiky. V tomto boxe navrhujeme alternatívny spôsob stanovovania TPU, ktorý využíva nespracovaný index očistený od paralelne uvádzaných kľúčových slov, ako napríklad tých uvedených v predchádzajúcom odseku. Neupravený časový rad sa namiesto konštrukcie „od základu“ čistí nepriamo, a to jeho regresiou zo súboru

proxy premenných, konštanty a fiktívnej premennej pre pandémiu COVID-19. Tým sa odstráni odchýlky vysvetlené historickými paralelnými pohybmi kľúčových slov súvisiacich s neistotou, pričom sa zachovávajú zmeny, ktoré presahujú ich rámec. Prvý súbor proxy premenných zahŕňa prípady, v ktorých široké pokrytie neistoty zvyšuje hodnoty indexu TPU, a zahŕňa kategorické indexy neistoty hospodárskej politiky podľa Baker et al. (2016) bez obchodnej politiky, index geopolitického rizika podľa Caldara a Iacoviella (2022), index volatility CBOE (VIX) a volatilitu cien ropy. Druhý súbor rieši situácie, keď finančný tlak alebo tlak na dodávateľský reťazec vplýva na intenzitu spravodajstva o rizikách súvisiacich s obchodom: americký národný index finančných podmienok (NFCI) a index globálnych tlakov na dodávateľské reťazce (GSCPI). Napokon efektívna colná sadzba, definovaná ako pomer colných príjmov k objemu dovozu, zohľadňuje prípady, keď mediálne pokrytie odráža skôr realizované zmeny v obchodnej politike, a nie neistotu súvisiacu s budúcimi opatreniami.²

Očistený ukazovateľ vykazuje v priebehu celého roka 2025 výrazne menšie výkyvy.

Graf B, panel a) zobrazuje očistený ukazovateľ TPU v porovnaní s neupraveným ukazovateľom.³ Hoci si zachováva základné charakteristiky pôvodného ukazovateľa, nárasty pozorované v roku 2025 predstavujú len 20 % úroveň a menej prekračujú úrovne zaznamenané počas prvého obchodného konfliktu medzi Spojenými štátmi a Čínou.⁴ Súčasný vývoj je vo všeobecnosti porovnateľný s vývojom zaznamenaným v ukazovateľoch neistoty hospodárskej politiky (EPU), ako sú americký EPU založený na správach, trojzložkový americký EPU a globálny EPU znázornené v grafe B, panel b). Súbežný nárast rôznych ukazovateľov neistoty čiastočne vysvetľuje neúmerné zvýšenie nespracovaného ukazovateľa TPU, ak sa nezohľadňuje. Očistený ukazovateľ TPU zároveň stále vykazuje prudký výkyv smerom nahor počas prvého obchodného konfliktu medzi Spojenými štátmi a Čínou, čo korešponduje s nespracovaným TPU. Celkovo to potvrdzuje názor, že pokiaľ sa neprijme úzka interpretácia šokov z neistoty obchodnej politiky, neupravený ukazovateľ TPU môže byť v súčasnom prostredí vysokej neistoty interpretovaný nesprávne.

² Efektívna sadzba cla je očistená od extrémnych hodnôt.

³ Očistený index je zosúladený so svojím dlhodobým historickým priemerom. Záporné hodnoty teda označujú očistené úrovne TPU pod touto priemernou hodnotou, zatiaľ čo kladné hodnoty označujú nadpriemernú neistotu.

⁴ Upravený ukazovateľ je o niečo volatilnejší, čo môže potenciálne spôsobiť väčšiu nepresnosť analýzy.

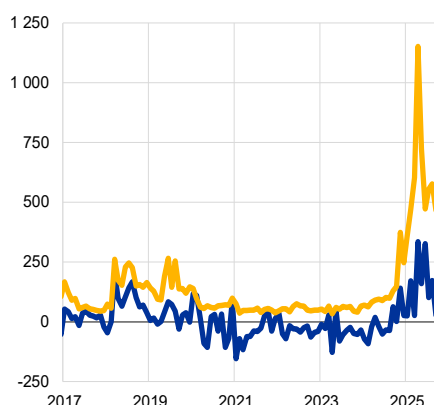
Graf B

Index TPU a iné ukazovatele neistoty

a) TPU a očistený TPU

(difúzne indexy)

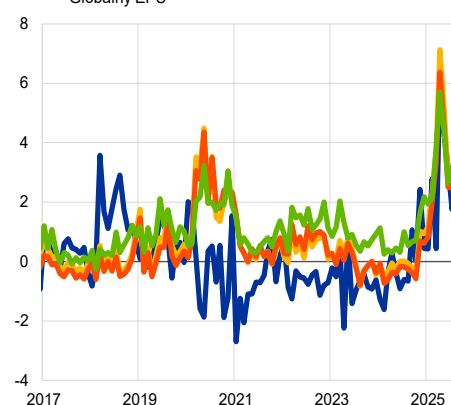
— Očistený TPU
— TPU



b) Očistený TPU a ukazovatele neistoty hospodárskej politiky

(difúzne indexy, štandardizované)

— TPU (očistený)
— EPU (založený na správach)
— EPU (trojzložkový)
— Globálny EPU



Zdroj: Panel a): Caldara et al. (2022) a výpočty odborníkov ECB, panel b): Baker et al. (2016), Davis (2016) a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo septembra 2025.

Upravený index TPU umožňuje vytvárať alternatívne scenáre, ktoré ponúkajú vierohodnejšie odhady makroekonomických vplyvov.

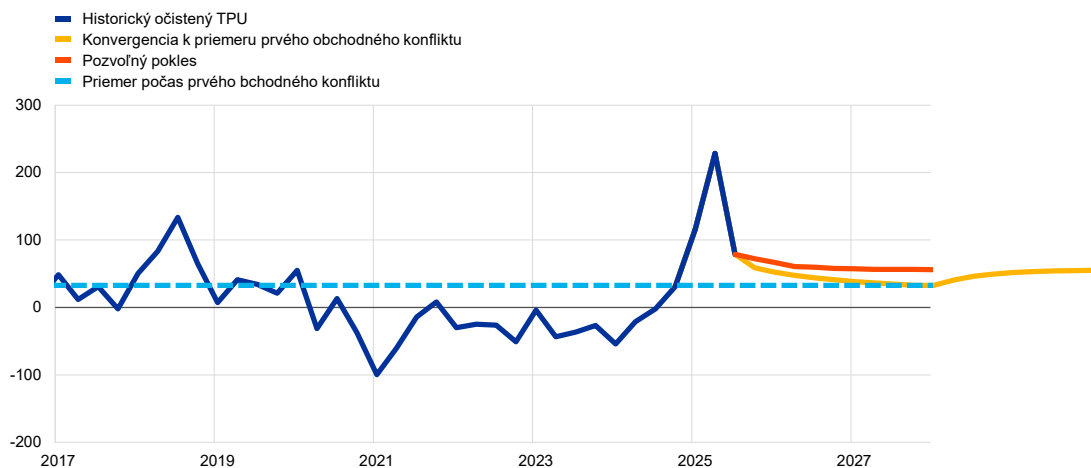
Na základe upraveného indexu je možné definovať alternatívne scenáre vývoja neistoty obchodnej politiky a aktualizovať ich v závislosti od dostupnosti nových údajov, čo umožňuje získavať flexibilné vstupné údaje pre podmienené prognózy a projekcie. Graf C, panel a znázorňuje dva scenáre: jeden, v ktorom TPU klesá z aktuálnej úrovne na priemer pozorovaný počas prvého obchodného konfliktu, a druhý, ktorý predpokladá dlhšie trvajúci pokles. Graf C, panel b zobrazuje korešpondujúci vplyv na HDP Spojených štátov a na globálny HDP (bez Spojených štátov) so zohľadnením šokov vyplývajúcich z neistoty obchodnej politiky od začiatku roka. Za týchto predpokladov by HDP v Spojených štátoch a vo zvyšku sveta klesol do konca roka 2027 približne o 0,1 percentuálneho bodu, ak by sa neistota vrátila na úroveň prvého obchodného konfliktu, ale približne o 0,2 percentuálneho bodu, ak by neistota zostala na vysokej úrovni dlhšie.

Graf C

Vplyv neistoty obchodnej politiky na rast

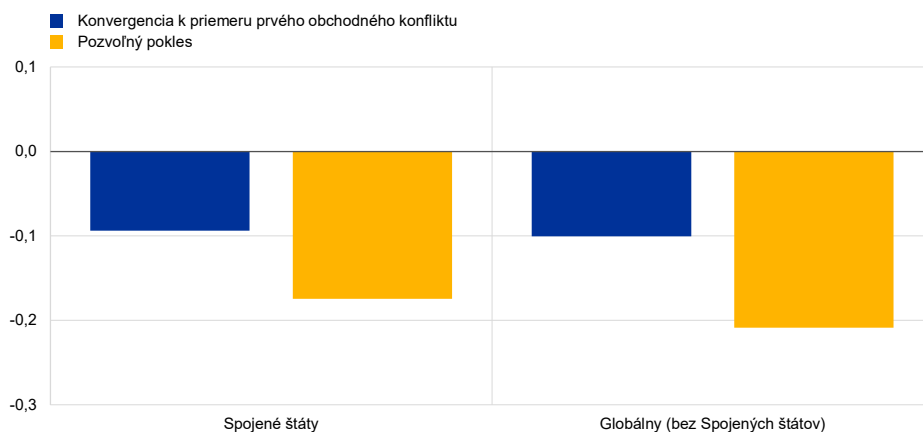
a) Vývoj neistoty obchodnej politiky

(index, trojmesačné kľzavé priemery)



b) Kumulatívny vplyv neistoty na rast HDP, 2025 – 2027

(v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Panel a): Posledné pozorovania: júl 2025, následne extrapolácia. Panel b): Vplyvy sa počítajú na základe prognóz založených na bayesovských modeloch vektorovej autoregresie, podmienených predpokladanou trajektóriou očisteného TPU. Modely vždy pre jeden región zahŕňajú očistený TPU, logaritmy HDP, investícií a CPI, ako aj fiktívnu premennú pre pandémiu COVID-19. Šok TPU je identifikovaný pomocou Choleského identifikácie.

Záverom možno konštatovať, že úprava ukazovateľov TPU môže zlepšiť ich vlastnosti a uľahčiť ich interpretáciu. Tento box poukazuje na to, že ukazovatele neistoty súvisiacej s obchodnou politikou odvodené z textu môžu zachytávať širšiu koncepciu neistoty než len neistotu vyvolanú oznámeniami obchodnej politiky a jej implementáciou. Po odstránení rušivých vplyvov a efektov mediálneho cyklu majú upravené ukazovatele neistoty obchodnej politiky menej významný makroekonomický vplyv, než sa bežne uvádza v literatúre. Okrem toho, ak sa prijme reštriktívnejšia definícia neistoty obchodnej politiky, tieto alternatívne ukazovatele možno použiť pri definovaní scenárov pre podmienené prognózy a projekcie. V tejto súvislosti bol upravený index TPU použitý ako východisko pri analýze vplyvu neistoty obchodnej politiky v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu/ECB pre eurozónu, a to tak pre základné projekcie, ako aj pre analýzu scenárov.

Referencie

Baker, S. R., Bloom, N. a Davis, S. J. (2016), Measuring Economic Policy Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, Issue 4, november, s. 1593 – 1636.

Caldara, D. a Iacoviello, M. (2022), Measuring Geopolitical Risk, *American Economic Review*, Vol. 112, No 4, apríl, s. 1194 – 1225.

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. a Raffo, A. (2020), The economic effects of trade policy uncertainty, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 109, január, s. 38 – 59.

Davis, S. J. (2016), An Index of Global Economic Policy Uncertainty, *NBER Working Papers*, No 22740, National Bureau of Economic Research, október.

Saphir, A. (2025), US attack on Iran adds to economic uncertainty, Reuters, 23. jún.

Monitorovanie obchodu v reálnom čase: rozšírenie súboru nowcastingových nástrojov o satelitné údaje

Rinalds Gerinovics a Baptiste Meunier

Nedávne šoky zdôraznili význam včasného monitorovania globálneho obchodu a s ním spojené výzvy. Výrazný dosah prekážok v dodávkach po pandémie COVID-19 (2021 – 2022), narušenia dopravy v Panamskom prieplave (2023) a Červenom mori (2024 – 2025), ako aj nedávny nárast cien poukázali na potrebu včasného monitorovania obchodu. V tomto boxe sa uvádza, ako môžu reálnočasové ukazovatele odvodené zo satelitných údajov o pohybe plavidiel a ich začlenenie do inak štandardného monitora (smerovníka) poskytnúť včasné poznatky o dynamike globálneho obchodu. Rozšírený monitor momentálne signalizuje tlmenú, ale zlepšujúcu sa dynamiku obchodu.

Odborníci ECB prvýkrát vyvinuli globálny monitor obchodu v roku 2020 na sledovanie rastu svetového dovozu (mimo eurozóny) pomocou finančných ukazovateľov súvisiacich s obchodom. Jeho presnosť však bola obmedzená.¹

Táto pôvodná verzia sa primárne opiera o údaje z finančných trhov, ako sú ceny akcií globálnych logistických spoločností. V súlade s metodológiou Lewisa et al. (2022) bola analýza hlavných komponentov použitá na extrakciu základného trendu zo vstupného súboru údajov, ktorý kombinuje vysokofrekvenčné (denné a týždenné) údaje s mesačnými ukazovateľmi.² Napriek aktuálnosti v porovnaní s údajmi z národných účtov, ktoré sa uverejňujú až 30 – 45 dní po skončení referenčného štvrťroka, vykazovala táto verzia monitora obmedzenú presnosť mimo výberovej vzorky.

Nové ukazovatele založené na pohyboch lodí sledovaných satelitom poskytujú informácie o obchode podľa krajín a komodít v reálnom čase. Automatický identifikačný systém (AIS) je sledovací systém, prostredníctvom ktorého lode zasielajú satelitu kľúčové informácie, ako sú totožnosť, poloha, rýchlosť, smer a navigačný stav (napr. plavba, kotvenie). Údaje AIS boli pôvodne vyvinuté s cieľom zabrániť kolíziám, no začali sa vo veľkej miere používať v ekonómii, pretože ide o denné údaje zverejňované iba s jednoduchým oneskorením. Na účely sledovania obchodu sa používajú štyri indexy: 1) agregovaný obchod na úrovni krajín (dovoz a vývoz) zostavený na základe počítania objemu nákladu prichádzajúceho do prístavov danej krajiny; 2) námorná aktivita v kľúčových úzkych miestach (prieplavoch) námornej dopravy založená na rovnakej metodike; 3) obchodné toky kľúčových komodít – ropy, skvapalneného zemného plynu (LNG), železa, uhlia a bauxitu – získané sledovaním tankerov a lodí na prepravu tuhých nákladov a 4) vývoz automobilov získaný sledovaním lodí typu roll-on/roll-off (plavidiel určených na prepravu vozidiel).

¹ Delle Chiaie a Perez-Quirós (2020).

² Mesačné časové rady pomáhajú zmierňovať volatilitu, ktorá je typická pre vysokofrekvenčné údaje. Empirické testy ukazujú, že mesačné údaje zlepšujú koreláciu vo výberovej vzorke aj predikčnú presnosť mimo výberovej vzorky.

Satelitné ukazovatele dobre zachytávajú kľúčové udalosti v globálnom

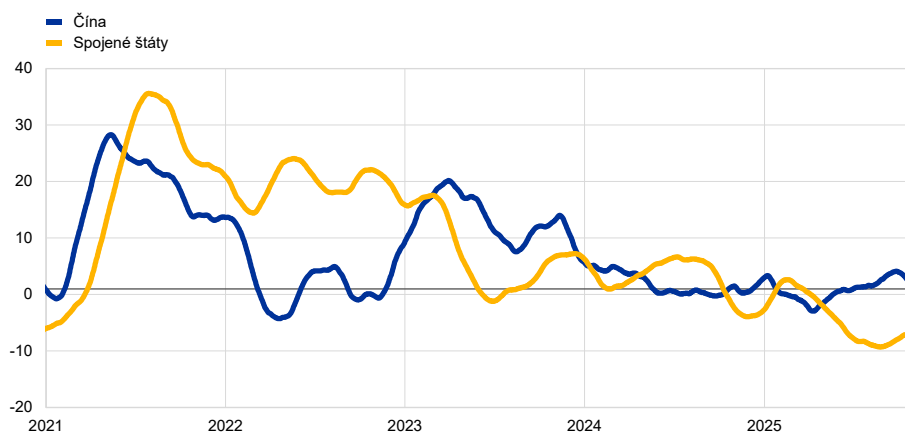
obchode. Napríklad, nárast obchodu s tovarmi po pandémie sa odrazil vo výraznom náraste námornej dopravy (graf A, panel a). V druhom štvrťroku 2025 rovnaké údaje naznačovali výrazné spomalenie obchodu Spojených štátov v prostredí rastúcich obchodných bariér, ako aj kontrastnú odolnosť obchodu Číny. Podobne, rozsiahle prekážky v dodávkach po pandémie boli viditeľné v nadpriemernom preťažení veľkých amerických prístavov (graf A, panel b). Ďalším príkladom boli útoky húsijských povstalcov na lodnú dopravu v Červenom mori v roku 2024, ktoré prinútili lodné spoločnosti presmerovať plavidlá cez Mys dobrej nádeje (graf A, panel c).

