EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTÉM

Ekonomický bulletin

4/2025

Hospodářský, finanční a měnový vývoj

Shrnutí

Rada guvernérů rozhodla na svém zasedání 5. června 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 – vychází z aktualizovaného hodnocení inflačního výhledu, dynamiky jádrové inflace a síly transmise měnové politiky.

Inflace se v současné době nachází kolem 2% střednědobého cíle Rady guvernérů. V základních projekcích pro eurozónu z června 2025, které sestavili odborníci Eurosystému, by celková inflace měla dosáhnout průměrné hodnoty 2,0 % v roce 2025, 1,6 % v roce 2026 a 2,0 % v roce 2027. Oproti březnovým makroekonomickým projekcím pro eurozónu sestavenými odborníky ECB jsou údaje revidovány směrem dolů o 0,3 procentního bodu pro rok 2025 i 2026 a odrážejí především předpoklad nižších cen energií a silnějšího eura. Odborníci Eurosystému očekávají, že inflace bez započtení cen energií a potravin dosáhne v průměru 2,4 % v roce 2025, 1,9 % v roce 2026 a 2027, od března tedy víceméně beze změny.

Předpokládají, že růst reálného HDP dosáhne průměrné hodnoty 0,9 % v roce 2025, 1,1 % v roce 2025 a 1,3 % v roce 2027. Projekce růstu pro rok 2025 je bez úpravy, což odráží oproti předpokladům silnější první čtvrtletí, se slabším výhledem po zbytek roku. Zatímco se očekává, že nejistota spojená s obchodními politikami bude zejména v krátkodobém horizontu tlumit podnikatelské investice a vývoz, ve střednědobém horizontu budou čím dál více podporovat růst zvyšující se vládní investice do obrany a infrastruktury. Vyšší reálné důchody a silný trh práce umožní domácnostem vyšší výdaje. Společně s příznivějšími podmínkami financování by měl tento vývoj zvýšit odolnost ekonomiky vůči celosvětovým otřesům.

V prostředí vysoké nejistoty naši odborníci rovněž vyhodnotili některé z mechanismů, jejichž prostřednictvím by různé obchodní politiky mohly v rámci několika alternativních názorných scénářů ovlivnit hospodářský růst a inflaci. Tyto scénáře jsou spolu s projekcemi našich odborníků zveřejněny na internetových stránkách ECB. Podle této analýzy využívající scénářů by další eskalace obchodního napětí během nadcházejících měsíců vedla k tomu, že by hospodářský růst a inflace byly pod úrovní základních projekcí. Naproti tomu pokud by obchodní napětí bylo ukončeno s neškodným výsledkem, hospodářský růst a v menší míře inflace by byly vyšší než v základních projekcích.

Většina ukazatelů jádrové inflace naznačuje, že se inflace ustálí na úrovni poblíž 2% střednědobého cíle Rady guvernérů, a to udržitelným způsobem. Růst mezd je stále zvýšený, ale nadále viditelně zmírňuje a jeho dopad na inflaci částečně tlumí zisky. Obavy, že zvýšená nejistota a volatilní reakce trhů na obchodní napětí v dubnu by měla zpřísňující dopad na podmínky financování, se zmírnily.

Rada guvernérů je odhodlána zajistit udržitelnou stabilizaci inflace na svém 2% střednědobém cíli. Obzvlášť za současné situace charakterizované mimořádnou nejistotou bude při určování odpovídajícího nastavení měnové politiky uplatňovat přístup závislý na údajích a rozhodnutí budou přijímána jen na příslušných zasedáních. Rozhodnutí Rady guvernérů o úrokových sazbách budou závislá na jejím hodnocení inflačního výhledu vzhledem k aktuálním ekonomickým a finančním údajům, dynamice jádrové inflace a síle transmise měnové politiky. Rada guvernérů se předem nezavazuje k žádné konkrétní trajektorii vývoje úrokových sazeb.

