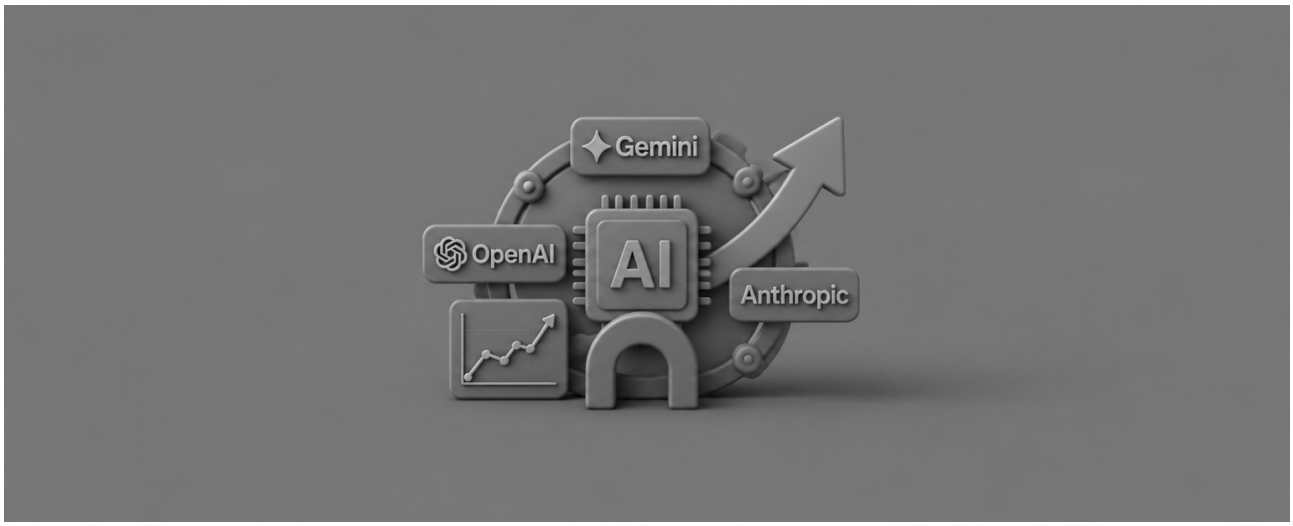
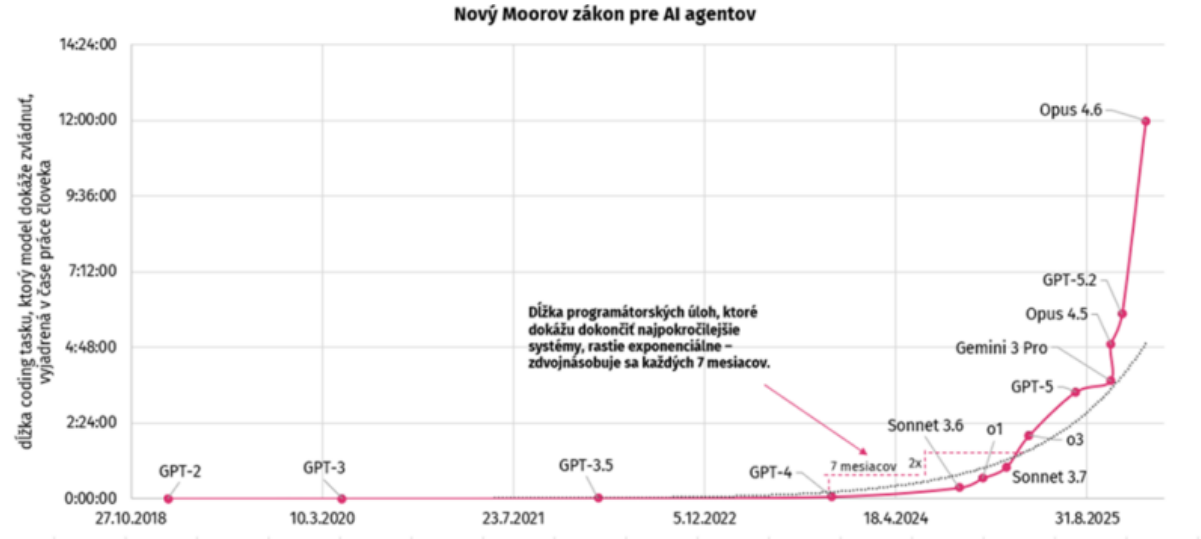
Trh s AI modelmi

Kam sa posunul trh s umelou inteligenciou a kto dnes vedie preteky o najlepší model – OpenAI, Anthropic, Gemini alebo niekto nový? Realitný trh v USA stagnuje. Ako je na tom dostupnosť bývania pre bežných Američanov? Ako sa vyvíja európsky maloobchod? Americká inflácia v apríli naďalej rastie. Aké segmenty indexu CPI majú najväčší medziročný nárast? Je digitálne euro strategickou nevyhnutnosťou pre EÚ, alebo skôr zdrojom rizík pre bankový sektor a ekonomiku?



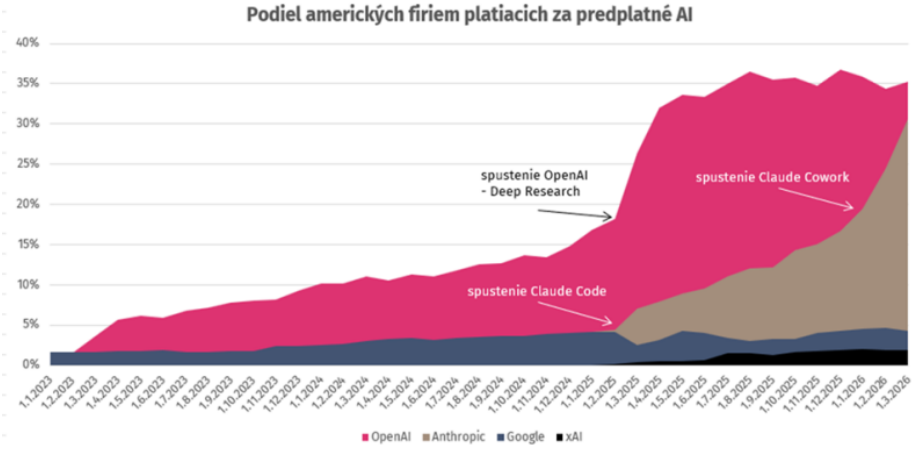
Od začiatku nového desaťročia sa AI modely stali súčasťou našich životov. Nielenže menia spôsob, akým vykonávame našu prácu, ale zároveň formujú aj ekonomický vývoj svetových ekonomík. V roku 2026 majú tzv. hyperscaleri vynaložiť až 765 mld. USD, pričom väčšina týchto investícií má smerovať do dátových centier a serverov určených na zlepšovanie AI modelov. Dôvodom takéhoto významného rastu investícií do AI je zlepšujúca sa efektivita jednotlivých modelov. Pre AI modely platí niečo podobné ako nový Moorov zákon, ktorý sa zameriava na časový horizont, teda na dĺžku úloh, ktoré sú AI systémy schopné autonómne vykonávať. Pre predstavu, GPT-2 v roku 2019 dokázal autonómne pracovať necelé 2 sekundy, GPT-4 v roku 2023 približne 4 minúty a dnes Claude Opus 4.6 v roku 2026 dokáže samostatne spracovať kódovaciu úlohu v dĺžke takmer 12 hodín. Z toho vyplýva aj pravidlo, že dĺžka kódovacej úlohy, ktorú dokážu špičkové AI systémy úspešne dokončiť, sa zdvojnásobuje každých 7 mesiacov. Tento rýchly nárast schopností AI modelov sa považuje za jeden z najdôležitejších technologických trendov, ktoré dokážu transformovať celú globálnu ekonomiku.



Zdroj: AI Digest

Kam sa trh s AI modelmi posunul?

S vývojom novej technológie súvisí nielen jej vznik, ale aj jej adaptácia na masové využitie. Novým technologickým nástrojom trvalo dosiahnutie 100 miliónov používateľov celosvetovo rôzne dlhý čas. Telefónom s pevnou linkou to trvalo približne 75 rokov, mobilným telefónom 16 rokov, celosvetovej webovej sieti, teda internetu, približne 7 rokov, zatiaľ čo ChatGPT dosiahol túto hranicu za necelé dva mesiace. Rýchla adaptácia AI súvisí aj s rastúcim využívaním týchto nástrojov vo firmách v USA. V roku 2023 používalo ChatGPT približne 9,3 % firiem, zatiaľ čo dnes je to už 35,2 %. Spoločnosti OpenAI zároveň vyrástol výrazný konkurent Anthropic so svojím modelom Claude, ktorého využitie medzimesačne výrazne rastie po spustení nástrojov Claude Code a Cowork. Dnes má Anthropic dosahovať podiel takmer 30,6 %. To spôsobuje, že Anthropic predbehol OpenAI nielen v raste tržieb, ktoré dnes dosahujú približne 39 mld. USD v porovnaní s 25 mld. USD pri OpenAI, ale aj v celkovej valuácii firmy. Tá by mala dosahovať približne 1 bil. USD, zatiaľ čo OpenAI sa oceňuje na približne 850 až 900 mld. USD trhovej hodnoty.