Graf A

Satelitné ukazovatele obchodu

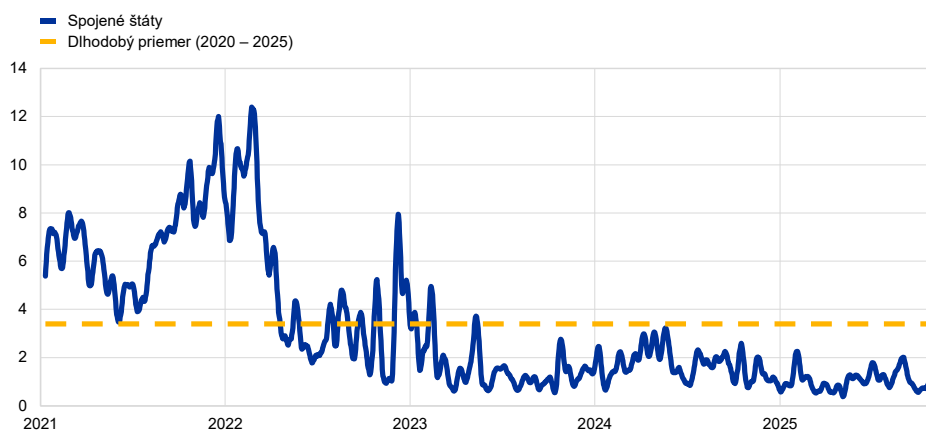
a) Národný obchod

(ročná percentuálna zmena, trojmesačné kľúčové priemery)



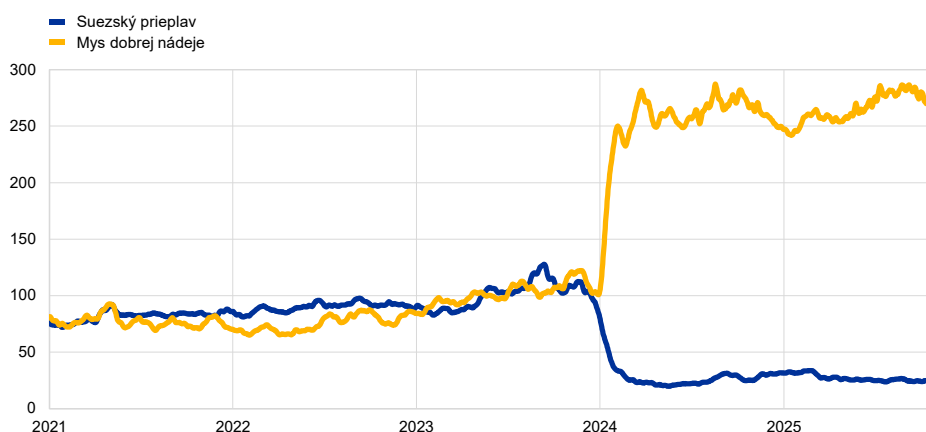
b) Pretáženie veľkých prístavov

(počet dní strávených v kotvisku)



c) Národná aktivita v kľúčových úzkych miestach

(30-dňové kľúčové priemery; index: január až október 2023 = 100)



Zdroj: QuantCube a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: V paneli b) je index založený na kontajnerových lodiach v prístavoch Los Angeles a Long Beach. Posledné údaje sú z 30. októbra 2025.

Satelitné ukazovatele vykazujú silnejšiu koreláciu s globálnym obchodom než finančné ukazovatele, vďaka čomu sú vhodné na rozšírenie monitora obchodu.

Štatistické testy (Efron et al., 2004; Fan a Lv, 2008) hodnotiace prediktívnu silu rôznych denných a týždenných ukazovateľov súvisiacich so svetovým dovozom dokazujú, že satelitné časové rady sú lepšie ako trhové ukazovatele (napr. ceny akcií, ceny prepravy, ceny komodít) či ukazovatele z alternatívnych zdrojov údajov (napr. Google Trends, údaje o letoch). Niektoré satelitné indexy (napr. vývoz áut z EÚ) majú v období 2016 – 2024 Pearsonovu koreláciu s globálnym dovozom vyššiu než 0,7, zatiaľ čo finančné ukazovatele majú priemernú koreláciu 0,4.

Revidovaný globálny monitor obchodu zahŕňa satelitné údaje s najvyššou prediktívnou silou.³ Výber vychádza z literatúry, z ktorej vyplýva, že faktorové modely sú podstatne presnejšie, ak sa vyberie menší počet prediktorov, ale s vyššou mierou informatívnosti (Bai a Ng, 2008). Rozšírený monitor zahŕňa 47 časových radov, z ktorých 25 je týždenných (štyri ceny akcií lodných spoločností a 21 satelitných ukazovateľov) a 22 mesačných (napr. index nákupných manažérov pre nové vývozné objednávky a colné údaje). Spomedzi ukazovateľov špecifických pre jednotlivé krajiny – 12 krajín predstavujúcich 64 % globálneho obchodu – výber premenných založených na údajoch odráža ústrednú úlohu Číny, pričom niekoľko vybraných ukazovateľov sa týka čínskeho obchodu (vývoz automobilov, celkový obchod a dovoz LNG, železa a ropy).

Satelitné údaje výrazne zlepšujú predikčný výkon monitora, a to tak z hľadiska smerovej presnosti (zvýšenie z 50 % na 80 %), ako aj bodovej presnosti (chyba mimo výberovej vzorky sa znížila o polovicu). Presnosť prognózy smeru mimo výberovej vzorky predchádzajúceho monitora bola nižšia než 50 %, čo znamená, že správne predpovedal smer rastu globálneho obchodu v menej než polovici prípadov. Pre porovnanie, revidovaný monitor by správne predpovedal smer v približne 80 % prípadov za obdobie 2021 – 2024 (graf B, panel a).⁴ Podobné výsledky sa zaznamenali aj pri presnosti bodových prognóz, kde sa stredná kvadratická chyba mimo výberovej vzorky znížila približne o 50 % (graf B, panel b).

³ Uplatnili sa metodologické úpravy, ktoré zabezpečia konzistentnosť transformácií, počiatkových bodov a postupnosti analýzy hlavných komponentov. Súbor regresorov bol rozšírený o vysokofrekvenčné úpravy podľa Wegmüllera a Glockera (2023). Technické zmeny mali na výkonnosť mimo výberovej vzorky obmedzený vplyv.

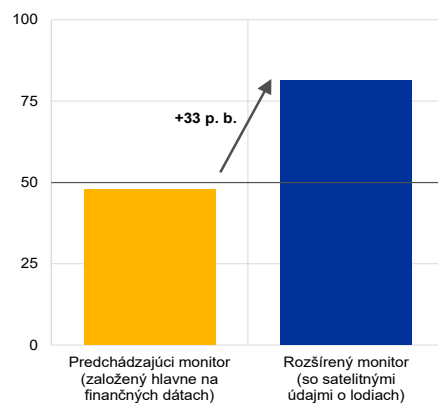
⁴ Prognózy sú zostavované v pseudoreálnom čase, čo znamená, že zohľadňujú oneskorenia v publikovaní údajov, nie však ich následné revízie.

Graf B

Presnosť prognóz mimo výberovej vzorky

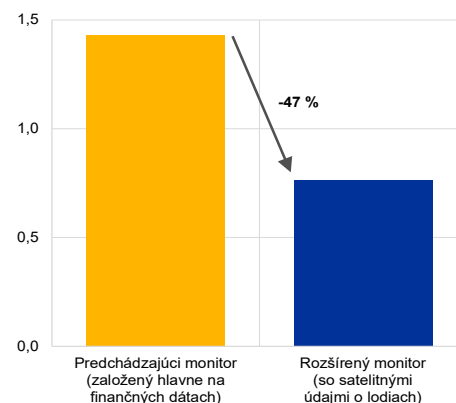
a) Smerová presnosť

(v %)



b) Stredná kvadratická chyba

(štvrtročná percentuálna zmena)



Zdroj: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Presnosť za obdobie 2021 – 2024. V paneli a) je smerová presnosť definovaná ako podiel období, v ktorých sa zmeny skutočného rastu globálneho dovozu (kladný alebo záporný) zhodoval so smerom, ktorý predpovedal monitor.

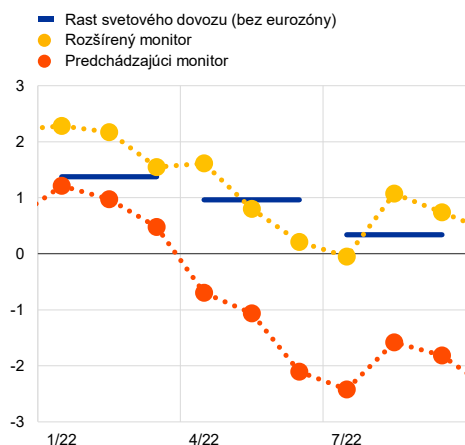
Rozšírený monitor najvýraznejšie prekonáva predchádzajúci monitor v obdobiach, keď sa premenné finančných trhov odchyľujú od dynamiky globálneho obchodu. Globálny obchod vo všeobecnosti dobre koreluje s pohybmi na finančných trhoch (Barhoumi a Ferrara, 2015), ale tento vzťah môže viesť k chybným signálom v situáciách, keď sa finančné trhy vo veľkej miere nezhodujú s obchodnou dynamikou. Došlo k tomu v roku 2022, keď akciové trhy klesli v čase prudko rastúcej inflácie a geopolitických šokov, zatiaľ čo svetový obchod bol odolný vďaka postupnému uvoľňovaniu prekážok v dodávkach (graf C, panel a). Podobná situácia nastala v prvom štvrtroku 2025, keď sa finančné trhy z dôvodu politickej neistoty oslabili, kým globálny obchod posilnili predzásobovacie dovozy pred uvalením ciel (graf C, panel b). Predchádzajúci monitor v oboch prípadoch signalizoval rast globálneho obchodu výrazne pod jeho skutočným tempom, zatiaľ čo rozšírený monitor ho zachytil presnejšie.

Graf C

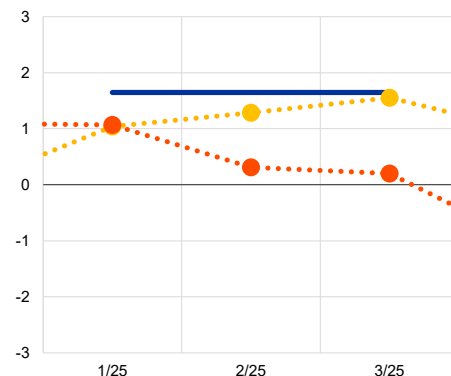
Prognózy mimo výberovej vzorky

(percentuálna zmena oproti predchádzajúcim trom mesiacom)

a) Prekážky v dodávkach



b) 1. štvrťrok 2025



Zdroj: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube a výpočty odborníkov ECB.

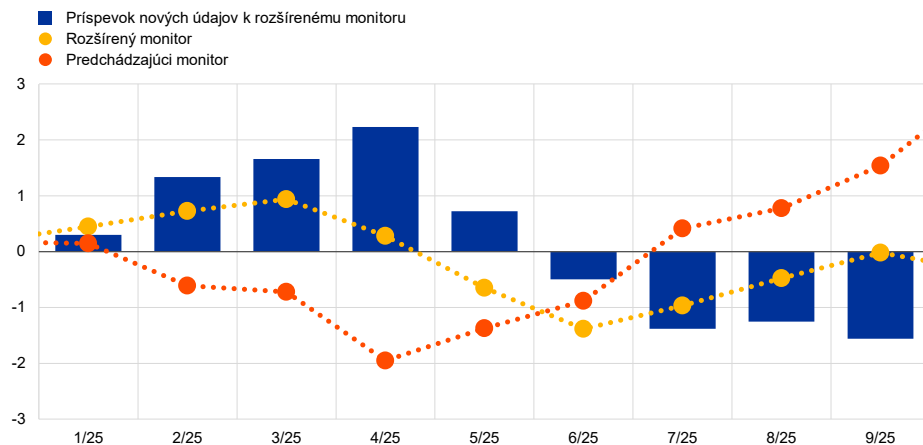
Rozšírený monitor momentálne naznačuje, že globálny obchod zostáva tlmený, hoci sa zlepšuje (graf D).

Rozšírený monitor signalizuje, že globálny obchod dosiahol minimum v druhom štvrťroku 2025, čo je v súlade s prudkým poklesom dovozu v Spojených štátoch (–8 % oproti predchádzajúcemu štvrťroku), a zlepšil sa v treťom štvrťroku. Toto zlepšenie korešponduje s nedávnymi údajmi z národných účtov Číny a Južnej Kórey, ktoré poukazujú na silnú vývoznú výkonnosť – v prípade Južnej Kórey podporenú prudkým nárastom zásielok súvisiacich s umelou inteligenciou, ktoré čiastočne vykompenzovali negatívny vplyv ciel. Kým rozšírený monitor poukazuje na podpriemerný rast obchodu, predchádzajúci monitor by vykazoval podstatne optimistickejší obraz, podporený živými finančnými trhmi. Nové satelitné údaje v rozšírenom monitore pôsobia ako tlmič týchto signálov.

Graf D

Monitor svetového obchodu

(percentuálna zmena oproti predchádzajúcim trom mesiacom, odchýlka od priemeru za obdobie 2016 – 2024)



Zdroj: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Graf ukazuje odchýlku 0,8 % od priemerného rastu za obdobie 2016 – 2024. „Príspevok nových údajov k rozšírenému monitoru“ sa počíta ako rozdiel medzi predchádzajúcim a rozšíreným monitorom.

Monitor globálneho obchodu dopĺňa ostatné nástroje na predikciu obchodu a pomáha vytvárať hodnotenie krátkodobého výhľadu zhora nadol.

Monitor dopĺňa dynamické faktorové modely a obchodné rovnice založené na korekcii chýb a slúži ako východiskový bod pre analýzu obchodu. Poskytuje aktuálny prehľad s využitím vysokofrekvenčných údajov, vďaka čomu je na rýchle zmeny v obchodnej dynamike citlivejší než modely založené na mesačných alebo štvrtročných údajoch. Napriek tomu je monitor skôr doplnkom, a nie náhradou iných nástrojov, pretože v normálnych časoch môžu mať vysokofrekvenčné údaje, ktoré majú prirodzenú mieru šumu, až druhoradý význam.

Referencie

Bai, J. a Ng, S. (2008), Forecasting economic time series using targeted predictors, *Journal of Econometrics*, Vol. 146, No 2, október, s. 304 – 317.

Barhoumi, K. a Ferrara, L. (2015), [A World Trade Leading Index \(WTLI\)](#), *IMF Working Papers*, No 2015/020, Medzinárodný menový fond, január.

Delle Chiaie, S. a Perez-Quirós, G. (2020), Nowcasting economic activity and trade in times of COVID-19: are high frequency data useful?, nepublikovaný rukopis.

Efron, B., Hastie, T., Johnstone, I. a Tibshirani, R. (2004), [Least angle regression](#), *The Annals of Statistics*, Vol. 32, No 2, apríl, s. 407 – 499.

Fan, J., a Lv, J. (2008), [Sure independence screening for ultrahigh dimensional feature space](#), *Journal of the Royal Statistical Society Series B: Statistical Methodology*, Vol. 70, No 5, október, s. 849 – 911.

Lewis, D., Mertens, K., Stock, J. a Trivedi, M. (2022), Measuring real activity using a weekly economic index, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, No 4, november, s. 667 – 687.

Wegmüller, P. a Glocker, C. (2023), US weekly economic index: Replication and extension, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 38, No 6, september/október, s. 977 – 985.