Hospodářská aktivita

Podle bleskového odhadu Eurostatu vzrostla ekonomika v prvním čtvrtletí 2025 o 0,3 %. Podle bleskového odhadu je nezaměstnanost, která v dubnu dosáhla 6,2 %, na nejnižší úrovni od zavedení eura a zaměstnanost vzrostla v prvním čtvrtletí o 0,3 %.

Výhled hospodářského růstu eurozóny je zastřen obchodním napětím a zvýšenou mírou nejistoty ve světě. Pro rok 2025 jako celek jsou tyto vlivy částečně vyrovnány silnější hospodářskou aktivitou v prvním čtvrtletí oproti očekáváním, což pravděpodobně odráží předzásobení dovozem v očekávání vyšších cel. Ve střednědobém horizontu by hospodářskou aktivitu měla podporovat nedávno oznámená nová fiskální opatření. Podle základní projekce z června 2025 by americká cla na zboží z EU, která byla zvýšena na 10 %, měla zůstat v platnosti po celý horizont projekcí. Společně se zvýšenou mírou nejistoty spojenou s obchodní politikou a nedávným zhodnocením eura budou vyšší cla tlumit vývoz z eurozóny a investice a v menším rozsahu spotřebu. Naopak nové vládní výdaje na infrastrukturu a obranu zejména v Německu by měly od roku 2026 podporovat domácí poptávku v eurozóně. Celkově přetrvávají podmínky pro to, aby růst HDP v eurozóně v horizontu projekcí posílil. Postupné hospodářské oživení by měly podporovat zejména rostoucí reálné mzdy a zaměstnanost, méně restriktivní podmínky financování, které odrážejí především nedávná měnověpolitická rozhodnutí, a zotavení zahraniční poptávky později ve sledovaném období. V porovnání s makroekonomickými projekcemi z března 2025, zůstává výhled růstu HDP pro rok 2025 beze změny, což oproti očekáváním odráží lepší aktuální data, u nichž se předpokládá, že budou do značné míry kompenzována vlivem napětí v obchodních vztazích a posilováním směnného kurzu eura. Obchodní napětí a silnější směnný kurz vedly k revizi růstu pro rok 2026 směrem dolů, zatímco růst pro rok 2027 zůstal nezměněn.

V souladu s projekcemi z června 2025 údaje z průzkumů celkově naznačují, že v krátkodobém horizontu je výhled do určité míry slabší. Zatímco posílil zpracovatelský průmysl, a to částečně z důvodu uspíšení obchodů před očekávaným zvýšením cel, zpomaluje sektor služeb, který je více orientován na domácí trh. Očekává se, že vyšší cla a silnější euro ztíží podnikům vývoz. Vyšší nejistota by měla tlumit investice.

Zároveň ekonomiku udržuje na odolné úrovni několik faktorů, které by ve střednědobém horizont měly podpořit hospodářský růst. Silný trh práce, rostoucí reálné důchody, robustní rozvahy v soukromém sektoru a volnější podmínky financování, zčásti díky dosavadnímu snižování úrokových sazeb Radou guvernérů, by měly pomoci spotřebitelům a podnikům přestát dopad volatilního celosvětového prostředí. Posílit růst by měla také nedávno oznámená opatření na posílení obranných a infrastrukturních investic.

V nynějším geopolitickém prostředí je ještě naléhavější, aby fiskální a strukturální politiky zvyšovaly produktivitu, konkurenceschopnost a odolnost eurozóny. Kompas konkurenceschopnosti Evropské komise poskytuje akční plán s konkrétními opatřeními a jeho návrhy, včetně těch zaměřených na zjednodušení, by měly být urychleně přijaty. Součástí je dokončení unie úspor a investic v návaznosti na jasný a ambiciózní harmonogram. Rovněž je důležité urychleně vytvořit legislativní rámec, který připraví podmínky pro potenciální zavedení digitálního eura. Vlády by měly zajistit udržitelné veřejné finance v souladu s rámcem EU pro správu ekonomických záležitostí a současně upřednostňovat zásadní prorůstové strukturální reformy a strategické investice.