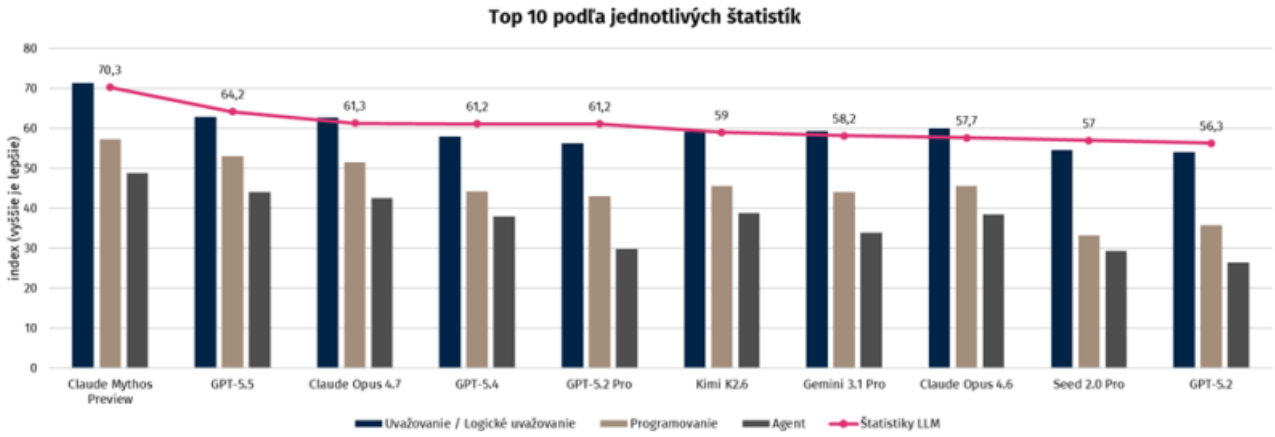


Zdroj: Ramp

Čo sa týka geografického rozloženia kumulatívneho vývoja AI modelov, v tejto oblasti primárne dominuje USA, z ktorých pochádza celkovo 151 modelov. Nasleduje Čína s približne 108 modelmi a prekvapivo treťou krajinou, ktorá dosahuje výraznejšie výsledky vo vývoji vlastných modelov, je Francúzsko so svojimi 31 modelmi. Ostatné krajiny zatiaľ dokázali vytvoriť v priemere iba približne 1 až 2 AI modely. Francúzsko je krajinou, ktorá má významné postavenie na AI trhu aj z dôvodu, že disponuje tretím najväčším počtom AI výskumníkov na svete. V roku 2024 v krajine pôsobilo viac ako 1000 AI startupov, čo predstavuje dvojnásobok oproti roku 2021. Vývoj nepozorujeme iba z geografického hľadiska, ale aj z hľadiska typu modelov. Zatiaľ čo v júli 2024 vychádzali primárne AI modely založené iba na textovom prompte (otázke alebo pokyne pre AI) a tvorili približne 72 %, dnes je situácia odlišná. Modely, ktoré v súčasnosti vznikajú, sú už prevažne multimodálne (dokážu spracovávať údaje aj v iných formátoch než iba textový prompt). V apríli 2026 tvorili viac ako 76 % celkových nových modelov. Dôležitým aspektom AI modelu je aj jeho forma, teda či ide o uzavretý model, ako napríklad modely od spoločností OpenAI, Anthropic a Google, alebo o otvorený model, ako napríklad DeepSeek a Mistral. Zatiaľ čo uzavreté modely sú ponúkané ako hotová softvérová služba, otvorený model si zákazník dokáže ďalej upravovať podľa vlastných potrieb.

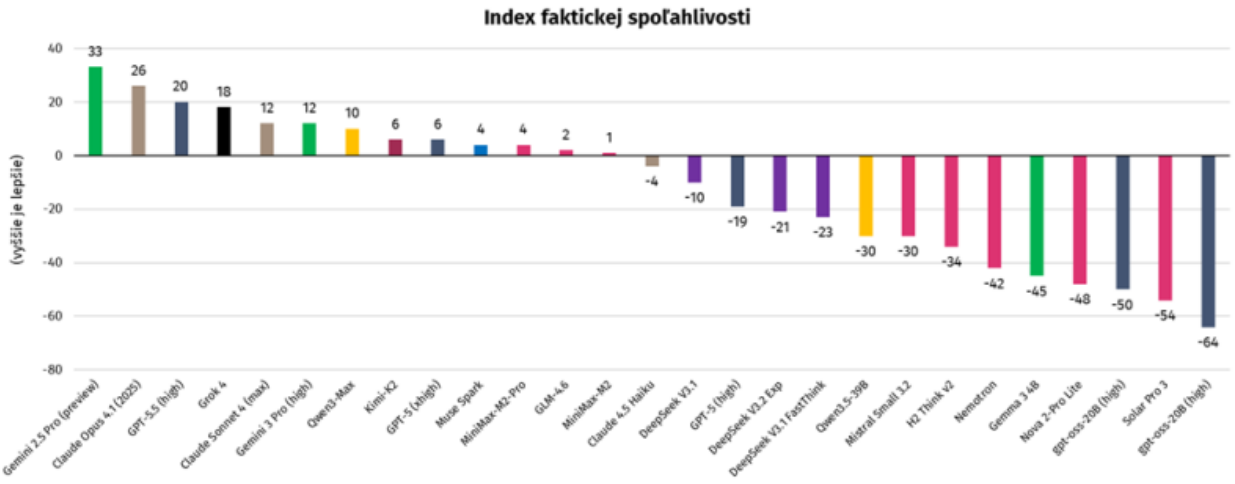
Dlhodobo boli uzavreté modely výkonnejšie než otvorené modely, pričom rozdiel vo výkone správnych riešení dosahoval až 33 p.b. Postupom času sa však otvorené modely zlepšovali a dnes je tento rozdiel iba približne 3 p.b.

Pri pohľade na najvýkonnejšie AI modely podľa rôznych štatistík dominujú na prvých troch miestach modely od spoločnosti Anthropic, konkrétne Claude Mythos a Opus 4.7, spolu s najnovším modelom od OpenAI, GPT-5.5. Práve najnovší model Claude Mythos dosahuje takmer o 10,5 bodu lepší výsledok než priemer ostatných modelov v Top 10, čo sa reálne prejavuje najmä pri riešení automatizácie a komplexných úloh. V Top 10 dominujú štyri modely od spoločnosti OpenAI, tri modely od spoločnosti Anthropic, jeden model od Googlu (Gemini) a modely od čínskych spoločností Moonshot AI (Kimi) a ByteDance (Seed).



Zdroj: LLM Stats

Dôležitým prvkom každého modelu je nielen jeho výkon a znalosť v rozličných oblastiach (kódovanie, matematika,...), ale aj správnosť odpovedí, ktoré model poskytuje. Tú sleduje index faktickej spoľahlivosti, ktorý meria presnosť znalostí a mieru halucinácií. Skóre sa pohybuje medzi -100 a 100, pričom 0 znamená rovnaký počet správnych a nesprávnych odpovedí. Najlepšie si v tomto indexe vedú Gemini 2.5 Pro od Google a Claude Opus 4.1 od Anthropicu, ktoré mali viac ako 25 správnych odpovedí na jednu nesprávnu. Z top 6 modelov dominovali práve dva modely od Google a dva modely od Anthropicu. Modely od DeepSeek sú síce cenovo dostupnejšie, no v porovnaní s konkurenčnými modelmi majú vyššiu chybovosť. Jednou z najväčších chýb modelov je miera halucinácií, keď AI model namiesto priznania, že odpoveď nepozná alebo jej odmietnutia, poskytne sebavedomú, no nesprávnu odpoveď. Nízku mieru halucinácií (pod 30 %) majú modely od xAI a Anthropicu, zatiaľ čo modely od OpenAI a DeepSeeku trpia vyššou mierou halucinácií presahujúcou 85 %. To znižuje kvalitu odpovedí týchto modelov, ako aj ich dôveryhodnosť.