Preskúmanie miery úspor domácností: aktuálna dynamika a základné vplyvy

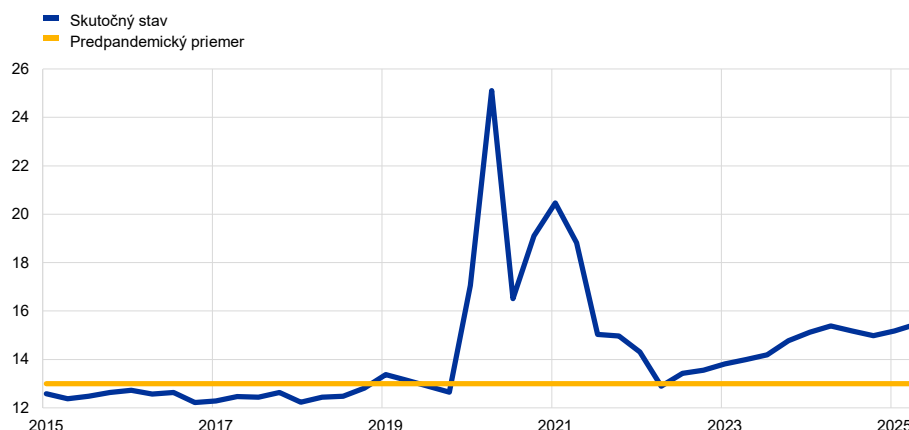
Maria Dimou, Marco Flaccadoro a Johannes Gareis

Miera úspor domácností sa po poklese z vrcholu dosiahnutého v súvislosti s pandémiou opäť od polovice roka 2022 do polovice roka 2024 zvyšovala a následne si udržiavala celkovo stabilnú zvýšenú úroveň (graf A). Sezónne očistená miera úspor domácností vykázaná v štvrťročných sektorových účtoch Eurostatu dosiahla v rokoch 1999 až 2019 v priemere približne 13 %. Po prudkom raste počas pandémie sa v druhom štvrťroku 2022 vrátila na úroveň blízku historickému priemeru. Následne začala opäť stúpať a do polovice roka 2024 dosiahla 15,4 %. Odvtedy je celkovo stabilná a zostáva na tejto zvýšenej úrovni. V tomto boxe prinášame aktuálne informácie o vývoji miery úspor domácností a o faktoroch, ktoré ju v súčasnosti ovplyvňujú.¹

Graf A

Miera úspor domácností

(percentuálny podiel hrubého disponibilného príjmu)



Zdroj: Eurostat, ECB, ECB a Eurostat (štvrťročné sektorové účty) a výpočty ECB.

Poznámka: Údaje očistené od sezónnych vplyvov. Predpandemický priemer je vypočítaný z údajov za obdobie od prvého štvrťroka 1999 do štvrtého štvrťroka 2019. Posledné údaje sú z druhého štvrťroka 2025.

Reálny disponibilný príjem domácností aj ich spotreba rástli od polovice roka 2024 zhruba rovnakou mierou, v dôsledku čoho sa miera úspor stabilizovala na vyššej úrovni ako pred pandémiou. Zo štatistického rozkladu vyplýva, že pred pandémiou mieru úspor podporoval rast reálnych príjmov – najmä príjmu z pracovnej činnosti, zatiaľ čo vyššia reálna spotreba mala protichodný účinok (graf B).

V porovnaní s obdobím pred pandémiou sa rast príjmov od polovice roka 2022 do polovice roka 2024 výrazne zrýchlil, a to najmä v dôsledku vyšších príspevkov mimopracovných príjmov – vrátane príjmov zo samostatnej zárobkovej činnosti, čistých úrokových výnosov, dividend a nájomného – a čistého fiškálneho príjmu súvisiaceho s rozpočtovými opatreniami zavedenými v reakcii na šok cien energií

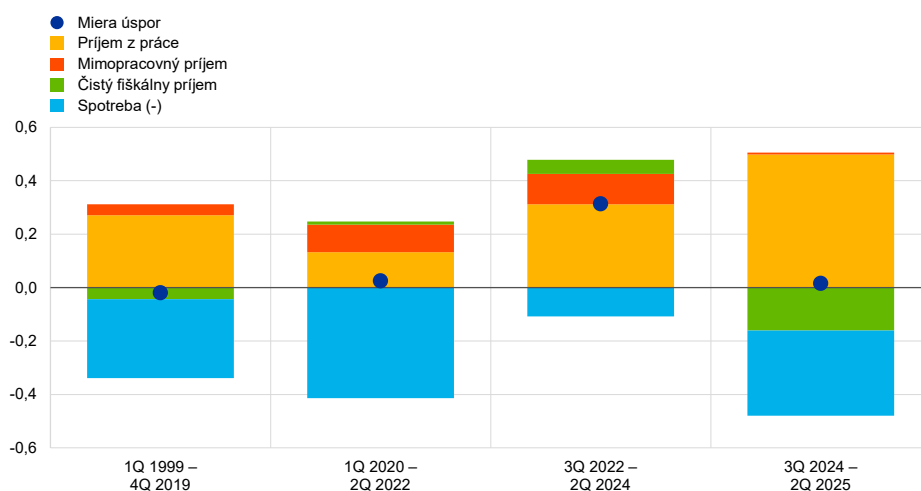
¹ Diskusia o faktoroch ovplyvňujúcich rast miery úspor domácností v eurozóne od polovice roka 2022 do polovice roka 2024 je v Bobasu et al. (2024).

vrátane plošnej podpory. Tieto faktory pravdepodobne podporili mieru úspor, keďže mimopracovný príjem sa disproporčne tvorí u domácností s vyššími príjmami, ktoré majú väčší sklon k sporeniu.² Miera úspor zostala od polovice roka 2024 vo všeobecnosti stabilná, keďže sa normalizoval rast reálneho príjmu a spotreby, pričom vyšší rast príjmov z práce – v ktorom sa odrážalo dobiehanie reálnych miezd a stabilná zamestnanosť – kompenzoval pokles mimopracovných príjmov a postupné ukončovanie fiškálnej podpory.

Graf B

Príspevok rastu príjmov a spotreby k zmenám miery úspor domácností

(štvrtročná percentuálna zmena a príspevky v percentuálnych bodoch; priemery)



Zdroj: Eurostat, ECB, ECB a Eurostat (štvrtročné sektorové účty) a výpočty ECB.

Poznámka: Štvrtročná zmena miery úspor sa približne rovná rozdielu medzi štvrtročným rastom reálneho disponibilného príjmu a reálnej spotreby. Príjem je rozdelený na príjem z práce (kompenzácie zamestnancov), mimopracovný príjem (príjmy zo samostatnej zárobkovej činnosti, čisté úrokové výnosy, dividendy a nájomné) a čistý fiškálny príjem (odvody a dane z príjmu a majetku). Zložky príjmu a spotreby sú vyjadrené v reálnom vyjadrení pomocou deflátoru súkromnej spotreby z národných účtov.

Empirické odhady naznačujú, že miera úspor zostala v minulom roku zvýšená, keďže záporné príspevky klesajúcich reálnych úrokových sadzieb a zlepšujúcej sa pozície reálneho čistého bohatstva v plnej miere nevyvážili podporu výrazne rastúceho reálneho príjmu z práce. Empirický model reálnej spotreby domácností ukazuje, že pred pandemiou zvyšovali mieru úspor vyššie reálne príjmy – najmä príjmy z práce, pretože spotreba sa nezhodovala jedna k jednej s príjmami, zatiaľ čo nárast reálneho čistého bohatstva ju znižoval prostredníctvom znižovania motivácie domácností šoriť, a teda podporovaním vyššej spotreby (graf C). V náraste miery úspor od polovice roka 2022 do polovice roka 2024 sa odrážal rýchlo rastúci príjem z práce, pričom značný pozitívny príspevok zaznamenal aj neobvykle výrazný rast ostatných príjmov (t. j. súčet mimopracovných a fiškálnych príjmov).³ Nižšie reálne čisté bohatstvo po prudkom raste inflácie a vyšších reálnych úrokových sadzbách v dôsledku sprísnenia menovej politiky predstavovali ďalšie rastové príspevky, zatiaľ čo následky pandémie nepriaznivo vplývali na mieru úspor v čase normalizácie spotreby. Od polovice roka

² Prehľad rozpočtových opatrení zavedených v eurozóne počas obdobia vysokej inflácie je v Bankowski et al. (2023).

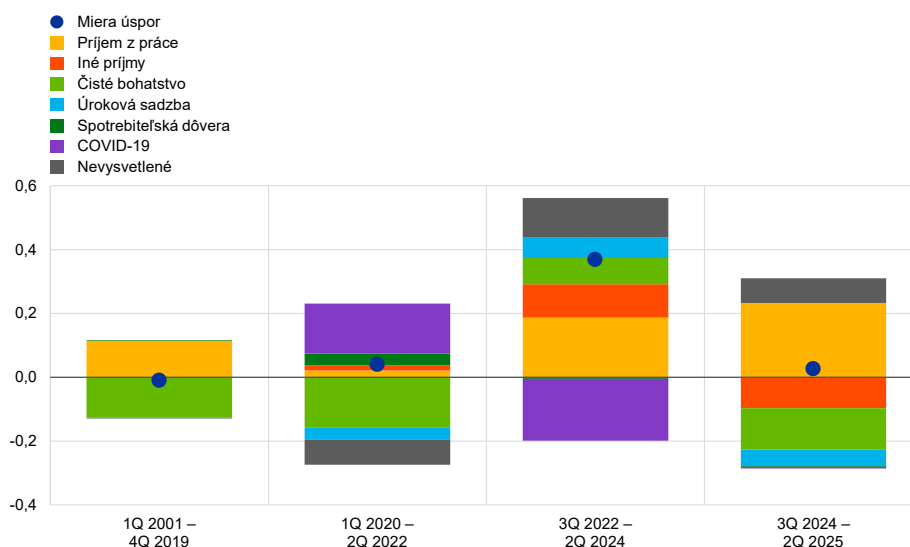
³ Analýza aktuálneho vývoja príjmu z práce a ostatných príjmov domácností v eurozóne a ich úlohy v pomalom raste spotreby v období po pandémii je v Ceci a Flaccadoro (2026).

2024 sa rast reálnych príjmov z práce opäť zvýšil, čo viedlo k výraznému nárastu miery úspor. Bol však kompenzovaný zvyšujúcim sa reálnym čistým bohatstvom – ktorého príspevok k miere úspor sa vrátil na historicky priemernú úroveň – poklesom reálnych úrokových sadzieb a opačným vývojom predtým rastúcich ostatných príjmov.

Graf C

Príspevky k zmene miery úspor domácností: modelová dekompozícia

(štvrtročná percentuálna zmena a príspevky v percentuálnych bodoch; priemery)



Zdroj: Eurostat, ECB, ECB a Eurostat (štvrtročné sektorové účty) a výpočty ECB.

Poznámka: Graf zobrazuje príspevky reálneho príjmu z práce a ostatných príjmov (t. j. súčet mimopracovných a fiškálnych príjmov), reálneho čistého bohatstva, reálnych úrokových sadzieb, spotrebiteľskej dôvery, pandémie COVID-19 a reziduálnej zložky k priemerným zmenám miery úspor domácností v rôznych obdobiach. Rozloženie vychádza z modelu odhadovanej korekcie chýb pre rast spotreby domácností, pričom rast reálnych príjmov domácností sa považuje za daný. Zložky príjmu a čisté bohatstvo sú deflované pomocou deflátoru súkromnej spotreby z národných účtov. Reálna úroková sadzba sa meria prostredníctvom trojmesačnej sadzby EURIBOR očistenej od očakávanej ročnej inflácie spotrebiteľských cien podľa spotrebiteľského prieskumu Európskej komisie. Model je odhadovaný pre obdobie od prvého štvrtroka 1999 do druhého štvrtroka 2025. Podrobnosti o podobnom modeli bez fiktívnej položky COVID-19 a bez rozdelenia príjmov na príjmy z práce a iné príjmy sú v Bobasu et al. (2024).

V rozhodnutiach o úsporách zrejme zohráva dôležitú úlohu aj neistota

domácností spojená s ich vlastnou finančnou situáciou. Na objasnenie faktorov

nezachytených štandardnými makroekonomickými determinantmi sa používajú

informácie na úrovni domácností z [prieskumu spotrebiteľských očakávaní](#)

(Consumer Expectations Survey – CES), ako napríklad v prípade kladnej

nevysvetlenej zložky v modelovej dekompozícii od polovice roka 2022 (graf C).

Analýza sa konkrétne zameriava na neistotu spojenú s politikami a individuálnu

neistotu, ktoré sa odrážajú v *ricardovských* a *preventívnych* motívoch úspor.⁴

Z novej otázky doplnenej do dotazníka prieskumu spotrebiteľských očakávaní

v novembri 2025 vyplýva, že v rozhodnutiach o úsporách sú relevantné preventívny

aj ricardovský motív, každý približne pre 50 % respondentov, z čoho 25 – 30 %

respondentov označuje jeden z týchto motívov ako najdôležitejší dôvod sporenia

⁴ *Ricardovské* motívy sa týkajú sporenia pri očakávaní zmien v zdaňovaní alebo štátnych dávkach v dôsledku súčasných výpožičiek vlády (Barro, 1974). *Preventívne* motívy sa týkajú sporenia s cieľom chrániť spotrebu pred nepredvídateľnými príjmovými výkyvmi (obozretnosť vs. netrpelivosť) (Carroll, 1997).

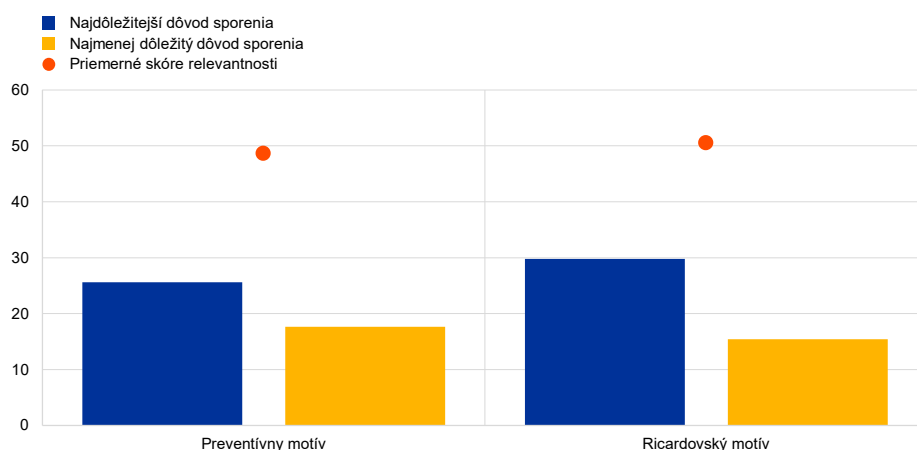
(graf D, panel a).⁵ Bližší pohľad na prierezové rozdiely medzi účastníkmi ukazuje, že význam týchto dvoch motívov závisí najmä od hospodárskych obmedzení, ktorým čelia respondenti, a od miery neistoty súvisiacej s ich finančnou situáciou, zatiaľ čo rozdiely medzi príjmovými a vekovými skupinami podľa všetkého zohrávajú oveľa menšiu úlohu (graf D, panel b). Domácnosti neuvádzajúce likviditné obmedzenia s väčšou pravdepodobnosťou pripisujú obom motívom podstatne väčší význam, v súlade s ich lepšou schopnosťou plánovať a šoriť („bez obmedzení“). Respondenti, ktorí uvádzajú vysoký stupeň istoty v súvislosti so svojou budúcou finančnou situáciou, („istota“) pripisujú týmto dvom motívom podstatne menší význam ako domácnosti, ktoré čelia väčšej neistote. Podobné črty determinantov týchto dvoch motívov by naznačovali, že sú koncepčne blízke, pričom respondenti zvyknú vnímať kroky vlády ako dodatočný zdroj neistoty z hľadiska príjmov. Je to v súlade s predchádzajúcou analýzou, ktorá zdôraznila význam geopolitickej a politickej neistoty pre spotrebiteľské výdavky.⁶

Graf D

Prevalencia preventívneho a ricardovského motívu u respondentov a jej determinanty

a) Prevalencia preventívneho a ricardovského motívu u respondentov prieskumu

(skóre relevantnosti (0 – 100) a percentuálny podiel respondentov)

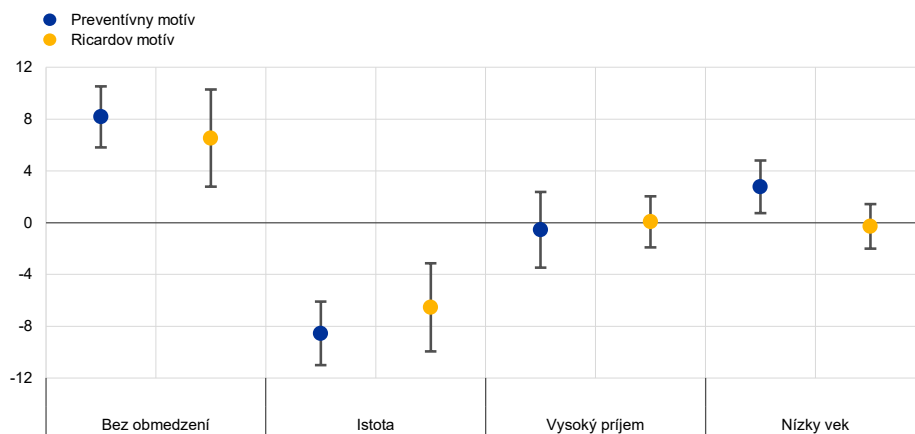


⁵ Respondenti mali zhodnotiť rozsah, v akom vybrané motivácie ovplyvnili ich rozhodnutia o úsporách, od 0 % (žiadny vplyv) do 100 % (veľmi dôležitý vplyv). Tieto motivácie zahŕňali relatívnu atraktivnosť úspor v súčasnosti (intertemporálna substitúcia), preventívny motív, obavy zo zmien v zdaňovaní/ štátnych dávkach (ricardovský motív) a úspory zo zvyku.

