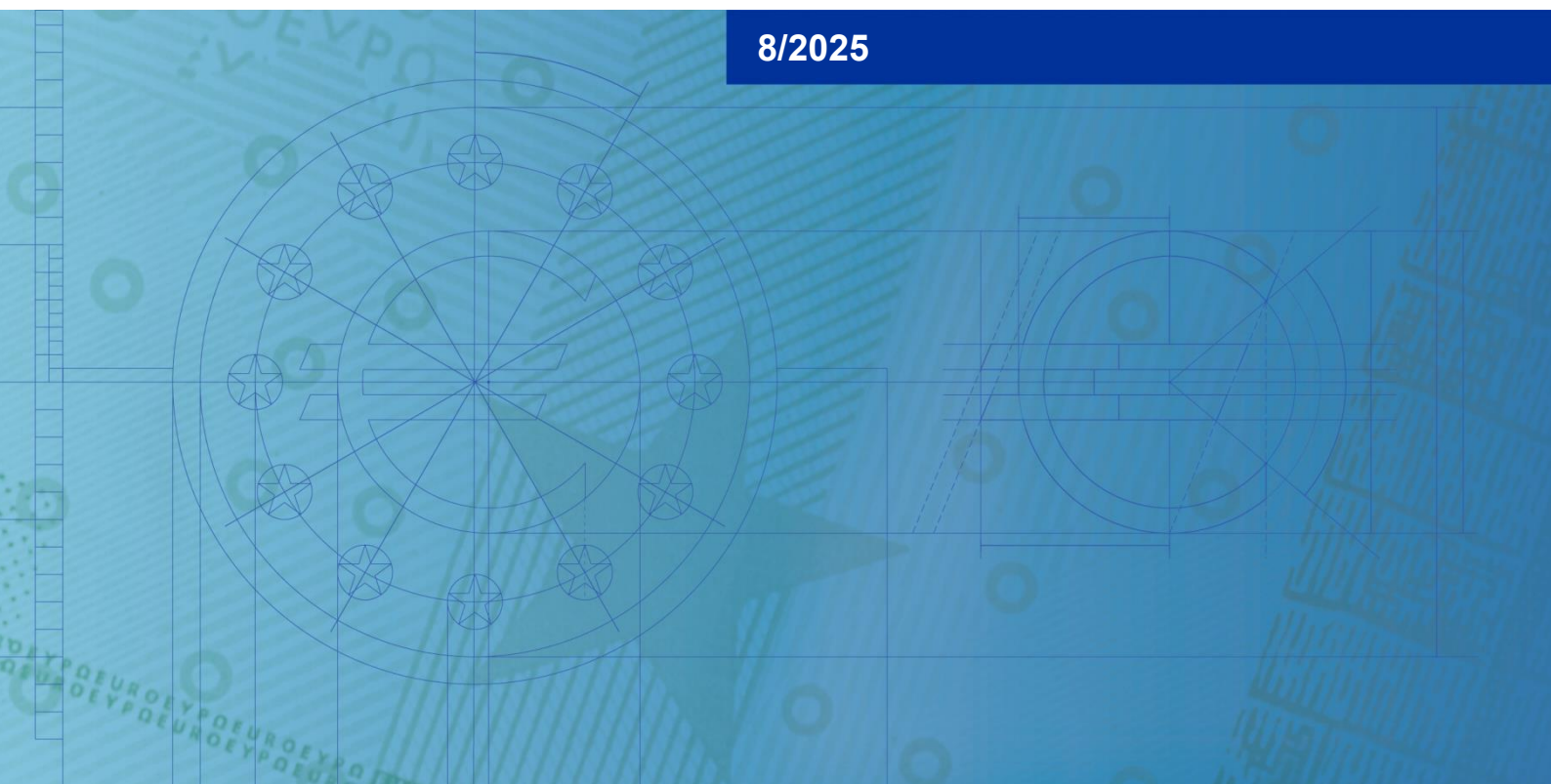




EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA  
EUROSYSTEM

# Ekonomický bulletin

8/2025



# Hospodářský, finanční a měnový vývoj

## Shrnutí

Rada guvernérů na svém zasedání 18. prosince 2025 rozhodla ponechat všechny tři základní úrokové sazby ECB beze změny. Její aktualizované hodnocení opětovně potvrdilo, že by se inflace měla ve střednědobém horizontu stabilizovat na 2% cíli.

Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z prosince 2025, které sestavili odborníci Eurosystemu, by celková inflace měla dosáhnout průměrně úrovně 2,1 % v roce 2025, 1,9 % v roce 2026, 1,8 % v roce 2027 a 2,0 % v roce 2028. U inflace bez započtení cen potravin a energií tito odborníci očekávají, že by měla průměrně činit 2,4 % v roce 2025, 2,2 % v roce 2026, 1,9 % v roce 2027 a 2,0 % v roce 2028. Inflace byla pro rok 2026 revidována směrem nahoru zejména proto, že se nyní očekává pomalejší pokles inflace ve službách. Hospodářský růst by měl být silnější, než činil předpoklad v makroekonomických projekcích pro eurozónu ze září 2025 sestavených odborníky ECB, a to zejména v důsledku domácí poptávky. Růst byl revidován směrem nahoru pro rok 2025 na 1,4 %, rok 2026 na 1,2 % a rok 2027 na 1,4 %. Očekává se, že v roce 2028 zůstane na úrovni 1,4 %.

Rada guvernérů je odhodlána zajistit stabilizaci inflace ve střednědobém horizontu na svém 2% cíli. Odpovídající nastavení měnové politiky bude na každém zasedání určovat vždy na základě aktuálních údajů. Rozhodnutí Rady guvernérů o úrokových sazbách budou vycházet zejména z jejího hodnocení inflačního výhledu a souvisejících rizik, zohledňujícího aktuální ekonomické a finanční údaje, i dynamiky jádrové inflace a síly transmise měnové politiky. Rada guvernérů se předem nezavazuje k žádné konkrétní trajektorii vývoje úrokových sazeb.

## Hospodářská aktivita

Ekonomika je odolná. Ve třetím čtvrtletí roku 2025 vzrostla o 0,3 %, což odráželo především vyšší spotřebu a investice. Růst vykázal také vývoz – výrazně k němu přispěl chemický průmysl. V odvětvovém členění převažovaly v růstu služby, zejména informační a komunikační sektor, zatímco hospodářská aktivita v průmyslu a stavebnictví nadále stagnovala. Tento vývoj, kdy je růst tažen službami, bude pravděpodobně pokračovat i v blízké budoucnosti.

Ekonomika těží ze silného trhu práce. Nezaměstnanost, která v říjnu 2025 činila 6,4 %, se blíží svému historickému minimu a zaměstnanost ve třetím čtvrtletí vzrostla o 0,2 %. Současně dále ochlazovala poptávka po práci a míra volných pracovních míst je od pandemie COVID-19 na svém minimu.

Hlavním faktorem hospodářského růstu v eurozóně by měla zůstat domácí poptávka, podpořená růstem reálných mezd a zaměstnanosti, a to v kontextu odolných trhů práce s rekordně nízkou mírou nezaměstnanosti. Domácí ekonomiku by měly podpořit také dodatečné vládní výdaje na infrastrukturu a obranu, ohlášené v roce

2025, a to zejména v Německu, spolu se zlepšenými podmínkami financování plynoucími ze snižování měnověpolitických sazeb od června 2024. Pokud jde o zahraniční prostředí, i když problémy týkající se konkurenceschopnosti přetrvávají, přičemž některé z nich mají strukturální povahu, očekává se, že vývoz v roce 2026 vzroste. Toto zlepšení je způsobeno oživením zahraniční poptávky v prostředí snižující se nejistoty obchodní politiky, a to i přes postupně se projevující dopad vyšších cel. Předpokládá se, že průměrné meziroční tempo růstu reálného HDP dosáhne úrovně 1,4 % v roce 2025, 1,2 % v roce 2026, 1,4 % v roce 2027 a 1,4 % v roce 2028. V porovnání s projekcemi ze září 2025 byl růst HDP během celého horizontu projekcí revidován směrem nahoru, což odráží lepší než očekávané údaje, nižší nejistotu v oblasti obchodní politiky, větší zahraniční poptávku a nižší ceny energetických komodit.

Rada guvernérů zdůrazňuje, že ve stávajícím geopolitickém prostředí je naléhavě potřeba posílit eurozónu a její ekonomiku. Vítá výzvu Evropské komise, aby vlády upřednostnily udržitelné veřejné finance, strategické investice a prorůstové strukturální reformy. Uvolnění potenciálu jednotného trhu v plném rozsahu má rozhodující význam. Je také zásadní podporovat další integraci kapitálových trhů dokončením unie úspor a investic a bankovní unie podle ambiciózního harmonogramu a urychleně přijmout nařízení o zavedení digitálního eura.