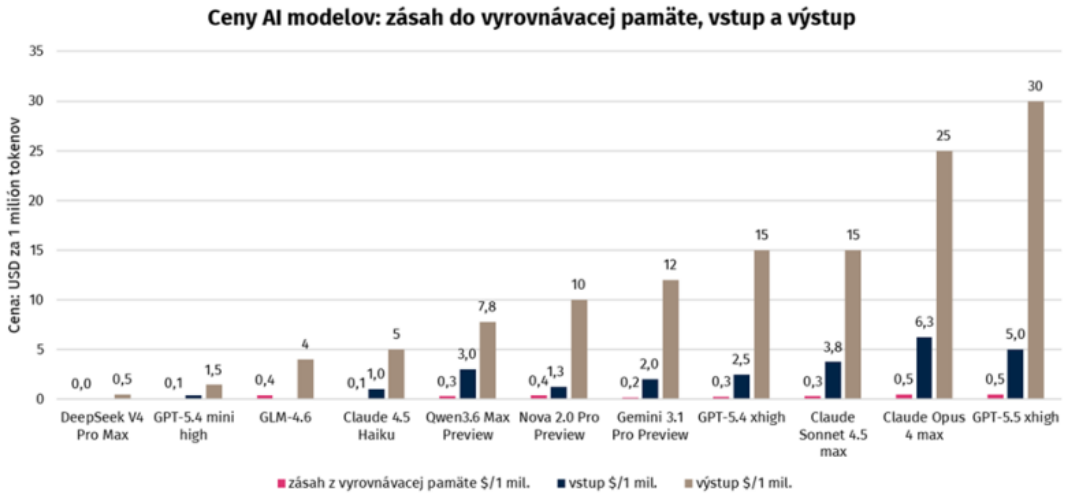
Zdroj: Artificial Analysis

Ďalším zásadným prvkom každého AI modelu je jeho cena za jednotlivé tokeny, teda kúsky

promptu alebo textu, s ktorými AI model pracuje. Najprv ide o vstupnú cenu za tokeny, ktoré AI musí prečítať, napríklad otázku, dokument alebo obrázok. Nasleduje cena z pamäte (cache hit), keď AI model už daný dokument alebo text videl a pri opätovnom spracovaní čerpá dáta z rovnakého vstupu, čo býva lacnejšie. V neposlednom rade je dôležitá výstupná cena za tokeny, ktoré AI vytvorí ako odpoveď. Keď sa pozrieme na jednotlivé ceny za 1 milión tokenov, vstupná cena sa pohybuje od 1 do 6,3 USD/mil. tokenov. Cena z pamäte býva najnižšia, približne 0,1 až 0,5 USD/mil. tokenov, a najdrahšia je práve výstupná cena, ktorá dosahuje od 0,5 do 30 USD/mil. tokenov. Zatiaľ čo pri vstupnej a pamäťovej cene je rozdiel v cenách minimálny, jednotlivé modely sa výrazne líšia najmä v cene za výstup, kde najvýkonnejšie AI modely od spoločností Anthropic a OpenAI dosahujú cenu približne medzi 25 až 30 USD/mil. tokenov. Najlacnejším z top modelov je práve DeepSeek, ktorý si na výstupe účtuje iba 0,5 USD/ mil. tokenov.

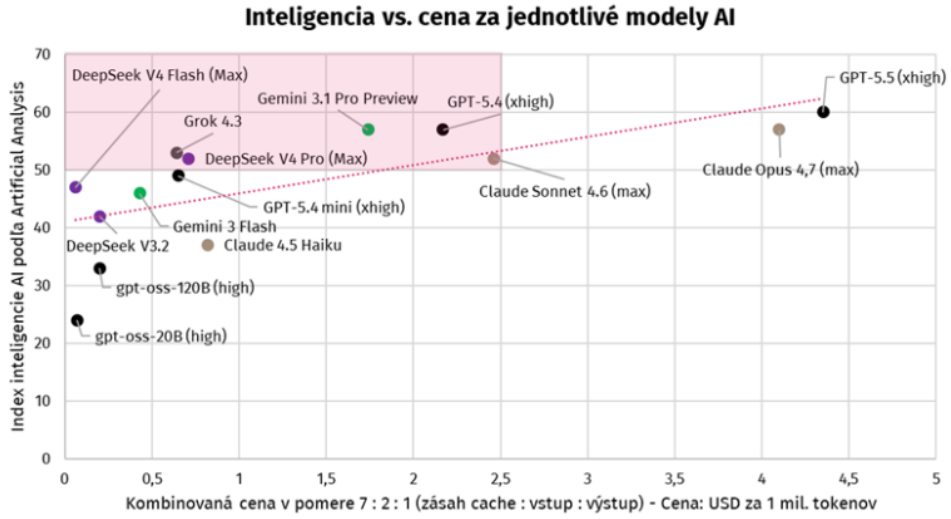
Ak by sme sa pozreli na vývoj vstupnej ceny za tokeny modelov, GPT-4, spustený v marci 2023, dosahoval cenu približne 30 USD/mil. tokenov, zatiaľ čo GPT-5.4, spustený v marci 2026, dosahoval cenu iba 2,5 USD/mil. tokenov.

Náklady pre používateľov sa teda časom nielen znížili, ale zároveň získavajú čoraz výkonnejšie modely za nižšiu cenu. Netreba však zabúdať, že väčšina spoločností zo sektora AI modelov je zatiaľ neprofitabilná a aj tie najväčšie spoločnosti, ako napríklad OpenAI, plánuje byť profitabilná až po roku 2030, pričom v roku 2025 dosiahla prevádzková strata spoločnosti až 9 mld. USD. Otázne však je, aká by bola skutočná cena jednotlivých modelov, keby cena za modely zodpovedala ich reálnym nákladom.



Zdroj: Artificial Analysis

Keď porovnáme jednotlivé modely podľa indexu inteligencie a ich ceny za prevádzku podľa kombinovanej ceny (v pomere 7 : 2 : 1 – cena za pamäť : vstupná cena : výstupná cena), naznačuje to, že čím je model výkonnejší v jednotlivých testoch, tým primárne rastie aj jeho cena. Najdrahšie z tohto porovnania vychádzajú modely Claude Opus 4.7 (max) a GPT-5.5 (xhigh). Keď sa však pozrieme na oblasť, ktorú zachytáva ružový obdĺžnik, teda od inteligenčného indexu vyššieho ako 50 a ceny za model do 2,5 USD/mil. tokenov, čo predstavuje oblasť dostatočne výkonného modelu v porovnaní s prijateľnou cenou, dominujú v nej primárne Gemini 3.1 Pro a GPT-5.4 (xhigh) nasledované modelmi od xAI, DeepSeek a Anthropic. V poslednom období narastá dopyt nielen po modeloch, ktoré dokážu dosahovať vyššie hodnoty v jednotlivých indexoch, ale aj po prijateľnej cene za výkon konkrétneho AI modelu. To núti väčšie firmy, ako OpenAI a Anthropic, cenovo konkurovať lacnejším alternatívam v podobe DeepSeeku.



Zdroj: Artificial Analysis

Dôležitou otázkou každej firmy v oblasti vytvárania softvéru je možnosť nahradenia niektorých pozícií AI. Na to sme poukázali na príklade obdobia jedného mesiaca (teda 22 pracovných dní) a 10 ľudí pracujúcich denne s AI modelom, pričom každý pracovník spotreboval približne 6 mil. vstupných a 2 mil. výstupných tokenov. Pri rozličných modeloch tak náklady predstavujú približne 7 920 až 11 550 USD mesačne. Dodatočný junior softvérový developer vychádza firmu približne na 6 654 USD mesačne, čo je výrazne menej než využívanie AI modelov. Netreba však zabúdať, že ide o ťažko porovnateľné údaje, keďže takýto softvérový developer dokáže mesačne uskutočniť kódovaciu prácu v hodnote približne 530-tisíc tokenov, zatiaľ čo AI modely dokážu pre firmu spracovávať až desiatky mil. tokenov denne. Ďalšou problematikou pre firmu je ťažká predikovateľnosť nákladov. Zatiaľ čo mzda developera býva v čase fixná a možno na jej základe predikovať budúce náklady, náklady na AI model môžu byť ťažko predvídateľné. Pri vyššom využívaní tokenov sa totiž môžu rapídne zvyšovať (napr. po prekročení hranice denného

využívania tokenov) alebo môže dôjsť k zmenám v tokenizácii.

> **Napríklad Anthropic zmenil tokenizáciu textu, pričom sa spotreba tokenov za ten istý text zvýšila až o 35 %.**

Preto aj keď AI model predstavuje výkonnejšiu alternatívu, v porovnaní so zamestnaním dodatočného junior softvérového developera ide zatiaľ o pomerne drahú službu.