⁶ Viac, napríklad, v Andersson et al. (2024).

b) Determinanty prevalence preventívneho a ricardovského motívu

(zmena priemerného skóre relevantnosti, v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Údaje vážené prieskumom spotrebiteľských očakávaní a výpočty ECB.

Poznámka: Panel b): Fiktívna premenná *bez obmedzení* sa rovná 1 v prípade respondentov, ktorí uviedli, že majú dostatočné finančné zdroje na pokrytie neočakávaných platieb vo výške mesačného príjmu ich domácnosti. Fiktívna premenná (deklarovanej) *istoty* sa rovná 1 v prípade respondentov, ktorí považujú za ľahké alebo relatívne ľahké predpovedať svoju budúcu finančnú situáciu, a 0 v opačnom prípade. Fiktívna premenná *vysokých príjmov* sa rovná 1 v prípade respondentov s príjmami nad mediánom. *Nizky vek* sa rovná 1 v prípade respondentov do 49 rokov. Regresie zahŕňajú fixné účinky krajiny a sú vážené pomocou zložených váh, ktoré sú definované ako individuálne nominálne úspory k októbru 2025 vynásobené váhami prieskumu. Štandardné chyby sú zoskupené na úrovni krajín.

Údaje získané z modelov a prieskumov naznačujú, že k pretrvávaniu zvýšenej ale celkovo stabilnej miery úspor prispeli konjunkturálne aj behaviorálne faktory. Zatiaľ čo dynamika príjmov a bohatstva sa vo veľkej miere vrátila na predpandemické úrovne, zvýšená neistota a preventívne motívy pravdepodobne ďalej vyvíjali tlak na rast úspor.

Referencie

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

Bankowski, K., Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Freier, M., Jacquinot, P. a Muggenthaler, P. (2023), [Fiscal policy and high inflation](#), *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB.

Barro, R. J. (1974), Are government bonds net wealth?, *Journal of Political Economy*, Vol. 82, No 6, s. 1095 – 1117.

Bobasu, A., Gareis, J. a Stoevsky, G. (2024), [Čo vysvetľuje vysokú mieru úspor domácností v eurozóne](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 8, ECB.

Carroll, C. D. (1997), Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No 1, s. 1 – 55.

Ceci, D. a Flaccadoro, M. (2026), The recent weakness in household consumption: evidence from the euro area and Italy, *Occasional Papers*, Bank of Italy, pripravuje sa

Sú nehnuteľnosti na bývanie opäť atraktívne? Poznatky z nového Sharpeho pomeru bývania založeného na prieskumoch

Niccolò Battistini, Adam Baumann, Johannes Gareis a Desislava Rusinova

Investície do nehnuteľností na bývanie sú barometrom ekonomiky, pričom prieskum spotrebiteľských očakávaní ECB (Consumer Expectations Survey – CES) poskytuje aktuálne informácie o tom, ako domácnosti vnímajú ich atraktivitu. Investície do nehnuteľností na bývanie majú význam na individuálnej aj agregovanej úrovni.¹ Pre mnohých ľudí predstavujú najdôležitejšie finančné rozhodnutie v živote, kým na makroekonomickej úrovni slúžia predovšetkým ako predstihový ukazovateľ celkovej ekonomickej aktivity.² Kombinácia týchto dvoch perspektív naznačuje, že vnímanie domácností obsahuje cenné informácie na sledovanie výkyvov investícií do nehnuteľností na bývanie a potenciálne aj na predvídanie širších ekonomických trendov. Prieskum CES poskytuje priamy kvalitatívny ukazovateľ sentimentu domácností vo vzťahu k nehnuteľnostiam na bývanie ako investícii – konkrétne podiel respondentov, ktorí dnes považujú kúpu nehnuteľnosti vo svojom okolí za dobrú investíciu. Ako doplnok k tomuto ukazovateľu predstavujeme v tomto boxe nepriamy kvantitatívny ukazovateľ atraktivity investícií do nehnuteľností na bývanie pre domácnosti: Sharpeho pomer, široko používaný finančný ukazovateľ, ktorý využíva vzťah medzi výnosom investície a jej rizikom.³

Sharpeho pomer bývania sa odvodzuje z očakávaní domácností týkajúcich sa cien nehnuteľností na bývanie v kombinácii s ukazovateľom bezrizikovej úrokovej sadzby. Tento ukazovateľ konkrétne vychádza z populačného priemeru očakávaní domácností, pokiaľ ide o medzироčný rast cien nehnuteľností na bývanie, od ktorého sa odpočíta bezrizikový výnos – vyjadrený pozorovanou úrokovou sadzbou jednoročných vkladov. Tento rozdiel sa potom delí mierou neistoty domácností týkajúcej sa cien nehnuteľností na bývanie – vypočítanou ako priemer

¹ Prehľad literatúry o charakteristikách nehnuteľností na bývanie a trhov s týmito nehnuteľnosťami a o ich väzbe na menovú politiku uvádza Piazzesi a Schneider (2016).

² Hoci investície do nehnuteľností na bývanie samy osebe predstavujú zložku výdavkov, významne ovplyvňujú aj ďalšie zložky. Napríklad spotreba tovarov pre domácnosť (domácich potrieb) rastie, keď sa zariaďujú nové alebo zrekonštruované nehnuteľnosti na bývanie. Rozhodnutia týkajúce sa bývania majú tendenciu výrazne korelovať medzi domácnosťami, pretože na ne vplyvajú agregované premenné, ako sú demografické zmeny, úverové podmienky a podmienky financovania. Z tohto dôvodu pôsobia ako dôležitý mechanizmus šírenia základných šokov. V dôsledku toho môže mať vývoj investícií do nehnuteľností na bývanie širší vplyv na hospodárstvo. Najmä vývoj rezidenčných investícií sa prejavil ako predstihový ukazovateľ vývoja HDP, a to hlavne pred recesiami. Viac informácií o úlohe investícií do nehnuteľností na bývanie v hospodárskom cykle v Spojených štátoch je napr. v Leamer (2007) a Leamer (2015) a viac informácií o ich úlohe prediktora recesií v eurozóne je v Battistini et al. (2018).

³ Sharpeho pomer meria, aký veľký dodatočný výnos investor získava za dodatočnú volatilitu spojenú s držaním rizikovejšieho aktíva. Vyššia hodnota pomeru znamená vyšší výnos v pomere k podstupovanému riziku. V tomto texte sa Sharpeho pomer používa ako cyklický ukazovateľ atraktivity investícií do nehnuteľností na bývanie založený na očakávaniach domácností, a nie ako nástroj na porovnávanie pomeru ich rizika a výnosu s inými triedami aktív. Platia pritom štandardné výhrady, keďže výnosy z nehnuteľností na bývanie sa líšia od iných aktív z hľadiska likvidity, pákového efektu a distribučných charakteristík.

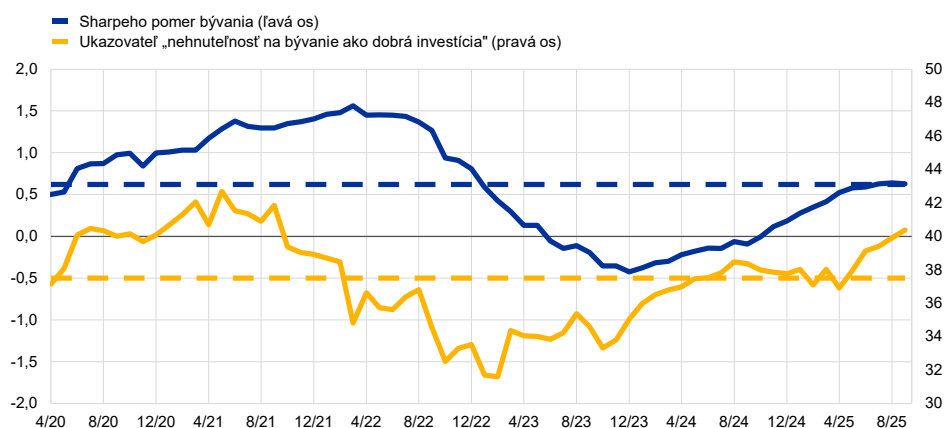
štandardných odchýlok domácnosťami očakávaného medziročného rastu cien nehnuteľností na bývanie.⁴ Pomer sa zvyšuje buď vtedy, keď domácnosti očakávajú výraznejší rast cien nehnuteľností v porovnaní s prevládajúcimi bezrizikovými sadzbami (teda vyšší dodatočný výnos z investície do nehnuteľnosti na bývanie), alebo keď sú si svojimi očakávaniami istejšie. V opačnom prípade pomer klesá. Týmto spôsobom zachytáva zmeny vo vnímanej finančnej atraktivnosti investícií do nehnuteľností na bývanie.

Sharpeho pomer bývania sa za posledný rok výrazne zlepšil, zostáva však pod svojím vrcholom zo začiatku roka 2022 (graf A). Po pandémie COVID-19 vzrástol začiatkom roka 2022 na vysokú úroveň a potom prudko klesol. Zlom nastal koncom roka 2023, keď pomer začal opäť postupne rásť. Do septembra 2025 stúpol mierne nad priemer vzorky, ale zostal výrazne pod predchádzajúcim vrcholom. Podobný vývoj pozorujeme aj pri ukazovateli „nehnuteľnosť na bývanie ako dobrá investícia“ (podiel respondentov, ktorí dnes považujú kúpu nehnuteľnosti vo svojom okolí za dobrú investíciu). Ten začal klesať a opäť mierne rásť skôr než Sharpeho pomer a v septembri 2025 sa pohyboval mierne nad priemerom vzorky, aj keď stále pod maximom z roku 2021.

Graf A

Sharpeho pomer bývania a ukazovateľ „nehnuteľnosť na bývanie ako dobrá investícia“

(ľavá os: priemerná hodnota ukazovateľa; pravá os: percento respondentov)



Zdroj: CES a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Ukazovateľ „nehnuteľnosť na bývanie ako dobrá investícia“ meria podiel respondentov, ktorí dnes považujú kúpu nehnuteľnosti vo svojom okolí za „dobrú“ alebo „veľmi dobrú“ investíciu. Modré prerušené čiary predstavujú priemer vzorky Sharpeho pomeru bývania (0,62), žlté prerušené čiary priemer vzorky ukazovateľa „nehnuteľnosť na bývanie ako dobrá investícia“ (37,5 %). Posledné údaje sú zo septembra 2025.

Sharpeho pomer bývania pri pohľade na jeho zložky odrážal v posledných rokoch najmä výkyvy v očakávaniach rastu cien nehnuteľností na bývanie a v bezrizikovej úrokovej sadzbe (graf B). Od konca roka 2021 do polovice roka 2023 výrazne klesla (medziročná miera rastu) Sharpeho pomeru bývania. Vnímanú atraktivitu nehnuteľností na bývanie pre domácnosti spočiatku zaťažovala neistota

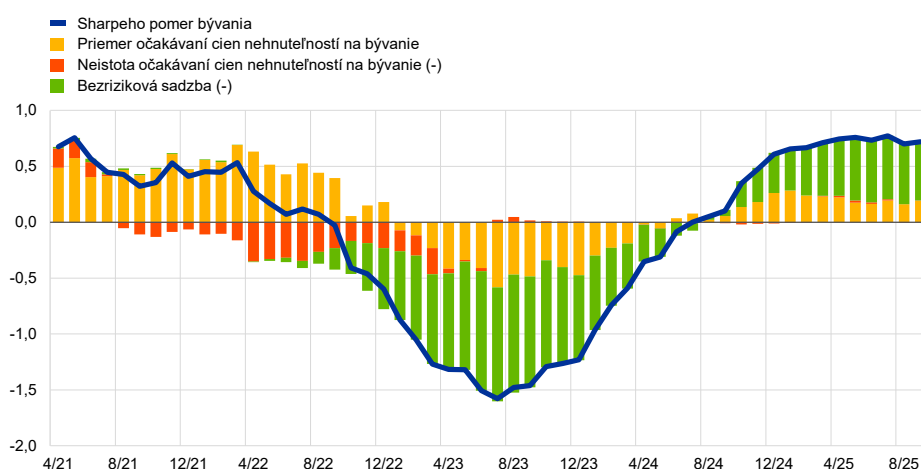
⁴ Jednotlivé rozdelenia očakávaní domácností sú odvodené z otázky CES, v ktorej respondenti rozdeľujú pravdepodobnosti (ktorých súčet je 100 %) medzi desať intervalov očakávaného medziročného rastu cien nehnuteľností na bývanie, v rozpätí od -12 % do +12 %. Tieto údaje umožňujú pre každú domácnosť v paneli odhadnúť empirickú funkciu hustoty pravdepodobností, z ktorej možno vypočítať individuálny priemer a štandardnú odchýlku.

týkajúca sa rastu cien týchto nehnuteľností a neskôr aj priemerné očakávania rastu ich cien. Okrem toho od polovice roka 2022 do konca roka 2023 vyvíjal tlak na pokles Sharpeho pomeru bývania aj rast bezrizikovej sadzby počas fázy sprísňovania menovej politiky ECB. Zvýšenie Sharpeho pomeru bývania od júla 2023 bolo podporené nárastom očakávaní domácností týkajúcich sa rastu cien nehnuteľností na bývanie, pričom príspevok neistoty bol bezvýznamný.⁵ Zároveň odrážalo pokles bezrizikovej úrokovej sadzby, keďže menová politika sa v reakcii na zmierňovanie inflačných tlakov opäť normalizovala.

Graf B

Rozklad Sharpeho pomeru bývania

(medziročná zmena priemerného ukazovateľa a príspevky jeho zložiek)



Zdroj: CES a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo septembra 2025.

Priemerný Sharpeho pomer bývania za obdobie od apríla 2020 do septembra 2025 sa medzi domácnosťami výrazne líši v závislosti od ich demografických a ekonomických charakteristík, a to z dôvodu ich odlišných názorov na budúci vývoj cien nehnuteľností na bývanie a s tým spojenú neistotu (graf C).

