EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

Ekonomický bulletin

2/2025

Hospodářský, finanční a měnový vývoj

Shrnutí

Rada guvernérů rozhodla na svém zasedání 6. března 2025 snížit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů. Zejména rozhodnutí snížit úrokovou sazbu vkladové facility – sazbu, jejíž pomocí Rada guvernérů řídí nastavení měnové politiky – je založeno na aktualizovaném hodnocení inflačního výhledu, dynamiky jádrové inflace a síly transmise měnové politiky.

Proces dezinflace je na dobré cestě. Inflace se nadále vyvíjí víceméně podle očekávání našich odborníků a makroekonomické projekce pro eurozónu z března 2025 sestavené odborníky ECB se nacházejí v těsné blízkosti předchozího výhledu inflace. Tito odborníci nyní předpokládají, že celková inflace dosáhne průměrné hodnoty 2,3 % v roce 2025, 1,9 % v roce 2026 a 2,0 % v roce 2027. Revize celkové inflace směrem nahoru pro rok 2025 odráží silnější dynamiku cen energií. U inflace bez započtení cen potravin a energií naši odborníci přepokládají, že by měla průměrně činit 2,2 % v roce 2025, 2,0 % v roce 2026 a 1,9 % v roce 2027.

Většina ukazatelů jádrové inflace naznačuje, že se inflace udržitelně ustálí na úrovni poblíž 2% střednědobého cíle Rady guvernérů. Domácí inflace zůstává vysoká především z toho důvodu, že v určitých sektorech se mzdy a ceny s výrazným zpožděním stále přizpůsobují předchozímu prudkému růstu inflace. Růst mezd však v souladu s očekáváním zmírňuje a dopad na inflaci je částečně tlumen zisky.

Měnová politika se stává podstatně méně restriktivní, neboť snižování úrokových sazeb zlevňuje nové úvěry pro podniky a domácnosti a růst úvěrů oživuje. Současně je však uvolňování podmínek financování stále nepříznivě ovlivňováno přenosem dřívějšího zvyšování sazeb do objemu úvěrů a jejich poskytování zůstává celkově utlumené. Ekonomika stále čelí náročným úkolům. Naši odborníci opět revidovali své projekce hospodářského růstu směrem dolů – na 0,9 % pro rok 2025, 1,2 % pro rok 2026 a 1,3 % pro rok 2027. Revize směrem dolů pro rok 2025 i 2026 odrážejí nižší vývoz a nadále slabý objem investic. Zčásti je příčinou vysoká nejistota v oblasti obchodní politiky i celková nejistota spojená s hospodářskou politikou. Rostoucí reálné příjmy a postupně slábnoucí vliv dřívějšího zvyšování úrokových sazeb zůstávají hlavními faktory podporujícími očekávané oživení poptávky v průběhu času.

Rada guvernérů je odhodlána zajistit udržitelnou stabilizaci inflace na svém 2% střednědobém cíli. Obzvlášť za současné situace charakterizované rostoucí nejistotou bude odpovídající nastavení měnové politiky určovat vždy jednotlivě na každém zasedání v závislosti na údajích. Zejména budou rozhodnutí Rady guvernérů o úrokových sazbách závislá na jejím hodnocení inflačního výhledu vzhledem k aktuálním ekonomickým a finančním údajům, dynamiky jádrové inflace a síly transmise měnové politiky. Rada guvernérů se předem nezavazuje k žádné konkrétní trajektorii vývoje úrokových sazeb.

Hospodářská aktivita

Ekonomika eurozóny ve čtvrtém čtvrtletí roku 2024 pravděpodobně mírně rostla. Během prvních dvou měsíců roku 2025 pokračovala řada trendů z předchozího roku. Brzdou hospodářského růstu je stále zpracovatelský průmysl, i když se ukazatele z výběrových šetření zlepšují. Vysoká nejistota doma i v zahraničí brzdí investice a náročné úkoly spojené s konkurenceschopností utlumují vývoz. Služby jsou přitom odolné. Navíc rostoucí příjmy domácností a silný trh práce podporují postupné oživení spotřeby, i když spotřebitelská důvěra je stále křehká a míra úspor je vysoká.

Míra nezaměstnanosti se v lednu 2025 udržela na svém historickém minimu 6,2 % a odhaduje se, že zaměstnanost vzrostla v posledním čtvrtletí roku 2024 o 0,1 %. Poptávka po pracovní síle se však zmírnila a nedávné údaje z průzkumů naznačují, že tempo růstu zaměstnanosti bylo v prvních dvou měsících roku 2025 utlumené.