10 ľudí pracujúci s AI modelom		Softvérový developer	
AI model:	Cena za mesačné použitie:	Podľa percentilu príjmu:	Mesačné mzdové náklady:
OpenAI GPT-5.4	$ 9 900	10%	$ 6 654
Anthropic Claude Sonnet 4.6	$ 11 550	50%	$ 11 090
Google Gemini 3.1 Pro Preview	$ 7 920	90%	$ 17 621

Zdroj: Tokens are now more expesive than juniors and less predictable - Paulo Victor Leite Lima Gomes

Aj na trhu práce dochádza k výraznej zmene, keďže AI dokáže nahradiť niektoré špecifické práce, ktoré možno o pár rokov úplne zmiznú. Tlmočníci a prekladatelia alebo korektori majú s AI najväčšie prekrytie práce a nižší dopyt po týchto pracovných pozíciách je pozorovateľný aj na trhu práce. Aj keď je prekrytie s AI pri niektorých pracovných pozíciách, ako sú matematici, historici, spisovatelia alebo novinári, pomerne veľké, týmto pozíciám umožňuje udržať si miesto na trhu práve ľudský faktor, ktorý AI dokáže nahradiť len ťažko. Avšak pri pozíciách, ako sú strojoví kódovači alebo štatistici, ktorých výstupom sú primárne dáta alebo kód a kde ľudský faktor zohráva menšiu úlohu, je nahradenie AI pomerne veľmi pravdepodobné.

Zaujímavosťou je aj to, že z pohľadu technologického vývoja ide prvýkrát o situáciu, keď nahradenie na trhu práce bude primárne prebiehať vo vyšších vzdelanostných skupinách. Pri ľuďoch, ktorí dosiahli vyšší stupeň štúdia na úrovni vysokoškolského diplomu, sa tento podiel pohybuje na úrovni 25,5 až 37,1 %, zatiaľ čo pri ľuďoch, ktorí dosiahli menej než stredoškolské vzdelanie, bude nahradenie prebiehať iba na úrovni 2,3 %. Je to primárne spôsobené tým, že menej vzdelané vrstvy obyvateľstva pracujú najmä v manuálnych typoch práce, zatiaľ čo nahrádzanie AI prebieha primárne v softvérových službách.

Top 12 pracovných miest najviac vystavených AI podľa počtu úloh, ktoré by mohla vykonávať	
Práca	**Prekritie**
Tlmočníci a prekladatelia	98%
Historici	91%
Matematici	91%
Korektori	91%
Automatickí strojoví kódovači	90%
Spisovatelia a autori	85%
Štatistickí asistenti	85%
Obchodní zástupcovia	84%
Technickí autori	83%
Novinári	81%
Palubní sprievodcovia	80%
Telefónni operátori	80%

Zdroj: The 40 jobs 'most at risk' from AI- and 40 it can't touch – Brad Young

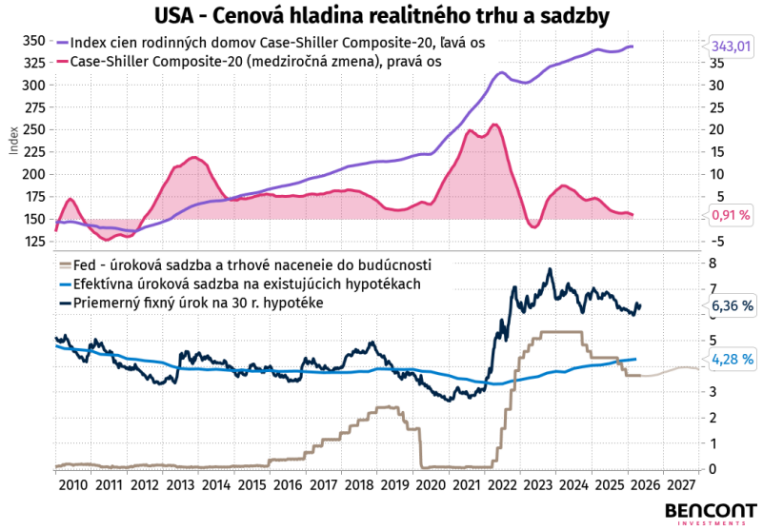
Záver

Z tohto súboja rozličných AI modelov benefitujú najmä koncoví zákazníci, ktorí zatiaľ získavajú niektoré modely zadarmo alebo za cenu nižšiu, než sú náklady na ich prevádzku. Aj preto zostáva celý AI segment zatiaľ vo veľkej miere neprofitabilný. Podobne ako pri automobilovom boome v dvadsiatych rokoch minulého storočia v USA alebo počas dotcom bubliny možno očakávať, že po období rýchleho rastu prežije iba časť firiem, ktoré sa stanú dominantnými hráčmi. AI spoločnosti tak budú musieť reagovať na rastúcu konkurenciu a zároveň si udržať prijateľnú cenu. Dominancia OpenAI časom klesá, keďže časť používateľov sa postupne presúva k modelom od spoločností Anthropic a Google. Americké modely zároveň čelia cenovej konkurencii zo strany čínskych spoločností, najmä DeepSeeku, ktorého modely bývajú často lacnejšie až o 90 % pri porovnateľnom výkone. Hodnota AI trhu sa dnes odhaduje na 540 mld. USD a do roku 2033 sa očakáva rast až na 3,5 bil. USD. Takéto predikcie však vychádzajú z výrazného rastu v poslednom období a nemusia sa dlhodobo naplniť. Prípadný prepad trhu, zmena cyklu v polovodičovom sektore alebo geopolitické napätie môžu tento rast výrazne spomaliť. (mmm)

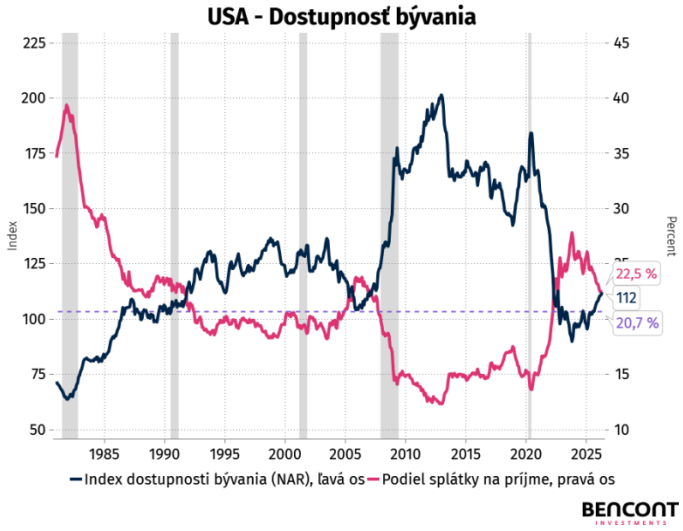
Realitný trh v USA stagnuje

Realitný trh v USA aktuálne prechádza po prudkom raste v rokoch 2020-2022 do fázy stagnácie. Od roku 2020 sú na národnej úrovni ceny rodinných domov podľa Case-Shiller indexu vyššie o viac ako 50 %, no tempo rastu začína stagnovať. Vo februári 2026 rástli ceny rodinných domov medziročným tempom 0,9 %, pričom od júna 2025 rastú pomalším tempom ako inflácia CPI. V súvislosti s konfliktom v Iráne však inflácia vo svete aj v USA opäť akceleruje, čím sa menia

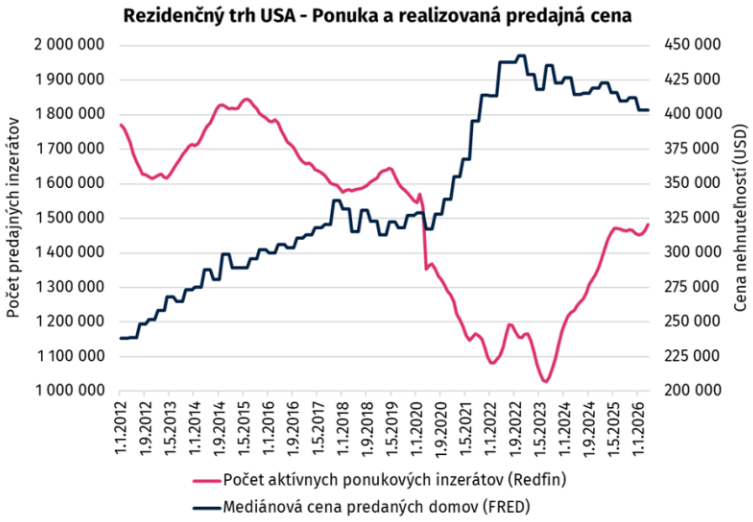
očakávania úrokových sadzieb Fed-u. Ešte začiatkom roka 2026 sa očakávalo, že Fed v lete začne s ďalším kolom znižovania sadzieb k úrovni 3 % ku koncu roka. Dnes však trhy naceňujú, že sadzby zostanú stabilné a neskôr sa môžu aj zvyšovať. Pre americký realitný trh to môže znamenať nový dopytový impulz alebo oddialenie dostupnosti bývania pre bežných Američanov. Hoci hypotekárna sadzba je oproti minulej dekáde pomerne vysoko na úrovni 6,37 %, stále môže byť v budúcnosti ešte vyššia – hlavne ak berieme do úvahy nezodpovednú fiškálnu politiku Trumpovej administratívy a neutíchajúce geopolitické napätie vo svete. Na novú inflačnú vlnu by zareagovali rastom aj ceny nehnuteľností, pričom nerovnosť v bohatstve by sa opäť iba prehĺbila.