Domácnosti so staršími, majetnejšími, zamestnanými a finančne gramotnejšími mužmi v priemere vykazujú vyššie Sharpeho pomery než príslušná referenčná skupina domácností. Príčinou je najmä nižšia neistota týkajúca sa očakávaných cien nehnuteľností na bývanie, hoci v niektorých kategóriách zohrávajú úlohu aj rozdiely v priemerných očakávaniach vývoja cien týchto nehnuteľností. Pokiaľ ide o voľbu bývania, domácnosti žijúce v mestách alebo prímestských oblastiach vykazujú vyššie hodnoty pomeru než tie vo vidieckych oblastiach, čo odráža najmä vyššie priemerné očakávania rastu cien nehnuteľností na bývanie. Sharpeho pomer bývania je okrem toho zvyčajne nižší u vlastníkov nehnuteľností než u nájomcov,

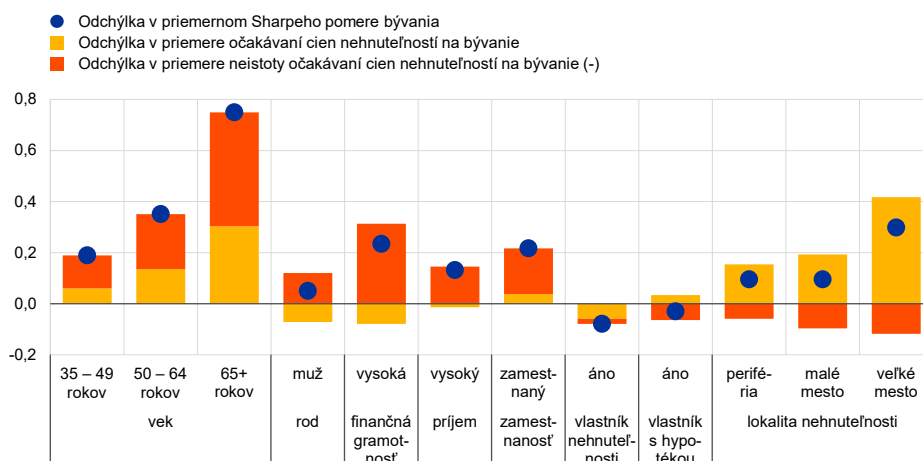
⁵ Neistota spojená s cenami nehnuteľností na bývanie má od začiatku roka 2022 mierne klesajúci trend, a to napriek výraznej volatilite očakávaní domácností týkajúcich sa rastu cien týchto nehnuteľností, ktoré najprv stratili tempo a následne opäť nadobudli dynamiku. Naznačuje to, že hoci domácnosti výrazne upravili svoje priemerné očakávania, neistota týkajúca sa miery rastu cien nehnuteľností na bývanie klesla, čím sa obmedzila úloha neistoty v Sharpeho pomere bývania.

a to z dôvodu nižších priemerných očakávaní. Sharpeho pomer sa však významne nelíši medzi vlastníckmi nehnuteľnosťí s hypotékou a bez nej.⁶

Graf C

Sharpeho pomer bývania podľa ekonomických a demografických charakteristík domácností

(odchýlka priemerného ukazovateľa od referenčnej kategórie a príspevky zložiek)



Zdroj: CES a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Referenčné skupiny (v danom poradí) sú definované takto: 18 – 34 rokov; ženy; nízka finančná gramotnosť; nízky príjem; bez zamestnania; nevlastnia nehnuteľnosť na bývanie; bez hypotéky; žijú na vidieku. Nízky príjem sa vzťahuje na dolných 50 % a vysoký príjem na horných 20 %. Finančná gramotnosť je rozdelená do dvoch skupín: jednotlivci, ktorí v kvíze finančnej gramotnosti CES dosiahli skóre 3 alebo 4 zo 4 (vysoká gramotnosť), a jednotlivci s nižším skóre (nízka gramotnosť). Vlastník nehnuteľnosti = „nie“, ak respondenti sú nájomcovia alebo obývajú nehnuteľnosť bezplatne, a „áno“, ak uviedli, že nehnuteľnosť vlastnia (s hypotékou alebo bez nej). Vlastník s hypotékou = „nie“, ak respondenti uviedli, že vlastnia nehnuteľnosť bez hypotéky, a „áno“, ak uviedli, že ju vlastnia s hypotékou. Kategórie oblastí bývania sú: 1) veľké mesto s viac ako 500 000 obyvateľmi; 2) predmestie alebo periféria veľkého mesta; 3) mesto s maximálne 500 000 obyvateľmi; 4) dedina alebo vidiecka oblasť. Priemerné Sharpeho pomery a príspevky zložiek sú vypočítané za obdobie od apríla 2020 do septembra 2025. Z týchto výpočtov je vylúčená bezriziková sadzba, pretože je konštantná pre všetky domácnosti.

Sharpeho pomer bývania naznačuje ďalšie mierne oživenie investícií do nehnuteľností na bývanie.

Porovnanie vývoja Sharpeho pomeru bývania s reálnym predajom nehnuteľností na bývanie ukazuje úzku koreláciu medzi týmito dvoma radmi, čo naznačuje, že Sharpeho pomer bývania je relevantným ukazovateľom na monitorovanie širšieho vývoja na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie (graf D). Konkrétne nárast tohto pomeru do septembra 2025 naznačuje, že predaj nehnuteľností na bývanie bude po miernom poklese v druhom štvrtroku pravdepodobne pokračovať v raste. To by malo zasa podporiť pozitívny krátkodobý výhľad v oblasti investícií do nehnuteľností na bývanie a spotreby tovarov pre domácnosť, ktoré zvyknú kopírovať vývoj predaja nehnuteľností na bývanie.⁷

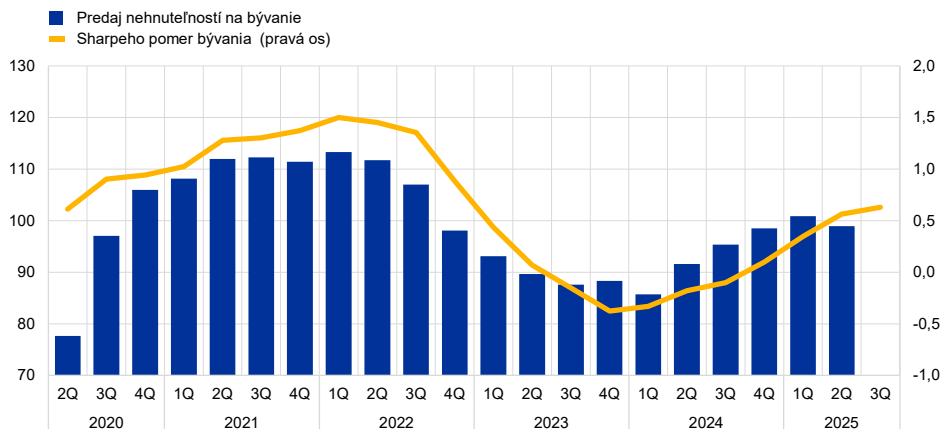
⁶ Tieto vzorce v Sharpeho pomere bývania naprieč rôznymi typmi bývania sa výrazne líšia od tých, ktoré ukazuje kvalitatívny ukazovateľ „nehnuteľnosť na bývanie ako dobrá investícia“. Podľa tohto ukazovateľa vlastníci nehnuteľností ju považujú za dobrú investíciu podstatne častejšie než nájomcovia – a platí to najmä pre tých, ktorí majú hypotéku. Viac informácií je v Battistini et al. (2023).

⁷ Battistini a Gareis (2025).

Graf D

Predaj nehnuteľností na bývanie a Sharpeho pomer bývania

(ľavá os: index, 2019 = 100; pravá os: štvrťročné priemery ukazovateľa)



Zdroj: Eurostat, CES a výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Predaj nehnuteľností na bývanie je založený na agregáte údajov Eurostatu a národných údajov pre krajiny eurozóny. Posledné údaje týkajúce sa predaja nehnuteľností na bývanie sú z druhého štvrťroka 2025 a Sharpeho pomeru bývania sú zo septembra 2025.

Referencie

Battistini, N., Charalampakis, E., Gareis, J. a Rusinova, D. (2023), [Why has housing lost its lure? Evidence from the ECB's Consumer Expectations Survey](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

Battistini, N. a Gareis, J. (2025), [The ripple effects of monetary policy on housing and consumption](#), *The ECB Blog*, ECB, 31. júl.

Battistini, N., Le Roux, J., Roma, M. a Vourdas, J. (2018), [The state of the housing market in the euro area](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB.

Leamer, E. (2007), Housing IS the business cycle, *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federálna rezervná banka Kansas City, s. 149 – 233.

Leamer, E. (2015), Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 47, Issue S1, marec/apríl 2015, s. 43 – 50.

Piazzesi, M. a Schneider, M. (2016), Housing and Macroeconomics, *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 2, s. 1547 – 1640.

Udržanie stavu: hromadenie pracovnej sily a očakávania firiem

Katalin Bodnár, Vasco Botelho, Laura Lebastard a Marco Weissler

Firmy, ktoré vo svojej podnikateľskej činnosti čelia nepriaznivým šokom, stoja pred rozhodnutím, či svojich zamestnancov prepustiť, alebo si ich udržať, teda „hromadiť pracovnú silu“. K hromadeniu pracovnej sily dochádza, keď sa firmy napriek zhoršeniu aktuálnych alebo očakávaných podnikateľských podmienok, napr. súvisiacich so znížením dopytu alebo ziskovosti, priklonia k udržaniu svojich zamestnancov. Ukazovateľ hromadenia pracovnej sily ECB meria podiel firiem, ktoré napriek aktuálnemu zhoršeniu podnikateľských podmienok (miera aktivity) neznížili počet zamestnancov (miera zamestnanosti), pričom využíva údaje z prieskumu o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE) v eurozóne (graf A).¹ Hromadenie pracovnej sily bolo významným fenoménom po energetickej kríze v roku 2022.² Hoci ukazovateľ hromadenia pracovnej sily sa od obdobia vysokej inflácie postupne zmiernil (vrchol na úrovni takmer 30 % dosiahol v treťom štvrtroku 2022), stále je vyšší ako jeho priemerná hodnota 13 % pred pandémie. V treťom štvrtroku 2025 si hromadenie pracovnej sily zvolilo až 17 % firiem. Aktuálny pokles hromadenia pracovnej sily do veľkej miery odráža normalizáciu ekonomickej situácie firiem, keďže v posledných troch až šiestich mesiacoch zhoršenie svojich špecifických podnikateľských podmienok hlásil menší podiel firiem. Negatívnym šokom však v porovnaní s obdobím pred pandemiou čelí viac firiem, t. j. miera aktivity zostáva nad úrovňou zaznamenanou v poslednom štvrtroku 2019.

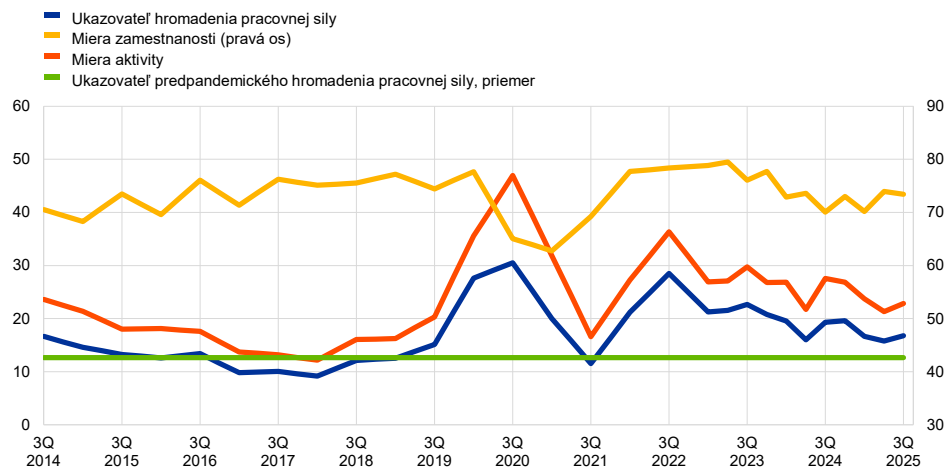
¹ Ukazovateľom hromadenia pracovnej sily ECB a jeho vzťahom s nedávnym cyklickým oživením produktivity práce sa zaoberajú [Botelho \(2024\)](#) a [Arce a Sondermann \(2024\)](#).

² Tento box sa nezaobrá výnimočným obdobím hromadenia pracovnej sily, ku ktorému došlo počas pandémie, ani príspevkom jedinečných faktorov, akými bolo v tom čase rozšírené využívanie programov na zachovanie pracovných miest.

Graf A

Hromadenie pracovnej sily a miery úprav vo firmách

(podielu firiem, v %)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE), výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Miera aktivity zachytáva podiel firiem, ktoré v predchádzajúcom alebo aktuálnom štvrťroku čelili zhoršeniu svojich špecifických podnikateľských podmienok; miera zamestnanosti sa vzťahuje na podiel firiem, ktoré neznížili počet svojich zamestnancov, ku všetkým firmám, ktoré hlásili zhoršenie svojich podnikateľských podmienok. Ukazovateľ hromadenia pracovnej sily ECB je súčinom oboch mier. Priemer ukazovateľa hromadenia pracovnej sily pred pandémiou zahŕňa obdobie rokov 2014 až 2019. Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2025.

Rozhodnutia firiem hromadiť pracovnú silu sú odrazom ich očakávaní, pokiaľ ide o budúce podnikateľské podmienky (graf B). Firmy rozdeľujeme do troch skupín: 1) firmy, ktoré nehlásili zhoršenie svojich minulých podnikateľských podmienok („obvyklé podnikanie“), 2) firmy, ktoré čelili nepriaznivým šokom, ale neznížili počet zamestnancov („hromadenie pracovnej sily“), a 3) firmy, ktoré čelili nepriaznivým šokom a znížili počet zamestnancov („prepúšťanie pracovnej sily“) v poslednom štvrťroku. Firmy v kategórii „obvyklé podnikanie“ nepredpokladajú, že v nasledujúcich troch mesiacoch nastane zhoršenie ich tržieb alebo investícií. Firmy vo zvyšných dvoch skupinách očakávajú nižšie tržby a investície, ale firmy, ktoré hromadia pracovnú silu, vidia blízku budúcnosť menej pesimisticky než firmy, ktoré zamestnancov prepúšťajú. To naznačuje, že rozhodnutie o hromadení pracovnej sily závisí od očakávaní firiem súvisiacich s budúcnosťou podnikateľskými podmienkami, prinajmenšom v krátkodobom horizonte.

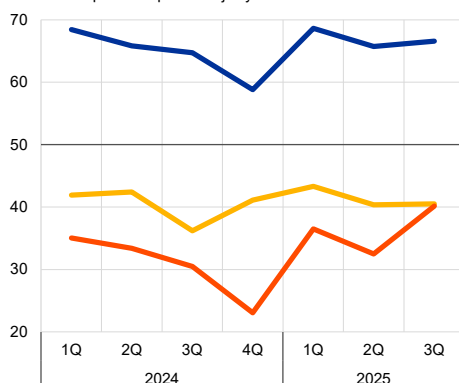
Graf B

Krátkodobé očakávania firiem týkajúce sa obratu a investícií

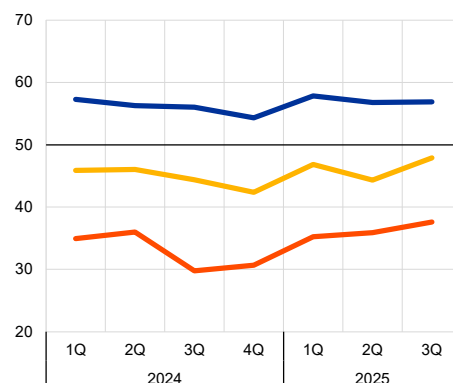
(difúzný index; 50 = neutrálne pásmo)

a) Obrat

■ Obvyklé podnikanie
■ Hromadenie pracovnej sily
■ Prepúšťanie pracovnej sily



b) Investície



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE), výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Do skupiny „obvyklé podnikanie“ patria firmy, ktoré nehlásili zhoršenie svojich špecifických podnikateľských podmienok v minulosti; firmy v skupine „hromadenie pracovnej sily“ čelili nepriaznivým šokom, ale počas posledného štvrťroka neznížili počet zamestnancov, a firmy v skupine „prepúšťanie pracovnej sily“ čelili nepriaznivým šokom a znížili počet zamestnancov. Očakávania firiem sa týkajú nasledujúceho štvrťroka. Hodnoty nad 50 signalizujú nárast a hodnoty pod 50 naznačujú pokles. Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2025.