Hospodářský růst v eurozóně, zejména v případě investic a vývozu, by měla tlumit setrvale vysoká geopolitická a politická nejistota, což zpomalí očekávané oživení. Tento vývoj následuje poté, co na konci roku 2024 byl hospodářský růst mírně slabší, než se očekávalo. Nejistota doma i v obchodní politice je vysoká. Ačkoli základní projekce zahrnuje pouze dopad nových cel na obchod mezi Spojenými státy a Čínou, předpokládá se, že negativní účinky nejistoty spojené s možností dalších změn opatření v oblasti světového obchodu, zejména vůči Evropské unii, budou tlumit vývoz z eurozóny i investice v ní. To spolu s přetrvávajícími náročnými úkoly v oblasti konkurenceschopnosti by mělo vést k dalšímu poklesu podílu eurozóny na vývozních trzích. I přes tyto nepříznivé faktory přetrvávají podmínky pro to, aby růst HDP v eurozóně v horizontu projekcí opět posílil. Očekává se, že rostoucí reálné mzdy a zaměstnanost v prostředí silného, i když zpomalujícího trhu práce poskytnou podporu hospodářskému oživení, v němž klíčovým faktorem přispívajícím k růstu zůstává spotřeba. Domácí poptávku by mělo podpořit i uvolnění podmínek financování, jak naznačují tržní očekávání budoucího vývoje úrokových sazeb. Trh práce by měl zůstat odolný a míra nezaměstnanosti by měla v roce 2025 dosáhnout v průměru 6,3 % a v roce 2027 poklesnout na 6,2 %. Vzhledem k tomu, že některé cyklické faktory, které v poslední době snížily produktivitu, začínají odeznívat, se očekává, že produktivita v horizontu projekcí oživí, i když přetrvávají náročné úkoly strukturálního rázu. Celkově se předpokládá, že průměrný roční růst reálného HDP dosáhne v roce 2025 úrovně 0,9 %, v roce 2026 posílí na 1,2 % a v roce 2027 na 1,3 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi pro eurozónu z prosince 2024, které sestavili odborníci Eurosystému, byl výhled růstu HDP revidován směrem dolů o 0,2 procentního bodu jak pro rok 2025, tak pro rok 2026, ale pro rok 2027 zůstává beze změny. Důvodem slabšího výhledu jsou především revize vývozu a v menší míře i investic směrem dolů; odráží se zde oproti původním očekáváním silnější dopad nejistoty, jakož i předpoklad, že náročné úkoly v oblasti konkurenceschopnosti budou pravděpodobně přetrvávat déle, než se čekalo.

Fiskální a strukturální politiky by měly zvýšit produktivitu, konkurenceschopnost a odolnost ekonomiky. Kompas konkurenceschopnosti Evropské komise poskytuje akční plán s konkrétními opatřeními a jeho návrhy by měly být urychleně přijaty. Vlády by měly zajistit udržitelné veřejné finance v souladu s rámcem EU pro správu

ekonomických záležitostí a upřednostňovat zásadní prorůstové strukturální reformy a strategické investice.

Inflace

Podle bleskového odhadu Eurostatu meziroční inflace dosáhla v únoru 2025 úrovně 2,4 %, zatímco v lednu zaznamenala 2,5 % a v prosinci 2024 činila 2,4 %. Tempo růstu cen energií zpomalilo na 0,2 % poté, co z prosincové úrovně 0,1 % vzrostlo v lednu výrazně na 1,9 %. Naproti tomu růst cen potravin posílil na 2,7 %, když v lednu činil 2,3 % a v prosinci 2,6 %. Růst cen zboží posílil na 0,6 %, zatímco u služeb z lednových 3,9 % a prosincových 4,0 % zpomalil na 3,7 %.

Většina ukazatelů jádrové inflace naznačuje setrvalý návrat inflace k 2% střednědobému cíli Rady guvernérů. Domácí inflace, která do velké míry odráží růst cen služeb, v lednu 2025 klesla. Zůstává však vysoká, neboť mzdy a ceny některých služeb se s výrazným zpožděním stále přizpůsobují předchozímu prudkému růstu inflace. Zároveň nedávná jednání o mzdách ukazují na pokračující zmírňování tlaků na náklady práce.