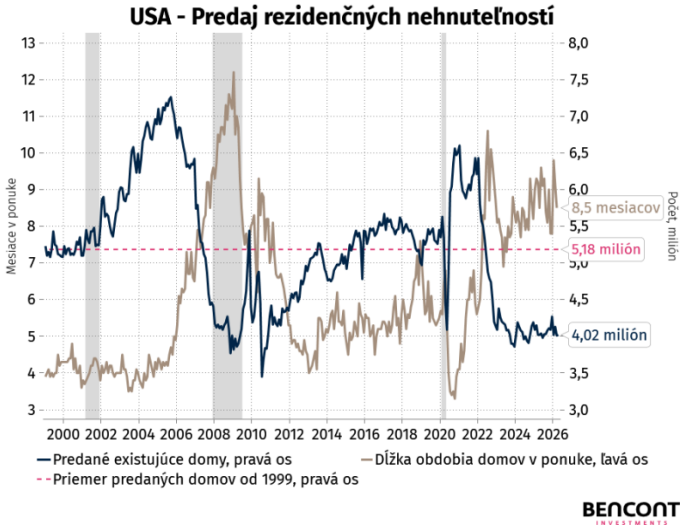
Budúci mesiac to bude jeden rok, čo rezidenčné nehnuteľnosti v USA v reálnom vyjadrení strácajú na hodnote. Napriek tomu ceny zostávajú vysoko, obzvlášť pre prvokupujúcich, ktorí sú znevýhodnení vyššími hypotekárnymi sadzbami po prudkom náraste cien nehnuteľností. Táto kombinácia stlačila dostupnosť bývania v rokoch 2024/2025 na nižšie úrovne ako počas finančnej krízy v roku 2008. Úrokové náklady v roku 2022 prudko vzrástli a podobne aj podiel hypotekárnej splátky na mediánovom príjme domácností vzrástol o vyše 10 percentuálnych bodov z úrovne 15 % na vyše 25 %. V roku 2026 sa pri stagnujúcich cenách nehnuteľností a postupne rastúcich mzdách zlepšuje aj dostupnosť bývania, ktorá podľa indexu dostupnosti vzrástla na 112 bodov z úrovní pod 100 bodov z predošlých rokov. Hoci podiel splátok na príjme klesol na 22,5 %, je to stále nad dlhodobým priemerom 20,7 % a z historického hľadiska tieto dva ukazovatele poukazujú na nízku dostupnosť bývania.



V rokoch 2020-2022 sme pre silný dopyt pozorovali prudký pokles ponukových inzerátov (približne o pol milióna), čo vyhnalo mediánové ceny predaných bytov o vyše 100 tis. USD v priebehu dvoch rokov. Od konca roka 2022 je mediánová predajná cena domu v klesajúcom trende a aktuálne sa približuje k sume 400 tis. USD aj napriek tomu, že ponuka domov sa postupne obnovila takmer na úrovne z roku 2020. Tento trend priamo poukazuje na výrazný pokles dostupnosti bývania. Aktuálne sa trh nachádza v prevahe predávajúcich nad kupujúcimi v pomere takmer 3:2, čo dáva kupujúcim vyjednávaciu silu. Podľa realitného portálu Redfin si v apríli 2026 dokázalo 60 % kupujúcich vyjednať nižšiu cenu oproti ponukovej cene, čo je porovnateľné s rokom 2019 s úrovňou 62 %. V roku 2019 bolo ponukových inzerátov o 5-10 % viac ako dopytových, zatiaľ čo teraz sú ponukové inzeráty v prevahe o 47 %. Kupujúci sa na trh nehnuteľností nehrnú a domácnosti, ktoré si stihli zafixovať nízke sadzby počas pandemického obdobia, nie sú motivované k predaju nehnuteľnosti pod trhovú cenu.



Rezidenčný trh v USA pôsobí zmrazene. Predajné čísla rezidenčných nehnuteľností zobrazujú slabú predajnú aktivitu oscilujúcu okolo úrovne 4 mil. predaných domov ročne za posledné tri roky, pričom priemer v 21. storočí predstavuje objem približne 5,2 mil. Podobnú úroveň predajnej aktivity sme pozorovali po prasknutí realitnej bubliny a následnej finančnej kríze v roku 2008. Obdobne aj počet mesiacov domov v ponuke na predaj sa pohybuje posledné roky v rozmedzí 8-9 mesiacov, čo je porovnateľné s finančnou krízou.

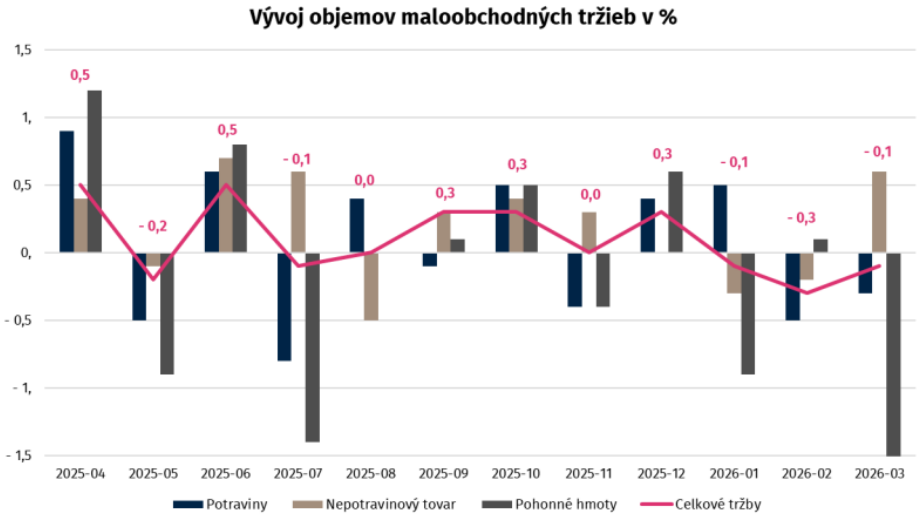


Pri scenári budúcej vyššej miery inflácie a opätovnom sprísňovaní menovej politiky môže nastať situácia, že po celú dekádu bude mať generácia prvokupujúcich vlastnícke bývanie nedostupné. Odpoveďou z dlhodobého hľadiska by mohol byť postupný generačný transfer bohatstva z generácie Baby Boomers (narodení 1946-64) na mladšie generácie. Baby Boomers aktuálne vlastnia približne 51 % celkového bohatstva amerických domácností a 41 % trhu nehnuteľností, pričom 80 % boomerov býva vo vlastnom. Dedenie nehnuteľností z časti rieši problém finančnej dostupnosti bývania, avšak viacdetné rodiny si majetok budú musieť rozdeliť. Jednotlivci, ktorí nedostanú podporu od rodičov, sú odkázaní na bývanie v nájme a trhové podmienky im pravdepodobne nesprístupnia vstup do vlastníckeho bývania, čím sa opäť rozširuje nerovnosť bohatstva.