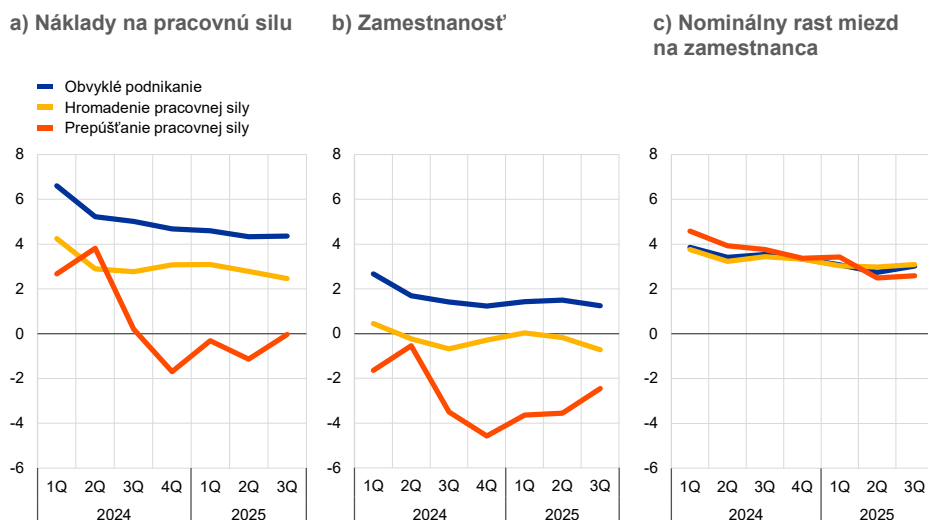
Firmy hromadiace pracovnú silu očakávajú vyšší rast nákladov na pracovnú silu v porovnaní s inými firmami, ktoré čelia zhoršeniu aktivity, a to hlavne v dôsledku očakávania vyššieho rastu zamestnanosti (graf C). Očakávania rastu nákladov na pracovnú silu u firiem v skupine, ktorá hromadí pracovnú silu, sú o niečo nižšie než u firiem v kategórii „obvyklé podnikanie“, ale vo všeobecnosti sú vyššie ako očakávania firiem, ktoré zamestnancov prepúšťajú. Ak sa tento očakávaný rast nákladov na pracovnú silu rozloží na očakávania v oblasti zamestnanosti a v oblasti rastu miezd, ukáže sa, že firmy v kategórii „obvyklé podnikanie“ očakávajú v budúcom roku nárast zamestnanosti. Firmy hromadiace pracovnú silu očakávajú, že zamestnanosť sa vo všeobecnosti nebude meniť, zatiaľ čo firmy, ktoré už prepúšťali, očakávajú, že rast zamestnanosti zostane negatívny. Firmy vo všetkých skupinách však očakávajú podobné spomalenie rastu nominálnych miezd na zamestnanca. Tento model naznačuje, že dôležitú úlohu by mohlo zohrávať kolektívne vyjednávanie spolu s centralizovanými mechanizmami stanovovania miezd.³ Rozdiely v očakávanom raste nákladov na pracovnú silu sú teda spôsobené hlavne rozdielnymi očakávaniami rastu zamestnanosti v jednotlivých skupinách firiem.

³ Podobnosť v raste miezd zodpovedá plne decentralizovanému konkurenčnému trhu práce, keďže mzdy sa na konkurenčnom trhu práce vyrovnali. Prehľad o najnovšom vývoji rastu miezd sa nachádza v Bates et al. (2025). Analýza kolektívnych zmlúv je v Bates et al. (2024).

Graf C

Očakávania firiem týkajúce sa rastu ich celkových nákladov na pracovnú silu, zamestnanosti a miezd

(ročná percentuálna zmena)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE), výpočty odborníkov ECB.
Poznámka: Grafy zobrazujú očakávania firiem na najbližších 12 mesiacov. Celkový rast nákladov na pracovnú silu sa vypočíta ako súčin rastu zamestnanosti a nominálneho rastu miezd. Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2025.

Firmy, ktoré hlásia zhoršenie podnikateľskej aktivity, majú tendenciu očakávať nižší budúci rast svojich predajných cien v horizonte jedného roka (graf D).

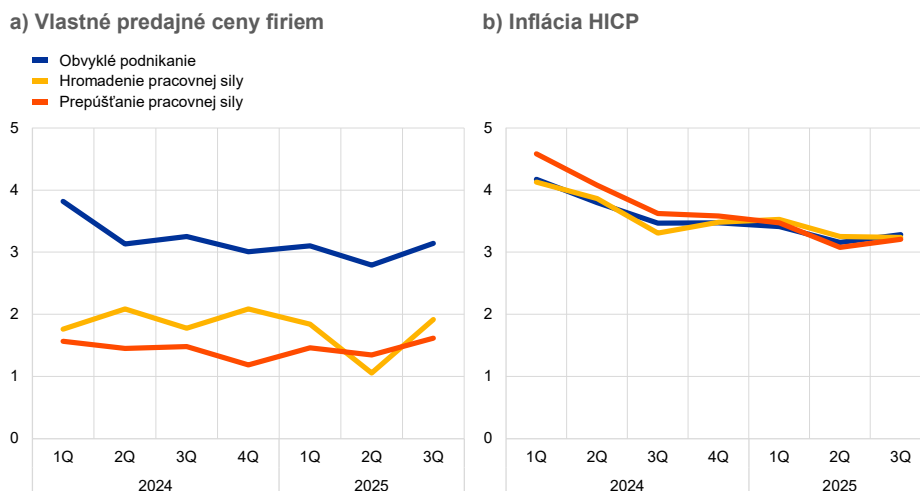
Firmy v skupine „obvyklé podnikanie“ očakávajú, že ich predajné ceny budú naďalej rásť rýchlejším tempom (o 3,1 % medziročne v treťom štvrtroku 2025), na rozdiel od firiem, ktorých podnikateľskú činnosť v minulosti negatívne zasiahli šoky (1,9 % pre firmy hromadiace pracovnú silu a 1,6 % pre firmy, ktoré nehromadia pracovnú silu, v treťom štvrtroku 2025). Tieto rozdiely nie sú spôsobené očakávaniami firiem týkajúcimi sa harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP), keďže všetky skupiny majú v priemere podobné očakávania inflácie HICP. To naznačuje, že nezávisle od rozhodnutia hromadiť pracovnú silu firmy so zhoršenou podnikateľskou činnosťou neočakávajú, že budú môcť zvýšiť svoje ceny v rovnakom rozsahu ako ich konkurenti, vzhľadom na možný slabší dopyt po ich produktoch alebo silnejší konkurenčný tlak. Táto slabšia cenotvorná sila pri podobnom raste miezd by mohla viesť k erózii ziskových marží a prinútiť tieto firmy hľadať iné spôsoby, ako znížiť náklady na pracovnú silu.⁴

⁴ Ferrando et al. (2025) spája očakávania inflácie HICP s očakávaniami rastu zamestnanosti, hoci tento kanál prispieva k vývoju inflačných očakávaní v čase len v obmedzenej miere.

Graf D

Očakávania firiem týkajúce sa predajných cien a inflácie

(ročná percentuálna zmena)



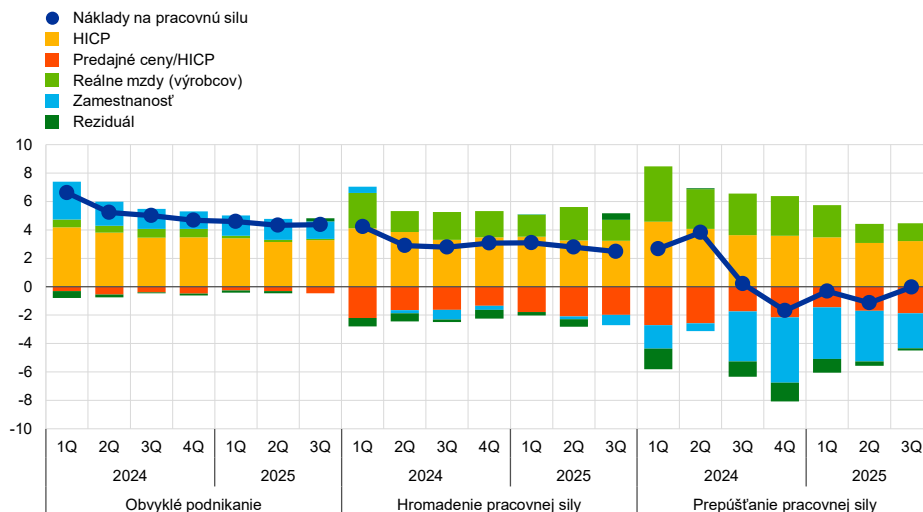
Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE), výpočty odborníkov ECB.
Poznámka: Grafy zobrazujú očakávania firiem na najbližších 12 mesiacov. Posledné údaje sú za tretí štvrtrok 2025.

Celkovo je zrejmé, že existuje súvislosť medzi rozhodnutiami firiem o hromadení pracovnej sily a ich očakávaniami budúceho rastu nákladov na pracovnú silu. Graf E znázorňuje faktory, ktoré ovplyvňujú očakávania firiem v oblasti rastu celkových nákladov na pracovnú silu v jednotlivých skupinách. Vyššie očakávania rastu nákladov na pracovnú silu u firiem v skupine „obvyklé podnikanie“ možno vysvetliť ich vyššími očakávaniami v oblasti zamestnanosti (modré stĺpce). Naopak, firmy v skupinách, ktoré hromadia pracovnú silu a prepúšťajú zamestnancov, očakávajú nižší rast zamestnanosti, ale vyššie mzdové náklady deflované vlastnými predajnými cenami (svetlozelené stĺpce). Tento ukazovateľ reálnych miezd je pre firmy relevantnou cenou práce, pretože odráža ich schopnosť financovať náklady na pracovnú silu zvýšením svojich predajných cien. Keďže firmy v skupinách, ktoré hromadia pracovnú silu a prepúšťajú zamestnancov, očakávajú, že v budúcnosti budú mať menšiu možnosť zvyšovať svoje predajné ceny, predpokladajú, že ich súčasná pracovná sila bude v nadchádzajúcom roku relatívne drahšia. Očakávania firiem týkajúce sa rastu nákladov na pracovnú silu preto poskytujú cenné informácie na posúdenie rozhodnutí o hromadení pracovnej sily. Pomáhajú zároveň lepšie pochopiť cyklické oživenie produktivity práce, ktoré zvyčajne nasleduje po obdobiach charakterizovaných silným hromadením pracovnej sily.

Graf E

Rozklad očakávaného rastu nákladov na pracovnú silu podľa skupín firiem

(ročná percentuálna zmena; príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Prieskum ECB a Európskej komisie o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE), výpočty odborníkov ECB.

Poznámka: Graf znázorňuje rozklad vývoja očakávaných nákladov firiem na pracovnú silu na jednotlivé zložky: zamestnanosť, reálne mzdy a inflácia predajných cien. Ukazovateľ reálnych miezd odráža schopnosť firmy financovať náklady na pracovnú silu prostredníctvom zvýšenia predajných cien. Ak firma nie je schopná zvyšovať ceny tak ako jej konkurencia, zamestnanec sa pre ňu pri rovnakom zvýšení miezd stáva drahším. Komponent cenovej inflácie bol prepísaný z hľadiska očakávaní firiem v oblasti HICP. Komponent „Predajné ceny/HICP“ je teda pomerom medzi očakávaním inflácie predajných cien a očakávaním inflácie HICP a poskytuje informáciu o tom, aký vývoj svojich predajných cien očakávajú firmy v porovnaní s infláciou HICP. Rozklad je aditívny, pričom očakávané celkové náklady na pracovnú silu sú súčtom jednotlivých zložiek. Zvyšok zohľadňuje možné agregáčne skreslenia, keďže všetky odpovede sú očakávaniami firiem na nasledujúci rok a sú získané z prieskumu SAFE. Posledné údaje sú za tretí štvrťrok 2025.

Referencie

Arce, O. a Sondermann, D. (2024), [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), *The ECB Blog*, ECB, 6. máj.

Bates, C., Bodnár, K., Healy, P. a Roca I Llevadot, M. (2025), [Wage developments during and after the high inflation period](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB.

Bates, C., Botelho, V., Holton, S., Roca I Llevadot, M. a Stanislaw, M. (2024), [The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#), *The ECB Blog*, ECB, 18. december.

Botelho, V. (2024), [Vyššie ziskové marže pomohli firmám hromadiť pracovnú silu](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB.

Ferrando, A., Lamboglia, S. a Rariga, J. (2025), [Determinanty inflačných očakávaní podnikov v prieskume SAFE](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 4, ECB.

V potravinovom koši: čo stojí za aktuálnou infláciou cien potravín

Colm Bates, Friderike Kuik, Elisabeth Wieland a Zivile Zekaite

Dynamika cien potravín významne ovplyvňuje vnímanie inflácie a krátkodobé inflačné očakávania spotrebiteľov, preto je veľmi dôležité pochopiť pretrvávajúcu infláciu cien potravín v roku 2025.

Vývoju cien potravín ľudia venujú osobitnú pozornosť, pretože potraviny – ktoré tvoria významnú časť ich rozpočtu – nakupujú často, pričom majú len obmedzenú možnosť nahradiť ich lacnejšou alternatívou. To znamená, že nákupy potravín môžu neprimerane ovplyvňovať ich predstavy o celkovej inflácii.¹ Od roku 2022 Európska centrálna banka (ECB) v prieskume očakávaní spotrebiteľov (CES) takmer pravidelne zbiera podrobné informácie o vnímaní inflácie a očakávaniach týkajúcich sa hlavných položiek spotrebiteľského koša. Analýza naznačuje, že vnímaná a očakávaná inflácia cien potravín má relatívne významný vplyv na celkové vnímanie inflácie a jednoročné očakávania (graf A, panel a). V dlhodobejšom horizonte potraviny už takú významnú úlohu nehrajú. Takmer dve tretiny respondentov uviedli, že ceny potravín ovplyvňujú ich inflačné očakávania, čo je vyšší podiel ako v prípade akejkoľvek inej položky v koši (graf A, panel b). Títo respondenti vo väčšej miere, oproti zvyšnej tretine, očakávali infláciu v nasledujúcich 12 mesiacoch nad dvojpercentným cieľom ECB. Z tohto dôvodu je dôležité porozumieť nedávnomu vývoju cien potravín, a to tak z hľadiska monitorovania celkovej inflácie, ako aj z hľadiska posudzovania očakávaní spotrebiteľov.

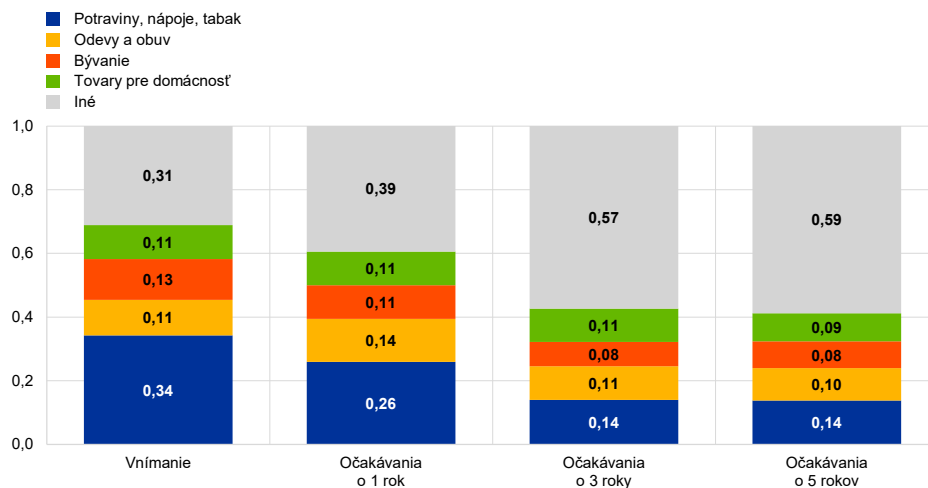
¹ D'Acunto et al. (2025) a tam uvedené odkazy.

Graf A

Vplyv cien potravín na inflačné očakávania

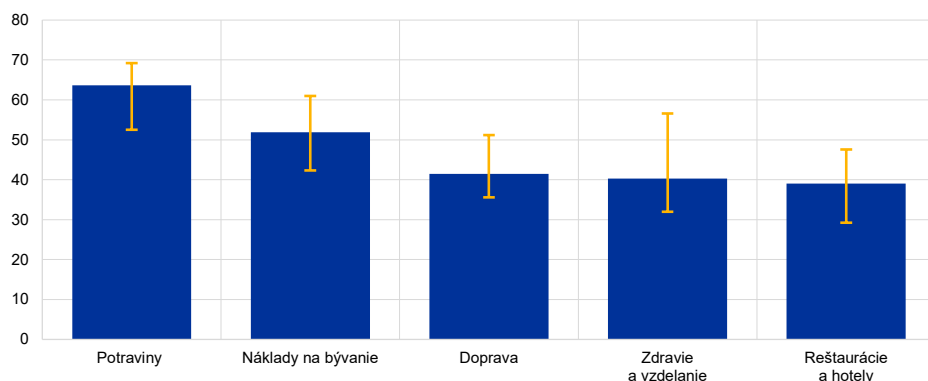
a) Relatívny význam inflácie cien potravín z hľadiska vnímania a očakávaní inflácie

(relatívne váhy)



b) Päť hlavných faktorov ovplyvňujúcich inflačné očakávania spotrebiteľov

(v %, percentuálny podiel respondentov)



Zdroj: Prieskum očakávaní spotrebiteľov ECB, výpočty ECB.