Inflace

Podle předběžného odhadu Eurostatu poklesla meziroční inflace z dubnové hodnoty 2,2 % v květnu na 1,9 %. Růst cen energií zůstal na úrovni -3,6 %. Růst cen potravin se zvýšil ze 3,0 % v předchozím měsíci na 3,3 %. Růst cen zboží zůstal beze změny na úrovni 0,6 %, zatímco růst cen služeb klesl ze 4,0 % v dubnu na 3,2 %. Tempo růstu cen služeb v dubnu posílilo, a to především z důvodu růstu cen cestovních služeb v období kolem velikonočních svátků, který byl vyšší, než se očekávalo.

Většina ukazatelů jádrové inflace naznačuje, že se inflace ustálí na úrovni 2% střednědobého cíle Rady guvernérů, a to udržitelným způsobem. Růst nákladů práce postupně zmírňuje, jak ukazují aktuální údaje o sjednaných mzdách a dostupné údaje za jednotlivé země týkající se náhrad na zaměstnance. Mzdový přehled ECB ukazuje na další zvolňování růstu sjednaných mezd v roce 2025. Podle projekcí z června 2025 by růst mezd měl v roce 2026 a 2027 poklesnout pod 3 %. I když nižší ceny energií a silnější euro vytvářejí v krátkodobém horizontu tlak na pokles inflace, ta by se měla v roce 2027 vrátit k cíli.

Krátkodobá očekávání spotřebitelské inflace v dubnu 2025 posílila – pravděpodobně v důsledku zpráv o obchodním napětí. Ale většina ukazatelů dlouhodobějších inflačních očekávání se nadále nachází poblíž 2 %, což podporuje stabilizaci inflace blízko cíle Rady guvernérů.

Zatímco celková inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (HICP) pravděpodobně zůstane v blízké budoucnosti pod 2 %, očekává se, že se ve střednědobém horizontu vrátí k cíli. Podle projekcí odborníků Eurosystému by inflace během roku 2025 měla klesnout, v prvním čtvrtletí roku 2026 dosáhnout nejnižší hodnoty 1,4 % a v roce 2027 se vrátit na 2,0 %. Pokles celkové inflace v roce 2025 by měl být částečně způsoben záporným růstem cen energií v důsledku nedávného

poklesu cen ropy a velkoobchodních cen zemního plynu. Očekává se, že růst cen energií zůstane negativní až do roku 2027, kdy v souvislosti s novým systémem obchodování s emisemi (ETS2) vstoupí v platnost nová opatření ke zmírnění změny klimatu. Po dočasném nárůstu ve druhém čtvrtletí roku 2025 se očekává, že růst cen potravin v roce 2027 klesne na úroveň mírně nad 2 %. Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin by měla klesat v důsledku vývoje složky služeb, neboť dopady opožděných cenových úprav u některých položek odezní, mzdové tlaky ustupují a nižší ceny energií se promítají do cenového řetězce. Růst mezd by měl nadále klesat s tím, jak slábnou tlaky na vyrovnání minulých ztrát reálné mzdy. Spolu s oživením růstu produktivity by to mělo vést k výrazně pomalejšímu růstu jednotkových mzdových nákladů. Vnější cenové tlaky, které se promítají do dovozních cen, by měly zůstat mírné za předpokladu, že celní politika EU zůstane beze změny, přičemž určitý tlak na pokles by měl být způsoben silnějším eurem a poklesem cen energetických komodit v posledních měsících. V porovnání s projekcemi z března 2025 je výhled celkové inflace měřené HICP revidován směrem dolů pro rok 2025 i 2026 o 0,3 procentního bodu z důvodu předpokladu nižších cen energetických komodit a posílení eura, zatímco pro rok 2027 zůstává beze změny.