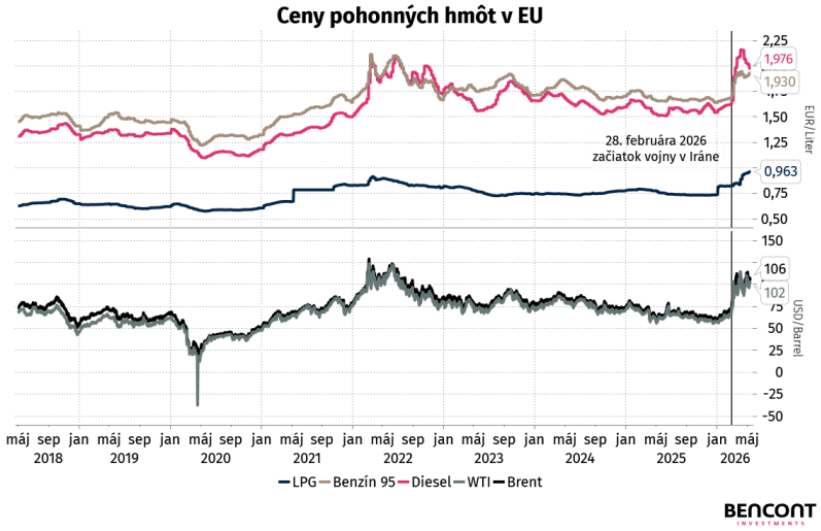
V budúcnosti môže americký realitný trh zaznamenať v tejto súvislosti aj vyšší predajno-kúpny tlak na vnútroštátnej úrovni pri migrácii obyvateľstva. To môže mať akceleračný účinok na prehlbujúce sa rozdiely na štátnej úrovni, ale zároveň stabilizačný efekt na celkový realitný trh. Už v roku 2025 USA zaznamenali internú migráciu z daňovo náročných štátov ako Kalifornia a New York s drahými nehnuteľnosťami do štátov na Juhovýchode od Texasu po Floridu, kde sú ekonomické podmienky priaznivejšie vrátane vyššej dostupnosti bývania. (fw)

Pokles maloobchodných tržieb v EÚ

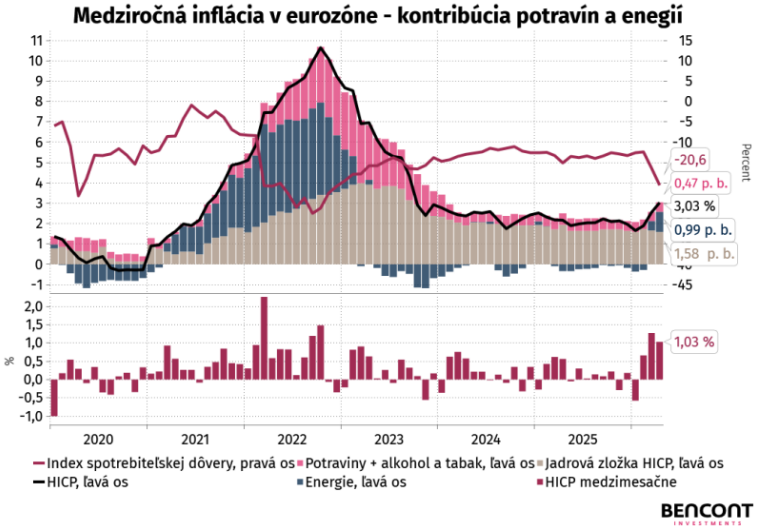
Vývoj maloobchodných tržieb v Eurozóne zaznamenal v mesiaci marec prepad o -0,1 % v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom. Ide tak o 3 po sebe idúce mesiace poklesov - februárový pokles o 0,3 % a januárový o 0,1 %. Marcový pokles bol lepší, ako sa predpokladalo. Predpoklady boli na úrovni -0,3 %, totožný pokles ako v mesiaci február, pričom údaje za mesiac marec plne nezachytili nárast cien pohonných hmôt, hnojív a iných komodít, s ktorými sa počíta, že sa pretavia v mesiaci apríl.



V marcovej správe o vývoji maloobchodných tržieb pozorujeme klesajúce objemy najmä pohonných hmôt a potravín. Vývoj tržieb v maloobchode je indexom s bázickým rokom 2021, čiže poklesy v objemoch sú vyjadrené v reálnych veličinách. Potraviny klesli oproti predchádzajúcemu obdobiu o -0,3 %, pričom nastalo mierne zlepšenie oproti -0,5 % vo februári. Pohonné hmoty zaznamenali najvyšší prepad v objeme, a to -1,6 % oproti rastu 0,1 % vo februári. Tovary mimo potravín zaznamenali ako jediné nárast o 0,6 % oproti slabšiemu predchádzajúcemu mesiacu. Celkový pokles v objemoch teda možno pripísať významnému poklesu v objemoch pohonných hmôt, ktoré od vypuknutia vojny zaznamenali v prípade benzínu 95 nárast o približne 13 %, v prípade nafty približne 24 %. Ak situácia v Iráne bude naďalej pretrvávať a ceny ropy zostanú dlhodobejšie vyššie, ceny pohonných hmôt pravdepodobne nedosiahli svoj strop a môžu ešte zaznamenať rast o 10 až 20 centov.



Táto situácia dramaticky vyčerpáva spotrebiteľa vplyvom vyššej inflácie, ktorá spotrebiteľov EÚ trápi už od roku 2022. Aj keď sa infláciu podarilo v roku 2024 dostať pod cieľové pásmo dvoch percent z maxím na úrovni 10,6 % v roku 2022, tak problémy v dodávateľských reťazcoch a rastúce náklady u výrobcov môžu spustiť novú vlnu inflačných šokov do ekonomiky. Takáto inflácia bude mať iný efekt ako inflácia v roku 2022. Zatiaľ čo sme v roku 2022 pozorovali dopytovú infláciu, pri ktorej okrem cien rastú s oneskorením aj mzdy zamestnancov, tak pri ponukových šokoch, aké pozorujeme dnes, sa s výrazným rastom miezd nepredpokladá. Naopak, rast miezd z rokov 2022 spomaľuje a za rok 2025 sa dostal na rast okolo 4 % oproti takmer 7,5 % v roku 2022. Navyše, nezamestnanosť v únii je na najnižších úrovniach za posledných 25 rokov; na hodnotách okolo 6,1 % v prípade eurozóny a 5,8 % v prípade EÚ27. Obvykle takáto nezamestnanosť indikuje prehriaty trh práce, ktorý bude v nasledujúcom období čeliť skôr vyprázdňovaciemu efektu než rastu miezd v prípade širšieho ekonomického problému. Vývoj indexu spotrebiteľskej dôvery naznačuje vyčerpaného spotrebiteľa, pričom v apríli mal tento index hodnoty – 20,6, ktoré sa spájajú s pesimizmom, slabou spotrebiteľskou dôverou, rastom cien, rastom nezamestnanosti a zhoršenej ekonomickej situácie vrátane osobných financií. Pri pokračujúcich ponukových šokoch sa predpokladá s rastom úrokových sadzieb, ktoré pred konfliktom naznačovali trend pomalého znižovania. Pred konfliktom sa do konca roka 2026 nepočítalo so znížením úrokových sadzieb o 25 bázických bodov, ale pretrvával trend znižovania. V súčasnosti sa situácia otočila a do konca roka 2026 sa počíta s rastom o 50 bázických bodov zo súčasných hodnôt 2 %.