## Inflace

Meziroční inflace v eurozóně, měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (HICP), se od jara 2025 nachází v úzkém rozmezí a v listopadu zůstala na 2,1 %. Ceny energií byly oproti předchozímu listopadu o 0,5 % nižší poté, co v říjnu 2025 klesly výrazněji. Růst cen potravin činil 2,4 % poté, co v říjnu dosáhl 2,5 % a v září 3,0 %. Inflace bez započtení cen energií a potravin byla stabilní na úrovni 2,4 % s tím, že inflace ve složce zboží se vyvíjela opačným směrem oproti složce služeb. Tempo růstu cen zboží v listopadu pokleslo na 0,5 % poté, co v říjnu činilo 0,6 % a v září 0,8 %. Tempo růstu cen služeb v říjnu vzrostlo na 3,4 % a v listopadu na 3,5 % poté, co v září činilo 3,2 %.

Ukazatele jádrové inflace se za poslední měsíce změnily jen málo a zůstávají konzistentní s 2% střednědobým cílem Rady guvernérů. Zatímco růst jednotkových zisků se ve třetím čtvrtletí roku 2025 nezměnil, jednotkové náklady práce rostly mírně vyšším tempem než ve druhém čtvrtletí. Odměna na zaměstnance dosáhla meziročního tempa růstu 4,0 %. Tato úroveň byla vyšší, než předpokládaly projekce ze září roku 2025, a to v důsledku plateb nad rámec sjednaných mezd. Výhledové ukazatele, jako je mzdový přehled ECB a výsledky průzkumů mzdových očekávání, naznačují, že růst mezd se v nadcházejících čtvrtletích uvolní a následně by se měl ke konci roku 2026 stabilizovat mírně pod 3 %.

Většina ukazatelů dlouhodobějších inflačních očekávání se nadále nachází poblíž 2 %, což podporuje stabilizaci inflace blízko cíle Rady guvernérů. Předpokládá se, že inflace klesne z 2,1 % v roce 2025 na 1,9 % v roce 2026 a poté na 1,8 % v roce 2027; v roce 2028 by pak měla vzrůst na střednědobý cíl Rady guvernérů ve

výši 2 %. Očekávané snížení celkové inflace na začátku roku 2026 odráží protiinflační vliv srovnávací základny vyplývající z cen energií, zatímco růst cen v neenergetických složkách by se měl v průběhu roku 2026 nadále zmírňovat. Předpokládá se, že příspěvek růstu cen energií k celkové inflaci zůstane utlumený až do konce roku 2027 a následně v roce 2028 výrazně vzroste v důsledku očekávaného zavedení systému EU pro obchodování s emisemi 2 (ETS2), což bude mít na celkovou inflaci proinflační dopad ve výši 0,2 procentního bodu. Inflace měřená HICP bez započtení cen energií by měla klesnout z 2,5 % v roce 2025 na 2,2 % v roce 2026 a na 2,0 % v letech 2027 a 2028. Předpokládá se, že růst cen potravin znatelně klesne s tím, jak budou odeznívat účinky předchozího růstu cen světových potravinářských komodit a nepříznivých povětrnostních podmínek během léta, a očekává se, že se od konce roku 2026 stabilizuje na úrovni mírně nad 2 %. Inflace měřená HICP bez započtení cen energií a potravin by měla z úrovně 2,4 % v roce 2025 zmírnit na 2,0 % v roce 2028, neboť v prostředí polevujících tlaků na náklady práce klesne tempo růstu cen služeb a předchozí posílení eura se promítne do cenového řetězce, což omezí růst cen zboží. Růst mezd by měl během roku 2026 nadále zmírňovat a poté se stabilizovat na úrovni kolem 3 %. Podporovat by jej měl odolný trh práce a růst produktivity jen mírně pod 1 %. Růst jednotkových nákladů práce by měl zpomalit, i když dopad na inflaci by měl být v horizontu projekcí částečně kompenzován postupným oživením ziskových marží.

V porovnání s projekcemi ze září 2025 byl výhled celkové inflace měřené HICP pro rok 2026 revidován o 0,2 procentního bodu směrem nahoru, což odráží nedávné překvapivé údaje o inflaci měřené HICP a růstu mezd, přičemž mzdové údaje vedly ke znatelné revizi mzdového výhledu směrem nahoru. Projekce inflace měřené HICP byla pro rok 2027 revidována mírně směrem dolů. Je výsledkem předpokládaného nižšího příspěvku růstu cen energií, neboť se nyní očekává, že provádění systému ETS2 bude odloženo z roku 2027 na rok 2028. Očekává se však, že tento příspěvek bude částečně vyrovnán výraznějším růstem cen služeb.