Poznámka: Graf v paneli a) zobrazuje relatívne váhy položiek spotrebiteľského koša na základe dodatočnej vysvetľujúcej sily položiek v regresných modeloch vnímania inflácie (prvý stĺpec) a očakávaní inflácie (po zohľadnení vnímania inflácie, ostatné stĺpce) v porovnaní s regresným modelom zahŕňajúcim iba fixné efekty. Kategória „iné“ zahŕňa príspevky položiek „zdravie“, „doprava“, „komunikačné služby“, „rekreácia a kultúra“, „vzdelávanie“ a „reštaurácie a hotely“. Údaje z prieskumu očakávaní spotrebiteľov (CES) sú za december 2022, január, júl a december 2023, január 2024 a máj a jún 2025. Panel b) uvádza odpovede na nasledujúcu otázku v CES: Keď vo všeobecnosti uvažujete o zmene cien v priebehu nasledujúcich 12 mesiacov v krajine, kde momentálne žijete, ktoré z nižšie uvedených položiek ovplyvňujú vaše očakávania? Žlté rozpätia označujú minimálne a maximálne podiely uvedené v jednotlivých krajinách. „Potraviny“ zahŕňajú potraviny a nápoje vrátane tabaku.

Inflácia cien potravín zostala tento rok na vyššej úrovni, čo spôsobili hlavne niektoré položky.² Ročná miera inflácie cien potravín meraná indexom HICP

v eurozóne klesla v novembri 2025 na 2,4 %, keď v marci 2023 dosiahla vrchol na úrovni 15,5 %. V roku 2025 (január – november) dosiahla priemernú hodnotu 2,9 %, pričom od decembra 2021 sa udržiava nad dlhodobým priemerom 2,2 % z obdobia pred pandémiou. Spomedzi rôznych potravinových zložiek HICP sú hlavnými hnacími silami nadpriemernej miery inflácie v roku 2025 „káva, čaj a kakao“, „cukor, džem, med, čokoláda a cukrovinky“ (sladkosti) a „mäso“. V posledných mesiacoch tvorili káva, čaj, kakao, sladkosti a mäso viac ako 50 % ročnej miery inflácie cien

² Viac tiež v Bobeica, Koester a Nickel (2025).

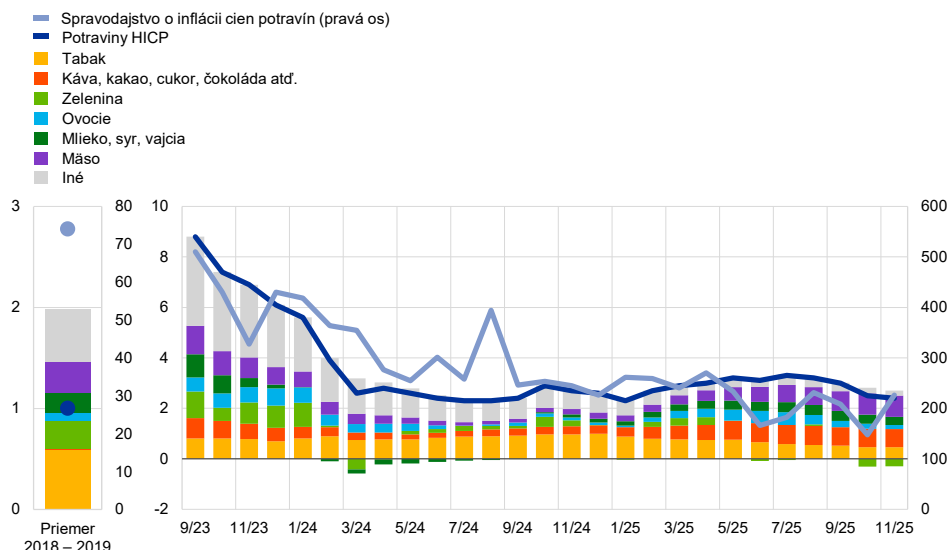
potravín, hoci ich váha v HICP potravín je nižšia ako 25 %. Príspevky ostatných potravinových položiek sa od nárastu inflácie v rokoch 2022 – 2023, naopak, do veľkej miery normalizovali. Poľavila aj pozornosť médií venovaná inflácii cien potravín, ale v porovnaní s rokom 2019 naďalej zostáva zvýšená (graf B, panel a). V poslednom období medzimesačné miery rastu naznačujú zmiernenie cenových tlakov v prípade niektorých položiek, napríklad kávy, čaju, kakaa a sladkostí (graf B, panel b), a ročné miery sa začínajú približovať k svojmu dlhodobému priemeru.

Graf B

Inflácia cien potravín HICP

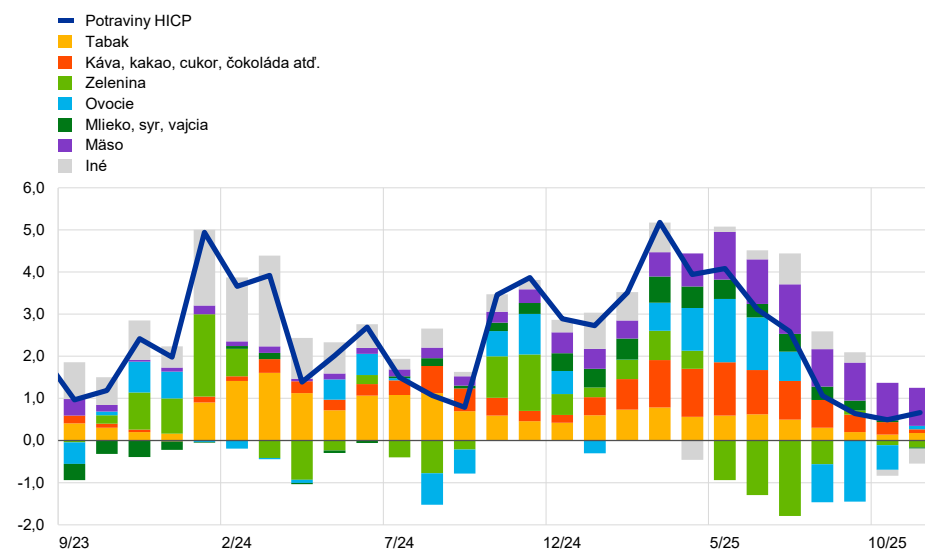
a) Inflácia cien potravín HICP a pozornosť médií

(ľavá os: ročná percentuálna zmena, príspevky v percentuálnych bodoch; pravá os: index)



b) Krátkodobá dynamika cien potravín HICP

(3-mesačný kĺzavý priemer anualizovaných medzimesačných percentuálnych zmien, príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Eurostat, Factiva a výpočty ECB.

Poznámka: Na základe 15 kategórií klasifikácie COICOP (väčšinou na štvorčíselnej úrovni). Kategória „iné“ zahŕňa „chlieb a obilniny“, „ryby“, „oleje a tuky“, „potravínárske výrobky i. n.“, „minerálne vody, osviežujúce nápoje, ovocné a zeleninové šťavy“, „liehoviny“, „vino“ a „pivo“. „Pokrytie inflácie cien potravín v médiách“ znamená mesačný priemer aktualizovaného základného denného indexu, ako ho opisujú Aarab et al. (2025). Posledné údaje sú z novembra 2025.

Ceny potravinových komodít boli dôležitým faktorom nedávneho rastu spotrebiteľských cien potravín, pričom tento vývoj odráža extrémne poveternostné udalosti, ako aj ďalšie štrukturálne faktory. Ceny komodít kakaa a kávy dosiahli začiatkom roka 2025 nové maximá a od januára 2024 sa viac ako zdvojnásobili (graf C, panel a). Hoci ich ceny z maximálnych hodnôt už mierne poklesli, ich minulé nárasty sa s oneskorením preniesli do spotrebiteľských cien

potravín. Tieto nárasty možno čiastočne pripísať extrémnym poveternostným podmienkam (Kotz et al., 2025). Zistenia z nedávnych kontaktov ECB s nefinančnými spoločnosťami takisto naznačujú, že na vývoj cien potravín vplyva aj zmena klímy (Kuik et al., 2025). Podľa odhadov by napríklad vlna horúčav v lete 2025 mohla o rok zvýšiť ceny nespracovaných potravín v eurozóne o 0,4 až 0,7 percentuálneho bodu.³ Na druhej strane ceny európskeho mäsa (najmä hovädzieho) ovplyvnil pokračujúci štrukturálny pokles ponuky pri súčasnom silnom dopyte.⁴ Európske výstupné ceny mäsa (výrobcov) tak dosiahli vrchol v júni 2025 – boli o 17 % vyššie ako v januári 2024 – a potom mierne klesli.

³ Na základe aktualizovanej analýzy publikovanej v Kotz et al. (2024).

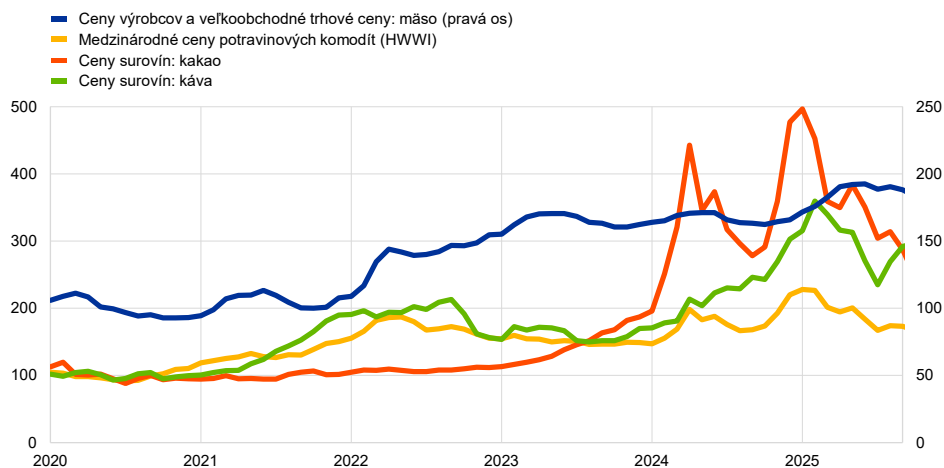
⁴ Podrobnosti sú uvedené v [informačnom letáku Európskej komisie o trhu s mäsom](#).

Graf C

Faktory inflácie cien potravín HICP

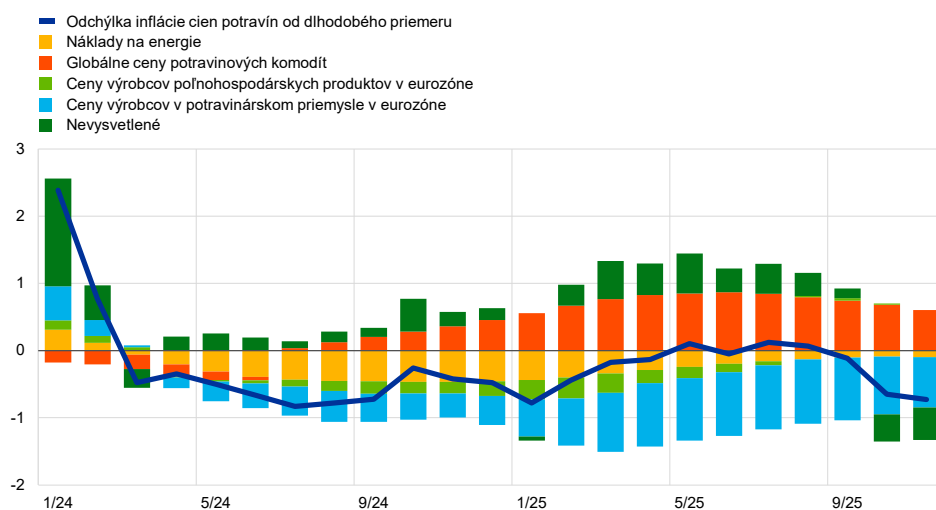
a) Vývoj cien potravinových komodít

(indexy, 2020 = 100)



b) Modelový rozklad inflácie cien potravín HICP

(príspevky v percentuálnych bodoch k odchýlkam od dlhodobého priemeru)



Zdroj: Eurostat, Európska komisia, HWWI a výpočty ECB.

Poznámka: V paneli b) sú posledné údaje z novembra 2025. Graf v paneli b) znázorňuje rozklad faktorov, ktoré prispievajú k odchýlke inflácie potravín v eurozóne od jej dlhodobého priemeru (a počiatočného stavu), na základe bayesovského autoregresného vektorového modelu s použitím súboru nástrojov ECB BEAR. Identifikácia hnacích síl sa riadi Choleského rozkladom opísaným vo Ferrucci et al. (2012), kde je stanovené nasledujúce poradie inovácií: globálne ceny potravinových komodít (v eurách, podľa HWWI), ceny výrobcov energií v eurozóne, ceny výrobcov poľnohospodárskych produktov v eurozóne, ceny výrobcov v potravinárskom priemysle, spotrebiteľské ceny. Toto poradie zodpovedá predpokladu cenového reťazca. Vzorka použitá na odhad zahŕňa obdobie od decembra 1996 do novembra 2025.

Modelovo založený rozklad inflácie cien potravín na jej determinanty taktiež naznačuje, že ceny komodít v poslednom období zohrávajú významnejšiu úlohu (graf C, panel b).⁵ Z rozkladu vyplýva, že v posledných mesiacoch došlo k zmierneniu nákladových tlakov v dôsledku mierne nižších príspevkov medzinárodných cien komodít a menšieho (teraz negatívneho) príspevku zložky „nevysvetlené“, ktorá môže súvisieť s prenesením minulého rastu miezd

⁵ Podrobnosti o modelovom rozklade sa nachádzajú v Kuik et al. (2024).

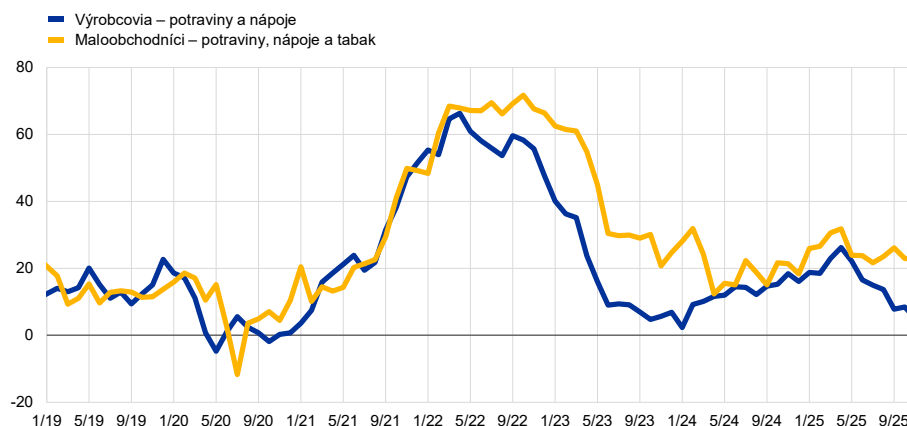
v maloobchodnom sektore.⁶ Najnovšie údaje o odvetvových odmenách na zamestnanca napríklad ukazujú, že rast miezd v odvetví obchodu, dopravy a ubytovania – zahŕňajúcom maloobchod s potravinami – zostal v prvej polovici roka 2025 na zvýšenej úrovni, nad priemerom spred pandémie.

V budúcnosti sa očakáva ďalšie poľavenie inflácie cien potravín, ktoré bude v krátkodobom horizonte podporené zmiernením očakávaní týkajúcich sa predajných cien. Makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystému pre eurozónu z decembra 2025 predpokladajú, že inflácia cien potravín sa v krátkodobom horizonte zníži, pričom v treťom štvrtroku 2026 dosiahne 2,1 % a následne zostane počas zvyšku sledovaného obdobia na nízkych úrovniach. V najbližšom období tento vývoj podporujú aj výrobcovia potravín a nápojov v prieskume podnikateľského prostredia Európskej komisie, ktorých očakávania týkajúce sa predajných cien na najbližšie tri mesiace od apríla klesli a dostali sa pod dlhodobý priemer zaznamenaný v rokoch 1999 až 2019 (graf D). Očakávania maloobchodníkov s potravinami, nápojmi a tabakom v oblasti predajných cien sa na rozdiel od toho zmiernili menej výrazne a zároveň zostali nad dlhodobým priemerom, čo by mohlo čiastočne odrážať pretrvávajúci vyšší rast miezd v tomto sektore.