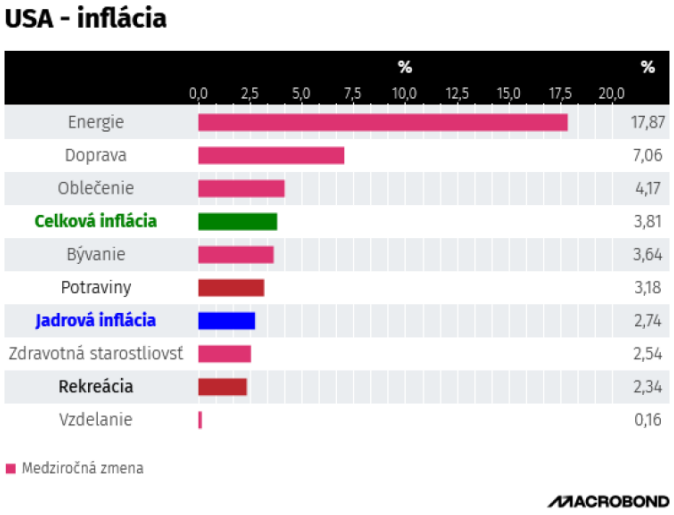
Záver

Vývoj maloobchodných tržieb je jeden z indikátorov, ktorý odráža správanie spotrebiteľa. V prípade eurozóny tvoria spotrebiteľské výdavky okolo 50 % HDP, z toho išlo v roku 2024 približne 32,6 % do maloobchodu. Dôležité je brať tento ukazovateľ trochu s rezervou; v posledných rokoch bol silno ovplyvnený inflačnými tlakmi z roku 2022. Spotrebitelia míňali väčšiu časť svojho rozpočtu na bývanie, cestovanie alebo viac šetrili. Rastúce ceny mimo maloobchodu brali väčší podiel ako rastúce ceny základných tovarov. V utorok 12. mája zverejňovali v USA vývoj inflácie za mesiac apríl. Inflácia sa ukázala ako akcelerujúca a z predpokladaných hodnôt 3,6 % rástla rýchlejším tempom na hodnoty 3,8 % medziročne, pričom okrem energií zaznamenali zvýšený rast aj potraviny a služby. Inflácia v eurozóne sa bude zverejňovať v stredu 20. mája, pričom sa očakáva nárast o 40 bázických bodov z 2,6 %. Hlavným prírastkom k celkovej inflácii má byť inflácia na strane energií, pri ktorej sa počíta s rastom o 10,9 % z marcových 5,1 %. Rozdiel medzi EÚ a USA je v energetickej sebestačnosti. Zatiaľ čo EÚ importovala v roku 2024 približne 57 % spotrebovanej energie, USA sú energeticky sebestačné. Napriek tomu sa v EÚ zatiaľ počíta s nižšími inflačnými tlakmi ako v USA z dôvodu vyčerpaného spotrebiteľa, ktorý na rozdiel od USA už nie je taký silný. Slabší spotrebiteľ brzdí ekonomickú aktivitu, a výrobcovia preto nemajú motiváciu toľko investovať a zvyšovať produkciu, do ktorej by sa zvýšené ceny komodít pretavili viac. HDP v USA zaznamenáva naďalej pozoruhodný rast a reálne HDP v roku 2025 rástlo tempom 2,1 %, v prípade Eurozóny bol prírastok 1,5 %. Navyše sa predpokladá podľa prognóz OECD s rastom európskej ekonomiky v roku 2026 o 0,8 % ročne, zatiaľ čo rast americkej naznačuje stále stabilné tempo okolo 2 %. Znížený rast nie je len dôvodom pokračujúcich konsolidácií v členských štátoch, ale aj kombinácie, ktorú sme uviedli: vyššie ceny energií, slabý spotrebiteľ, slabé podnikateľské prostredie a štrukturálne zmeny v európskom priemysle. (mš)

Inflácia v USA rastie

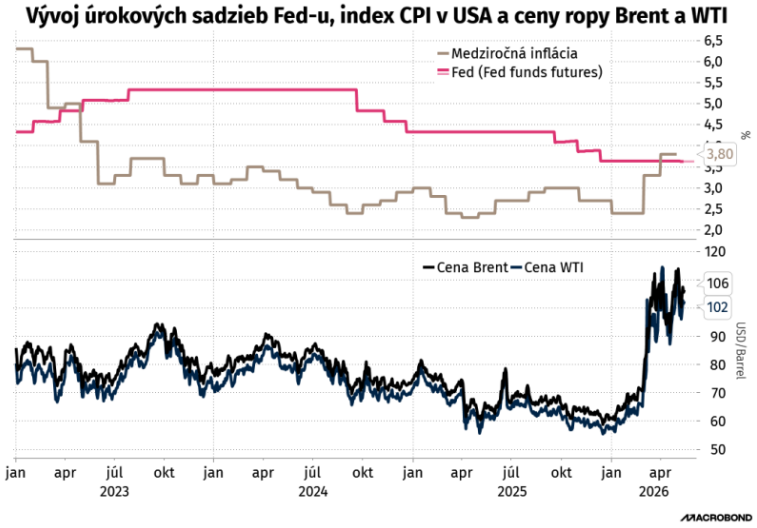
Medziročná celková inflácia, meraná indexom CPI v USA za apríl dosiahla úroveň 3,81 %, čo je o 0,5 percentuálneho bodu viac, ako v marcových výsledkoch. Jadrová inflácia očistená o volatilné zložky ako sú ceny energií a potravín medzimesačne rástla miernejším tempom a to o 0,14 p. b. z marcových údajov na aktuálnych 2,74 %.

Najvýraznejší medziročný rast cien v apríli bol zaznamenaný pri energiách, ktoré vzrástli o 17,87 %, pričom výraznejšie rástli aj ceny dopravy o 7,06 % a oblečenia o 4,17 %. Miernejšiu dynamiku vykázali bývanie s rastom o 3,64 %, potraviny na úrovni 3,18 %, zdravotná starostlivosť s 2,54 % a rekreácia s 2,34 %, zatiaľ čo ceny vo vzdelávaní vzrástli len o 0,16 %. Tieto údaje naznačujú, že za rastom inflácie stáli najmä energie a služby, kým jadrová inflácia ostala na nižšej úrovni.

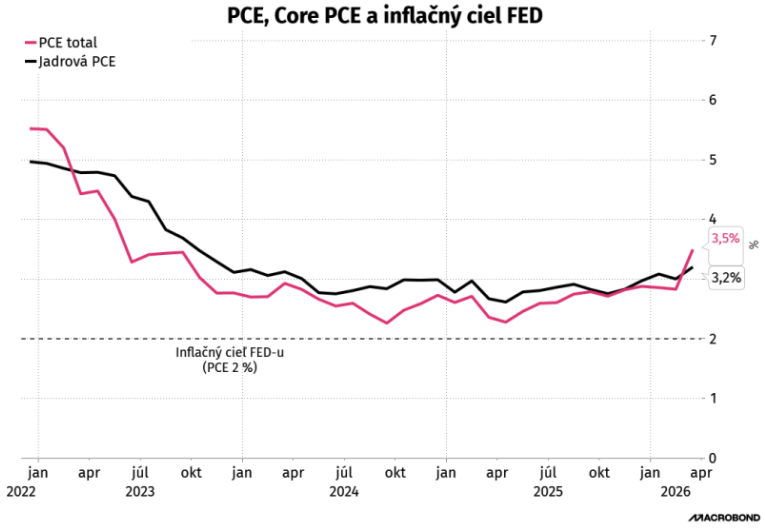


Aprílový rast americkej inflácie bol do veľkej miery ovplyvnený pokračujúcim napätím na blízkom východe. Obmedzený tranzit lodí tlačí ceny energií, najmä ropy, nahor, čo zvyšuje aj náklady na dopravu. Hoci jadrová inflácia zostala pomerne nižšia, pretrvávajúce tlaky v ekonomike naznačujú, že cenové napätie v segmentoch citlivých na komodity a služby pretrváva.

Vývoj z posledných mesiacov priniesol rýchly nárast medziročnej inflácie no trhové očakávania futures kontraktov ohľadom sadzieb Fedu zatiaľ zotrvávajú v pásme 3,5 – 3,75 %. Ceny ropy Brent a WTI zaznamenali v apríli viacero cenových výkyvov, keď po prechodnom poklese pod 90 USD za barel rýchlo zamierili späť nahor. Aktuálne sa ropa Brent obchoduje za 106 USD a WTI za 102 USD za barel.



Na pozadí opätovne rastúcich cenových tlakov prichádza do čela americkej centrálnej banky Kevin Warsh, ktorý bol 13. mája 2026 potvrdený Senátom pomerom hlasov 54 ku 45 a svoj prvý zasadací cyklus výboru pre voľný trh (FOMC) povedie 16. až 17. júna. Jeho nástup prichádza v čase, keď sa celkový index výdavkov na osobnú spotrebu (PCE) pohybuje na úrovni 3,5 % a jadrový PCE na 3,2 %, teda o 1,5 percentuálneho bodu, respektíve o 1,2 percentuálneho bodu nad inflačným cieľom Fedu vo výške 2 %, čo naznačuje, že priestor na rýchle uvoľnenie menovej politiky ostáva obmedzený. Zo sledovaného obdobia od začiatku roka 2022, rastie index PCE najvýraznejším tempom, čo môže senát viesť k opatrnejšiemu postoju pri nastavovaní sadzieb.



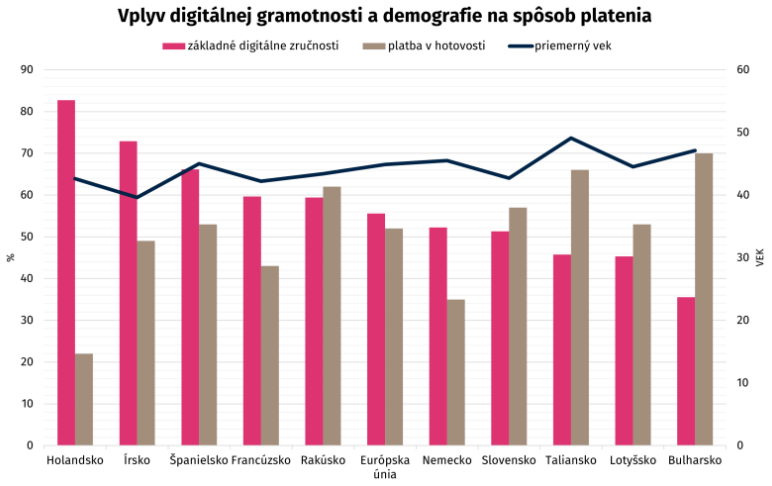
Aktuálny vývoj naznačuje, že inflačné tlaky v USA opätovne posilňujú, pričom celková inflácia dosiahla 3,81 %, jadrová 2,74 % a ukazovatele PCE sa naďalej vzďaľujú od 2 % cieľu Fedu, čo spolu s rastom cien energií ako ropy Brent na 106 USD a WTI na 102 USD za barel vytvára prostredie pre pretrvávanie cenových rizík. Hoci sa inflácia z rokov 2022 a 2023 výrazne

zmiernila, jej súčasná štruktúra ukazuje, že cenové tlaky už nie sú koncentrované len v energiách, ale prenikajú aj do ďalších segmentov spotrebného koša. V najbližších mesiacoch tak možno očakávať, že Fed pod novým vedením zachová opatrný prístup a ponechá úrokové sadzby na rovnakej úrovni dlhšie, pričom prípadné znižovanie sadzieb bude pravdepodobne pomalšie a podmienené výraznejším návratom inflácie smerom k 2 % cieľu. (lg)

Digitálne euro: Strategická nevyhnutnosť alebo systémové riziko?