## Hodnocení rizik

I když se obchodní napětí uvolnilo, stále volatilní mezinárodní prostředí by mohlo narušit dodavatelské řetězce, utlmit vývoz a nepříznivě ovlivňovat spotřebu a investice. Zhoršení nálady na světových finančních trzích by mohlo vést k přísnějším podmínkám financování, větší averzi k riziku a slabšímu růstu. Geopolitické napětí, zejména neoprávněná válka Ruska proti Ukrajině, zůstává jedním z hlavních zdrojů nejistoty. Naproti tomu plánované výdaje na obranu a infrastrukturu spolu s reformami podporujícími produktivitu by mohly hospodářský růst zvýšit více, než se očekává. Posílení důvěry by mohlo podpořit soukromé výdaje.

Výhled inflace zůstává nejistější než obvykle, a to v důsledku stále volatilního mezinárodního prostředí. Růst cen by mohl být ve skutečnosti nižší, pokud by zvýšení amerických cel vedlo ke snížení poptávky po vývozu z eurozóny a pokud by země s nadbytečnou kapacitou motivovalo ke zvyšování vývozu do eurozóny. Silnější euro by navíc mohlo inflaci snížit více, než se očekává. Vyšší volatilita

a averze k riziku na finančních trzích by mohla tlumit poptávku a tím také snižovat inflaci. Naopak inflace by mohla být ve skutečnosti vyšší, pokud by roztříštěnější světové dodavatelské řetězce způsobily vyšší dovozní ceny, omezily nabídku kritických surovin a zvýšily kapacitní omezení v ekonomice eurozóny. Pomalejší oslabování mzdových tlaků by mohlo oddálit pokles inflace ve složce služeb. Inflaci by mohl ve střednědobém horizontu zvýšit také růst výdajů na obranu a infrastrukturu. Extrémní povětrnostní jevy a prohlubující se klimatická a přírodní krize jako taková by mohly zdražovat ceny potravin více, než se očekává.

## Finanční a měnové podmínky

Tržní sazby od posledního měnověpolitického zasedání Rady guvernérů 30. října 2025 vzrostly. Úrokové sazby bankovních úvěrů pro podniky byly od léta celkově stabilní poté, co během předchozího roku klesaly v reakci na snižování jejich základních úrokových sazeb. V říjnu činily 3,5 % a oproti září se nezměnily. Náklady emise tržního dluhu dosahovaly 3,4 %, což je také blízko úrovně ze září. Průměrná úroková sazba z nových hypoték byla opět beze změny, když v říjnu činila 3,3 %.

Objem bankovních úvěrů poskytnutých podnikům vzrostl v říjnu na ročním základě o 2,9 %, oproti září beze změny. Emise podnikových dluhopisů vzrostla o 3,2 %, což je víceméně rovněž beze změny. Objem hypotečních úvěrů posílil a ve srovnání se zářijovými 2,6 % vzrostl o 2,8 %.

V souladu se strategií měnové politiky ECB Rada guvernérů podrobně posoudila vzájemné vztahy mezi měnovou politikou a finanční stabilitou. Banky v eurozóně jsou odolné a podporují je silné kapitálové a likviditní ukazatele, solidní kvalita aktiv a robustní ziskovost. Geopolitická nejistota a možnost náhlého přecenění na světových finančních trzích ale představují rizika pro finanční stabilitu v eurozóně. První obrannou linií proti hromadění zranitelných míst ve finančním sektoru nadále zůstává makrobezpečnostní politika, která podporuje odolnost a zachovává makrobezpečnostní prostor.

## Měnová rozhodnutí

Úroková sazba vkladové facility zůstala beze změny 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 Eurosystem již dále nereinvestuje jistiny ze splatných cenných papírů.

## Závěr

Rada guvernérů na svém zasedání 18. prosince 2025 rozhodla ponechat všechny tři základní úrokové sazby ECB beze změny. Je odhodlána zajistit stabilizaci inflace ve střednědobém horizontu na svém 2% cíli. Odpovídající nastavení měnové politiky bude na každém zasedání určovat vždy na základě aktuálních údajů. Rozhodnutí Rady guvernérů o úrokových sazbách budou vycházet z jejího hodnocení inflačního výhledu a souvisejících rizik, zohledňujícího aktuální ekonomické a finanční údaje, i 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 nastavit tak, aby zajistila udržitelnou stabilizaci inflace na svém střednědobém cíli a zachovala hladké fungování transmise měnové politiky.

© **Evropská centrální banka, 2026**

Poštovní adresa                    60640 Frankfurt am Main, Německo  
Telefon                                +49 69 1344 0  
Internet                                [www.ecb.europa.eu](http://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 17. prosince 2025.

ISSN                                    2363-3581  
Katalogové číslo EU                QB-01-25-074-CS-N