Celková inflace měřená HICP se v posledních měsících zvýšila, ale předpokládá se, že v průběhu roku 2025 nepatrně zmírní a poté, počínaje prvním čtvrtletím roku 2026, poklesne a bude se pohybovat kolem 2% inflačního cíle Rady guvernérů. Na začátku horizontu projekcí by vlivy srovnávací základny ve složce energií a vyšší růst cen potravin měly víceméně vyrovnat tlumící dopad poklesu inflace měřené HICP bez započtení cen energií a potravin (dále též „HICPX“). Nárůst cen energetických komodit na přelomu roku se promítne do meziroční změny cen energií v roce 2025. I přes předpoklad poklesu cen ropy a plynu na základě cen futures je pravděpodobné, že ceny energií budou po celý horizont projekcí nadále vykazovat kladný růst, i když pod historickým průměrem. Očekává se, že v roce 2027 bude zvyšování cen energií ovlivněno prorůstově zavedením nových opatření ke zmírnění změny klimatu. Podle předpokladů by se růst cen potravin měl zvyšovat až do poloviny roku 2025, a to především v důsledku nedávného výrazného růstu cen potravinářských komodit, a poté klesnout a v roce 2027 dosáhnout v průměru 2,2 %. Inflace měřená HICPX by měla počátkem roku 2025 začít klesat s tím, jak budou odeznívat dopady opožděného přeceňování, ustupovat mzdové tlaky a dopad dřívějšího zpřísnění měnové politiky se bude nadále promítat do spotřebitelských cen. Hlavním faktorem tohoto poklesu by mělo být snížení růstu cen služeb, který je zatím poměrně setrvalý. Celkově by podle projekcí měla inflace měřená HICPX zpomalit z 2,2 % v roce 2025 na 1,9 % v roce 2027. Růst mezd by měl ze současné stále zvýšené úrovně pokračovat v sestupné tendenci s tím, jak budou odeznívat tlaky spojené s inflační kompenzací. Ve spojení s očekávaným oživením růstu produktivity by to mělo vést k výrazně pomalejšímu růstu jednotkových nákladů práce. V důsledku toho by měly domácí cenové tlaky nadále polevovat a ziskové marže by se měly v horizontu projekcí zotavovat. Vnější cenové tlaky, které se odrážejí v dovozních cenách, by měly zůstat mírné za předpokladu, že politiky EU v oblasti obchodních cel zůstanou beze změny. V porovnání s projekcemi z prosince 2024 byl výhled celkové inflace měřené HICP pro rok 2025 revidován

o 0,2 procentního bodu směrem nahoru z důvodu předpokladů vyšších cen energetických komodit a oslabení eura, zatímco pro rok 2027 byl revidován nepatrně směrem dolů v důsledku mírně slabšího výhledu ve složce energií na konci horizontu projekcí.

Předpoklad vyššího růstu cen energií tedy vedl naše odborníky k revizi projekce celkové inflace pro rok 2025 směrem nahoru. Naši odborníci zároveň očekávají, že bude jádrová inflace nadále zpomalovat s tím, jak dále oslabí tlaky na růst nákladů práce a ceny bude nadále tlumit předchozí zpřísňování měnové politiky. Většina ukazatelů dlouhodobějších inflačních očekávání se nadále pohybuje kolem 2 %. Všechny tyto faktory budou podporovat udržitelný návrat inflace k cíli Rady guvernérů.

Hodnocení rizik

Rizika pro hospodářský růst zůstávají vychýlena ve prospěch poklesu. Vystupňované napětí v oblasti obchodu by negativně působilo na hospodářský růst v eurozóně utlumením vývozu a oslabením celosvětové ekonomiky. Pokračující nejistota spojená s politikami v oblasti světového obchodu by mohla utlumit investice. Jedním z hlavních zdrojů nejistoty rovněž zůstává geopolitické napětí, např. neoprávněná válka Ruska proti Ukrajině a tragický konflikt na Blízkém východě. Hospodářský růst by mohl být nižší, pokud by opožděné vlivy zpřísňování měnové politiky působily oproti očekávání déle. Zároveň by mohl být růst vyšší, pokud by volnější podmínky financování a klesající inflace umožnily rychlejší zotavení domácí spotřeby a investic. K hospodářskému růstu by také mohlo přispět zvýšení výdajů na obranu a infrastrukturu.