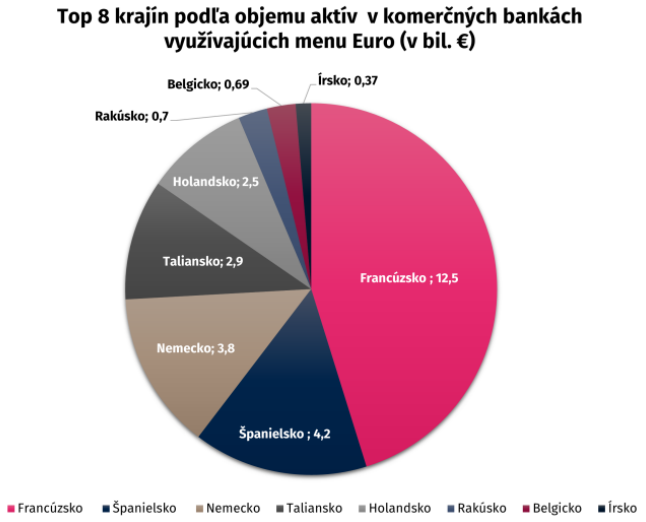
Digitálne euro predstavuje významný projekt menovej transformácie eurozóny, ktorý vzniká ako reakcia na digitalizáciu platieb a snahu Európskej centrálnej banky (ECB) o strategickú autonómiu európskeho finančného systému. Zároveň však otvára zásadnú diskusiu o možných rizikách pre bankový sektor a nákladoch pri jeho implementácii, čím sa kladie otázka, či je zavedenie digitálneho eura nevyhnutné alebo by bolo doposiaľ lepšie menový systém ponechať nezmenený.

Spôsoby foriem platenia vo vybraných krajinách eurozóny, sú diametrálne odlišné. V Holandsku dosahoval v roku 2024 podiel obyvateľov so základnými digitálnymi zručnosťami 82,7 %, pričom hotovosť sa používa len pri 22 % platieb, zatiaľ čo v Bulharsku je úroveň základných digitálnych zručností iba 35,52 % a podiel hotovostných platieb až 70 %, ide teda o rozdiel 47, 18 p. b. v základných digitálnych zručnostiach a 34,48 rozdiel p. b. v hotovostných platbách. Slovensko s hodnotou 51,31 % digitálnych zručností zaostáva za digitálne vyspelejšími krajinami a hotovosť sa u nás využíva pri 57 % platieb, čo je o 5 percentuálnych bodov viac než priemer EÚ na úrovni 52 %. Týmto nám vychádza čiastočná korelácia, kde krajiny s nižšou úrovňou základných digitálnych zručností platia vo všeobecnosti viac v hotovostnej forme a poukazujú na nerovnomernú pripravenosť populácie eurozóny na širšie prijatie digitálnych foriem peňazí.



Ďalším rizikom implementácie digitálneho eura, je situácia ohľadom komerčných bánk. Vklady v komerčných bankách podliehajú aj prípadnému riziku krachu banky, zatiaľ čo digitálne euro je priamym záväzkom ECB, ktorá je ako emitent meny voči úpadku imúnna. Zároveň to v krajinách s vysokou digitálnou gramotnosťou a nižším podielom hotovostných platieb, môže pomôcť k presunu časti vkladov z komerčných bánk do digitálnej formy. Aj keby boli komerčné banky distribútormi digitálneho eura, stratili by priamy vzťah s klientom a zároveň časť ich finančných prostriedkov.

Holandsko, kde je rozdiel medzi digitálnymi zručnosťami (82,7 %) a využívaním hotovosti (22 %) takmer 61 percentuálnych bodov, je domovom pre ING Group, ktorá patrí medzi najväčšie banky v Európe s objemom aktív cez 1,2 bil. USD. Podobne to je aj vo Francúzsku, kde digitálne zručnosti dosahujú ~ 60 % a hotovosť tvorí 43 % platieb, pôsobia banky ako BNP Paribas s aktívami viac ako 3,2 bil. USD, Groupe Crédit Agricole s aktívami prevyšujúcimi 3,1 bil. USD a Groupe BPCE okolo 1,9 bil. USD. Všetky tieto banky sú voči zavedeniu digitálneho eura čiastočne ohrozené odlivom vkladov ich klientov.



Podľa týchto údajov vychádza, že krajiny eurozóny, ktoré majú vyššie základné digitálne zručnosti, majú v komerčnom bankovníctve viac objemu aktív, čo systémové riziko odlivu vkladov ohrozuje ešte viac. Na zmiernenie týchto rizík EÚ a ECB počítajú s opatreniami, ktoré majú zabrániť prudkému odlivu z komerčných bánk. Medzi hlavné patrí limit držby digitálneho eura do 3 000 EUR na osobu, čo má obmedziť presun väčších objemov úspor, ako aj nastavenie digitálneho eura ako neúročeného aktíva, aby nebolo atraktívnejšie než bankové vklady. ECB zároveň zdôrazňuje, že digitálne euro má dopĺňať hotovosť, nie ju nahradiť, a jeho zavádzanie preto sprevádza dôraz na postupnú implementáciu a zachovanie stability finančného sektora.

Z týchto opatrení je zrejmé, že stratégia EÚ nestojí na rýchlom nahradení existujúceho systému, ale na postupnom zavedení digitálnej meny cez model, v ktorom ECB menu vydáva a banky zabezpečujú formu distribútora. Pri schválení legislatívy v roku 2026 by pilotná fáza mohla začať v roku 2027 a systém by mohol byť pripravený na spustenie okolo roku 2029. V porovnaní s tým je čínsky digitálny jüan (e-CNY) výrazne ďalej, keďže je implementovaný do systému a ku koncu novembra 2025 zaznamenali 3,48 miliardy transakcií v objeme 16,7 bilióna jüanov. USA zatiaľ digitálnu menu centrálnej banky (CBDC) nepresadzujú a debata sa v roku 2026 posúva skôr k regulovaným stablecoinom napríklad USDC a tokenizovaným bankovým vkladom ako JPM coin.

Funkcia	e-CNY (Čína)	Digitálne Euro (EÚ)
Stav	Plne integrované	Príprava
Súkromie	Štátny dohľad	Vysoké (off-line platby)
Off-line platby	Čiastočne sprístupnené	Pripravené
Účel	Náhrada hotovosti	Autonómia/ bezpečnosť
Globálny dosah	Projekt mBridge	Domáce použitie (EÚ)

Digitálne euro preto môžeme vnímať ako strategický projekt EÚ a ECB, ktorého cieľom je posilniť menovú suverenitu, hlavne voči americkým kartovým gigantom ako je Visa alebo Mastercard, súkromie platieb v off-line režime a s tým premeniť finančný systém európskej ekonomiky podľa rastúcej záujmu digitalizovaných finančných služieb. Zároveň však tento projekt prináša riziká pre finančný sektor, najmä odliv vkladov z komerčných bánk, vyššie náklady na adaptáciu a nerovnomernú pripravenosť obyvateľstva v jednotlivých krajinách eurozóny. Úspech digitálneho eura by preto závisel predovšetkým od toho, či EÚ a ECB dokáže vyvážiť inováciu s finančnou stabilitou, kde pri celkovom zhodnotení však doposiaľ prevažujú riziká a neefektívnosť tohto zavedenia nad prínosmi pre európsku ekonomiku. (lg)

Autori:
Analytici:
Ján Vražda (vrazda@bencont.sk)
Zdenko Lauko (lauko@bencont.sk)
Martin Maslan (maslan@bencont.sk)

Junior analytici:
Martin Vražda
Frederik Wiesner
Matej Miroslav Miko

Ladislav Gembeš
Maroš Šery
Valéria Vrábliková

Tento dokument je publikovaný pre spoločnosti skupiny BENCONT, a môže byť reprodukovaný a ďalej šírený len s jej písomným súhlasom. Informácie v tomto dokumente boli získané z externých zdrojov, ktoré boli spoločnosťou považované za spoľahlivé.