Hodnocení rizik

Rizika pro hospodářský růst zůstávají vychýlena ve prospěch poklesu. Další eskalace obchodního napětí ve světě a související nejistoty by mohly snížit hospodářský růst eurozóny tlumením vývozu a poklesem investic a spotřeby. Zhoršení nálady na finančních trzích by mohlo vést ke zpřísnění podmínek financování a k větší averzi k riziku a k poklesu ochoty podniků a domácností investovat a spotřebovávat. Jedním z hlavních zdrojů nejistoty zůstává geopolitické napětí, např. neoprávněná válka Ruska proti Ukrajině a tragický konflikt na Blízkém východě. Pokud by však obchodní a geopolitické napětí bylo rychle vyřešeno, mohlo by to povzbudit náladu a hospodářskou aktivitu. K hospodářskému růstu by také mohlo přispět další zvýšení výdajů na obranu a infrastrukturu společně s reformami podporujícími produktivitu.

Výhled inflace v eurozóně je více nejistý než obvykle, a to v důsledku prostředí volatilní obchodní politiky ve světě. Klesající ceny energií a silnější euro by mohly vytvořit další tlak na pokles inflace. Tento vývoj by mohl posílit, pokud by vyšší cla vedla ke snížení poptávky po vývozu z eurozóny a země s nadbytečnou kapacitou by přesměrovaly svůj vývoz do eurozóny. Obchodní napětí by mohlo vést k vyšší volatilitě a averzi k riziku na finančních trzích, což by tlumilo domácí poptávku a tím také inflaci. Naopak fragmentace světových dodavatelských řetězců by mohla inflaci zvýšit růstem dovozních cen a zesílením omezení kapacit v domácí ekonomice. Inflaci by mohl ve střednědobého horizontu zvýšit také růst výdajů na obranu a infrastrukturu. Extrémní povětrnostní jevy a prohlubující se klimatická krize jako taková by mohly posilovat růst cen potravin více, než se očekává.

Finanční a měnové podmínky

Bezrizikové úrokové sazby zůstaly od měnověpolitického zasedání Rady guvernérů 17. dubna 2025 víceméně beze změny. V důsledku pozitivnějších zpráv o obchodních opatřeních ve světě a zlepšení globálního rizikového sentimentu vzrostly ceny akcií a rozpětí ve výnosech podnikových dluhopisů se zúžila.

Dosavadní snižování úrokových sazeb Radou guvernérů nadále zlevňuje úvěry pro podniky. Průměrná úroková sazba z nových úvěrů podnikům poklesla v lednu 2025 na 3,8 % ze 3,9 % v prosinci 2024. Náklady na emisi tržního dluhu zůstaly beze změny na 3,7 %. Růst objemu bankovních úvěrů podnikům postupně posiloval v dubnu meziročním tempem 2,6 % (v březnu 2,4 %), přičemž emise podnikových dluhopisů byla utlumená. Průměrná úroková sazba z nových hypotečních úvěrů zůstala v dubnu na 3,3 %, přičemž růst poskytovaných hypotečních úvěrů posílil na 1,9 %.

V souladu se svou strategií měnové politiky Rada guvernérů podrobně posoudila vzájemné vztahy mezi měnovou politikou a finanční stabilitou. I když banky v eurozóně zůstávají odolné, rizika širší finanční stability zůstávají zvýšená, zejména v důsledku vysoce nejistých a volatilních obchodních opatření ve světě. Makroobezřetnostní politika nadále zůstává první obrannou linií proti hromadění zranitelných míst ve finančním sektoru, podporuje odolnost a zachovává makroobezřetnostní prostor.

Měnová rozhodnutí

S platností od 11. června 2025 se úroková sazba vkladové facility snížila na 2,00 %, úroková sazba pro hlavní refinanční operace na 2,15 % a úroková sazba mezní zápůjční facility na 2,40 %.

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 5. června 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 – vychází z aktualizovaného 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 mimořádnou nejistotou bude při určování odpovídajícího nastavení měnové politiky uplatňovat přístup závislý na údajích a rozhodnutí budou přijímána jen na příslušných zasedáních. Rozhodnutí Rady guvernérů o úrokových sazbách budou závislá na jejím hodnocení inflačního

výhledu vzhledem k aktuálním ekonomickým a finančním údajům, dynamice jádrové inflace a síle 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 4. června 2025.

ISSN 2363-3581
Katalogové číslo EU QB-01-25-076-CS-N