Rostoucí napětí ve světovém obchodu zvyšuje nejistotu, pokud jde o výhled inflace v eurozóně. Všeobecné vystupňování obchodního napětí by mohlo mít za následek oslabení eura a růst dovozních nákladů, což by vyvinulo tlak na růst inflace. Zároveň by nižší poptávka po vývozu z eurozóny v důsledku vyšších cel a přesměrování vývozu ze zemí s nadbytečnou kapacitou do eurozóny mělo na inflaci tlumící efekt. Geopolitické napětí vytváří inflační rizika na obou stranách, pokud jde o trhy s energiemi, spotřebitelskou důvěru a podnikatelské investice. Extrémní povětrnostní jevy a prohlubující se klimatická krize jako taková by mohly posilovat růst cen potravin více, než se očekává. Inflace by mohla být vyšší, pokud mzdy nebo zisky vzrostou více, než se předpokládá. Zvýšení výdajů na obranu a infrastrukturu by mohlo inflaci zvýšit také prostřednictvím jejich vlivu na agregátní poptávku. Inflace by však mohla být překvapivě také nižší, pokud měnová politika utlumí poptávku více, než se očekává.

Finanční a měnové podmínky

Tržní úrokové sazby v eurozóně po zasedání Rady guvernérů 30. ledna 2025 klesly, ale do jejího zasedání 6. března rostly v reakci na revidovaný výhled fiskální politiky. Snižování úrokových sazeb postupně zlevňuje podnikům a domácnostem úvěry

a zvyšuje se tempo růstu úvěrů. Současně je však uvolňování podmínek financování stále nepříznivě ovlivňováno přenosem dřívějšího zvyšování sazeb do objemu úvěrů a jejich poskytování zůstává celkově utlumené.

Průměrná úroková sazba z nových úvěrů podnikům poklesla v lednu 2025 na 4,2 % ze 4,4 % v prosinci 2024. Naproti tomu náklady podniků na emisi tržního dluhu vzrostly na 3,7 %, což je o 0,2 procentního bodu více než úroveň v prosinci. Průměrná úroková sazba z nových hypoték se ve stejném období snížila z 3,4 % na 3,3 %.

Růst objemu bankovních úvěrů podnikům se zvýšil z prosincové úrovně 1,7 % v lednu na 2,0 %, a to při mírném měsíčním toku nově poskytnutých úvěrů. Růst objemu dluhových cenných papírů emitovaných podniky vzrostl meziročně na 3,4 %. Objem poskytovaných hypotečních úvěrů nadále postupně rostl, ale celkově zůstával utlumený a dosáhl meziročního tempa růstu 1,3 %.

Měnová rozhodnutí

S platností od 12. března 2025 se úroková sazba vkladové facility snížila na 2,50 %, úroková sazba pro hlavní refinanční operace na 2,65 % a úroková sazba mezní zápůjční facility na 2,90 %.

Portfolia programu nákupu aktiv a nouzového pandemického programu nákupu aktiv se přiměřeným a předvídatelným tempem zmenšují, neboť Eurosystém již dále nereinvestuje jistiny ze splatných cenných papírů.

Závěr

Rada guvernérů rozhodla na svém zasedání 6. března 2025 snížit všechny tři základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů. Zejména rozhodnutí snížit úrokovou sazbu vkladové facility – sazbu, jejíž pomocí Rada guvernérů řídí nastavení měnové politiky – je založeno na aktualizovaném hodnocení inflačního výhledu, dynamiky jádrové inflace a síly transmise měnové politiky. Rada guvernérů je odhodlána zajistit udržitelnou stabilizaci inflace na svém 2% střednědobém cíli. Obzvlášť za současné situace charakterizované rostoucí nejistotou bude odpovídající nastavení měnové politiky určovat vždy jednotlivě na každém zasedání v závislosti na údajích. Zejména budou rozhodnutí Rady guvernérů o úrokových sazbách závislá na jejím hodnocení inflačního výhledu vzhledem k aktuálním ekonomickým a finančním údajům, dynamiky jádrové inflace a síly transmise měnové politiky. Rada guvernérů se předem nezavazuje k žádné konkrétní trajektorii vývoje úrokových sazeb.

V každém případě je Rada guvernérů připravena všechny své nástroje v rámci svého mandátu přizpůsobit tak, aby zajistila udržitelnou stabilizaci inflace na svém střednědobém cíli a zachovala hladké fungování transmise měnové politiky.

© Evropská centrální banka, 2025

Poštovní adresa 60640 Frankfurt am Main, Německo
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

Všechna práva vyhrazena. Zhotovení kopií pro vzdělávací a nekomerční účely je povoleno za předpokladu, že je uveden zdroj.

Za vyhotovení tohoto bulletinu odpovídá Výkonná rada ECB. Překlady zveřejňují národní centrální banky. V případě nejasností platí text originálu.

Uzávěrka statistických dat obsažených v tomto vydání byla 5. března 2025.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-01-25-073-CS-N