Graf D

Očakávania výrobcov potravín a maloobchodníkov v oblasti predajných cien na nasledujúce tri mesiace

(v percentuálnych bodoch, sezónne očistené saldá)



Zdroj: Európska komisia.

Poznámka: Saldá zodpovedajú rozdielu medzi percentom respondentov, ktorí uviedli pozitívne odpovede, a percentom respondentov, ktorí uviedli negatívne odpovede. Posledné údaje sú z novembra 2025.

Referencie

Aarab, I., Bańbura, M., Bobeica, E. a Leguay, E. (2025), [Monitorovanie pozornosti, ktorú správy venujú inflácii](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 6, ECB.

Bobeica, E., Koester, G. a Nickel, C. (2025), [When groceries bite: the role of food prices for inflation in the euro area](#), *The ECB Blog*, ECB, 25. september.

⁶ Model implicitne zohľadňuje mzdy vo výrobnom sektore prostredníctvom výrobných cien.

D'Acunto, F., De Fiore, F., Sandri, D. a Weber, M. (2025), [A global survey of household perceptions and expectations](#), *BIS Quarterly Review*, september 2025.

Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. a Onorante, L. (2012), [Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy](#), *International Journal of Central Banking*, Vol. 8, marec 2012, s. 179 – 218.

Kotz, M., Donat, M. G., Lancaster, T., Parker, M., Smith, P., Taylor, A. a Vetter, S. H. (2025), [Climate extremes, food price spikes, and their wider societal risks](#), *Environmental Research Letters*, Vol. 20, No 8.

Kotz, M., Kuik, F., Lis, E. a Nickel, C. (2024), [Global warming and heat extremes to enhance inflationary pressures](#), *Nature Communications Earth & Environment*, Vol. 5, No 115.

Kuik, F., Lis, E. M., Paredes, J. a Rubene, I. (2024), [Faktory vplývajúce na infláciu cien potravín v eurozóne za posledné dva roky](#), *Ekonomický bulletin*, číslo 2, ECB.

Kuik, F., Morris, R., Roma, M. a Slavík, M. (2025), [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB.

Stav likvidity a operácie menovej politiky v období od 30. júla do 4. novembra 2025

Kristian Tötterman a Samuel Bieber

V tomto boxe sa opisuje stav likvidity a menovopolitické operácie Eurosystému počas piateho a šiesteho obdobia udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2025. Tieto dve udržiavacie obdobia spolu zahŕňajú obdobie od 30. júla do 4. novembra 2025 (sledované obdobie).

Nadbytočná likvidita v bankovom sektore eurozóny sa počas sledovaného obdobia postupne ďalej znižovala. Poskytovanie likvidity sa počas sledovaného obdobia znížilo najmä v dôsledku nižšej držby Eurosystému v programe nákupu aktív (asset purchase programme – APP) a v núdzovom pandemickom programe nákupu aktív (pandemic emergency purchase programme – PEPP) po ukončení reinvestícií v rámci programov APP na začiatku júla 2023 a PEPP na konci decembra 2024. Tento pokles čiastočne kompenzovalo pokračujúce znižovanie absorpcie likvidity prostredníctvom čistých autonómnych faktorov.

Analýza autonómnych faktorov z hľadiska likvidity

Počnúc týmto číslom Ekonomického bulletinu dochádza k určitej zmene spôsobu, akým sa v tomto boxe kategorizujú bilančné položky Eurosystému. Cieľom je zlepšiť porozumenie činiteľov, ktoré stoja za zmenami autonómnych faktorov a ich dosahu na likviditu. Na účely analýzy likviditných podmienok Eurosystému sa autonómne faktory kategorizujú na: i) čisté aktíva v eurách, ii) čisté zahraničné aktíva, iii) vklady verejnej správy, iv) bankovky a v) iné autonómne faktory (čisté). Prvé dva faktory v čistom vyjadrení likviditu poskytujú, zatiaľ čo zvyšné tri faktory v čistom vyjadrení likviditu absorbujú. Zaradenie súvahových položiek do týchto skupín sa teraz mierne zmenilo. Po prvé, preceňovacie účty držby v iných menách ako euro, ktoré boli predtým zaradené do kategórie ostatné autonómne faktory (čisté), boli začlenené do kategórie čistých zahraničných aktív, v dôsledku čoho sa typicky minimálny vplyv zmien v tejto kategórii na likviditu stáva transparentnejším. Po druhé, čisté aktíva v eurách teraz zahŕňajú všetky hlavné nemenovopolitické vkladové a investičné aktivity v eurách. Doteraz boli do tejto kategórie zaradené len niektoré z týchto aktivít, zatiaľ čo ostatné položky boli zaradené do kategórie ostatné autonómne faktory (čisté). Po tretie, kategória reziduálne ostatné autonómne faktory (čisté) teraz obsahuje podstatne menej súvahových položiek, ako napríklad kapitál, rezervy a opravné položky Eurosystému. Historické časové rady, ktoré odrážajú toto revidované členenie, sú k dispozícii v Dátovom portáli ECB v rámci [tabuľky likvidity](#).

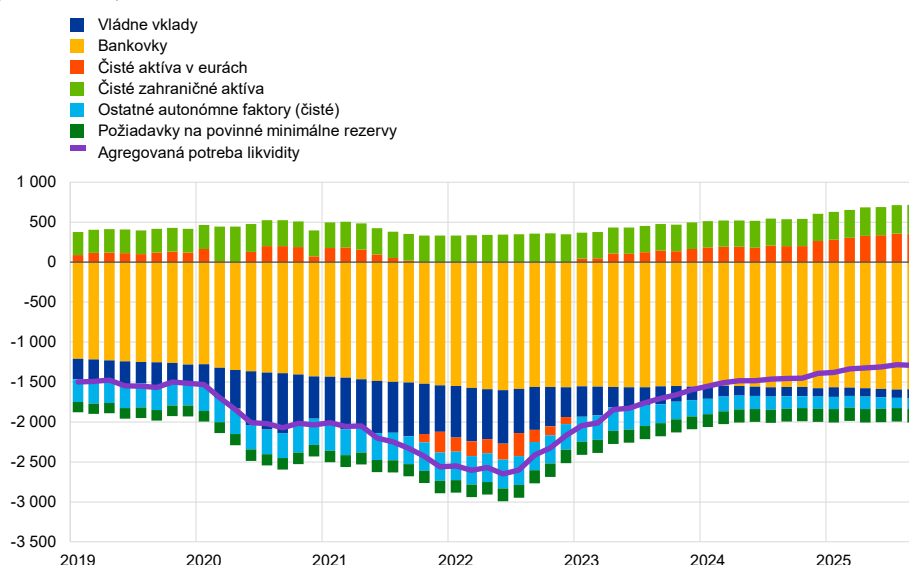
Potreba likvidity

Priemerná denná potreba likvidity bankového sektora, definovaná ako súčet čistých autonómnych faktorov a požiadaviek na povinné minimálne rezervy, sa v sledovanom období znížila o 30 mld. € na 1 288 mld. € (graf A). Tento pokles bol spôsobený zvýšením autonómnych faktorov poskytujúcich likviditu a miernym znížením autonómnych faktorov absorbujúcich likviditu. Povinné minimálne rezervy zostali stabilné na úrovni 168 mld. €, bez vplyvu na celkovú potrebu likvidity (tabuľka A).

Graf A

Zmeny v agregovanej potrebe likvidity

(v biliónoch EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo šiesteho udržiavacieho obdobia 2025.

Autonómne faktory poskytujúce likviditu sa v sledovanom období zvýšili o 28 mld. €, najmä v dôsledku nárastu čistých aktív v eurách o 25 mld. €.

Toto celkové zvýšenie možno pripísať najmä pokračujúcemu poklesu nemenovopolitických vkladov denominovaných v eurách. Eurové nemenovopolitické investície sa mierne zvýšili, čo tiež prispelo k nárastu čistých aktív v eurách. Čisté zahraničné aktíva zároveň okrajovo stúpili o 3 mld. €, pričom ich vplyv na celkový stav likvidity bol minimálny.

Autonómne faktory absorbujúce likviditu sa v sledovanom období znížili o 3 mld. €, najmä v dôsledku poklesu ostatných autonómnych faktorov. Čisté ostatné autonómne faktory v priemere klesli o 18 mld. €, čo odrážalo najmä zníženia na strane pasív. Vklady verejnej správy sa mierne zvýšili o 6 mld. € na 110 mld. €, pričom ich ťahala vyššia emisia verejnej správy na jeseň a následne aj vyššia zásoba hotovosti v držbe štátnych pokladníc. Priemerná hodnota bankoviek v obehu v sledovanom období mierne narástla o 8 mld. € a dosiahla úroveň 1 591 mld. €.

Likvidita poskytnutá prostredníctvom nástrojov menovej politiky

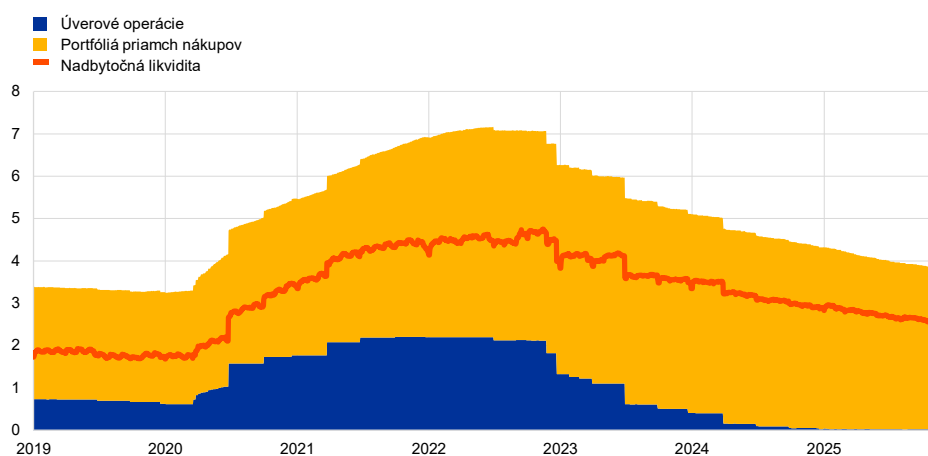
Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom nástrojov menovej politiky v sledovanom období klesol o 127 mld. € na 3 901 mld. € (graf B).

Pokles ponuky likvidity bol vo veľkej miere spôsobený znížením priamych portfólií Eurosystému.

Graf B

Zmeny dennej likvidity poskytovanej prostredníctvom operácií na voľnom trhu a zmeny nadbytočnej likvidity

(v biliónoch EUR)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Posledné údaje sú zo šiesteho udržiavacieho obdobia 2025.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom priamej držby menovopolitických portfólií sa v sledovanom období znížil o 125 mld. € na 3 881 mld. €. Tento pokles bol dôsledkom nereinvestovania splatných držieb v rámci programov APP a PEPP.

Priemerný objem likvidity poskytnutej prostredníctvom úverových operácií sa v sledovanom období zmenšil o 3 mld. € na 21 mld. €. Priemerný zostatok hlavných refinančných operácií (MRO) sa znížil približne o 1 mld. € a trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií (LTRO) zhruba o 2 mld. €. Obmedzená účasť bánk na týchto pravidelných operáciách odráža ich celkovo pohodlnú likviditnú pozíciu a dostupnosť alternatívnych zdrojov financovania s atraktívnymi trhovými sadzbami a splatnosťami.

Nadbytočná likvidita

Nadbytočná likvidita sa počas sledovaného obdobia znížila o 97 mld. € na 2 614 mld. € (graf B). Nadbytočná likvidita je súčet bankových rezerv presahujúcich požiadavky na povinné minimálne rezervy a rozdielu objemu použitých jednoduchových sterilizačných operácií a jednoduchových refinančných operácií bánk. 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 nechala počas sledovaného obdobia všetky tri kľúčové úrokové sadzby ECB nezmenené – vrátane sadzby jednodňových sterilizačných operácií, prostredníctvom ktorej riadi nastavenie menovej politiky. Sadzba jednodňových sterilizačných operácií zostala na úrovni 2,00 %, sadzba hlavných refinančných operácií na úrovni 2,15 % a sadzba jednodňových refinančných operácií na úrovni 2,40 % (tabuľka B).

Priemerná krátkodobá eurová sadzba (€STR) v priebehu sledovaného obdobia okrajovo stúpila, pričom si udržala negatívny spread so sadzbou jednodňových sterilizačných operácií. Sadzba €STR bola počas sledovaného obdobia v priemere o 7,5 bázičného bodu nižšia ako sadzba jednodňových sterilizačných operácií; spread 7,9 bázičného bodu zaznamenaný v treťom a štvrtom udržiavacom období roku 2025 sa teda mierne zúžil.

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

Tabuľka A

Stav likvidity v Eurosystéme

(priemerné hodnoty; v mld. EUR)

	Aktuálne sledované obdobie: 30. júl – 4. november 2025						Predchádzajúce sledované obdobie: 23. apríl – 29. júl 2025	
	Piate a šieste udržiavacie obdobie		Piate udržiavacie obdobie: 30. júl – 16. september 2025		Šieste udržiavacie obdobie: 17. september – 4. november 2025		Tretie a štvrté udržiavacie obdobie	
Faktory poskytujúce likviditu								
Autonómne faktory	713	(+28)	711	(+24)	715	(+4)	685	(+43)
- Čisté zahraničné aktíva	356	(+3)	354	(+0)	358	(+5)	353	(+6)
- Čisté aktíva v eurách	357	(+25)	358	(+24)	357	(-1)	332	(+37)
Menovopolitické operácie	3 901	(-127)	3 931	(-57)	3 871	(-60)	4 028	(-156)
- Hlavné refinančné operácie	9	(-1)	8	(-0)	10	(+2)	10	(+0)
- LTRO	12	(-2)	12	(-1)	11	(-1)	13	(-3)
- Portfóliá priamych nákupov	3 881	(-125)	3 911	(-56)	3 850	(-61)	4 005	(-154)
- Iná poskytnutá likvidita	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Faktory absorbujúce likviditu								
Autonómne faktory	1 844	(-3)	1 838	(-7)	1 850	(+12)	1 847	(+6)
- Bankovky v obeh	1 591	(+8)	1 593	(+5)	1 590	(-2)	1 583	(+14)
- Vklady verejnej správy	110	(+6)	104	(+1)	116	(+11)	104	(-5)
- Iné autonómne faktory (čisté)	143	(-18)	141	(-13)	144	(+3)	161	(-2)
Menovopolitické operácie								
- Iná absorbovaná likvidita	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Likvidita a automatické operácie								
- Bežné účty úverových inštitúcií	174	(+1)	173	(+1)	175	(+1)	172	(+0)
- Povinné minimálne rezervy ¹⁾	168	(+1)	168	(+1)	168	(-0)	167	(+0)
- Jednodňové refinančné operácie	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)
- Jednodňové sterilizačné operácie	2 608	(-98)	2 643	(-28)	2 573	(-70)	2 705	(-120)
- Nadbytočná likvidita ²⁾	2 614	(-97)	2 648	(-28)	2 579	(-69)	2 711	(-120)
Ostatné informácie o likvidite								
- Agregovaná potreba likvidity ³⁾	1 288	(-30)	1 283	(-30)	1 292	(+8)	1 318	(-36)
- Čisté autonómne faktory ⁴⁾	1 120	(-31)	1 116	(-31)	1 124	(+8)	1 151	(-37)

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.

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 rozdiel 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: 30. júl – 4. november 2025				Predchádzajúce sledované obdobie: 23. apríl – 29. júl 2025			
	Piate udržiavacie obdobie: 30. júl – 16. september 2025		Šieste udržiavacie obdobie: 17. september – 4. november 2025		Tretie udržiavacie obdobie: 23. apríl – 10. jún 2025		Štvrté udržiavacie obdobie: 11. jún – 29. júl 2025	
Hlavné refinančné operácie	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,40	(-0,25)	2,15	(-0,25)
Jednodňové refinančné operácie	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,65	(-0,25)	2,40	(-0,25)
Jednodňové sterilizačné operácie	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,25	(-0,25)	2,00	(-0,25)
€STR	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)	2,17	(-0,25)	1,92	(-0,25)
RepoFunds Rate Euro	1,99	(-0,01)	2,00	(+0,00)	2,25	(-0,24)	2,00	(-0,24)

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

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

© Európska centrálna banka 2026

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

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

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

Uzavierka štatistických údajov uvedených v tomto čísle bola 17. decembra 2025.

PDF ISSN 2363-3549, QB-01-25-081-SK-N