

Marlena Gołębiowska

## Cięcia stóp procentowych w Europie Środkowej

Po długotrwałym okresie wysokiej inflacji w państwach Unii Europejskiej obserwuje się złagodzenie presji cenowej. W odpowiedzi na to Europejski Bank Centralny kontynuuje obniżanie stóp procentowych. Cykl obniżek rozpoczęły również banki centralne państw środkowoeuropejskich spoza strefy euro – choć z różną intensywnością: czeski i węgierski zdecydowały się na znaczące złagodzenie polityki pieniężnej, podczas gdy polski i rumuński o wiele bardziej umiarkowane. Różnice w przyjętych podejściach odzwierciedlają specyficzne uwarunkowania gospodarcze tych państw, w tym przede wszystkim różnice w bieżącym poziomie inflacji i jej prognozach.

**Ceny rosną, ale wolniej.** Inflacja, która w ostatnich latach stanowiła jedno z kluczowych wyzwań makroekonomicznych w Unii Europejskiej, w tym w państwach z regionu Europy Środkowej, wykazuje obecnie tendencję spadkową. Ten trend dezinflacyjny następuje po okresie nadzwyczaj wysokiej dynamiki wzrostu cen, na którą wpłynął splot wielu czynników. Początkowo były to zakłócenia w łańcuchach dostaw i procesach produkcyjnych wywołane pandemią COVID-19, a następnie gwałtowny wzrost popytu w wyniku szybkiego odbicia aktywności gospodarczej po zniesieniu związanych z nią obostrzeń. Dodatkowo sytuację zaostrzyły szybujące ceny na rynku energii, które zostały spotęgowane przez rosyjską inwazję na Ukrainę ([„Komentarze IEŚ”, nr 914](#)). Co prawda obecnie wzrosty cen w wielu państwach wciąż przekraczają przyjęte cele inflacyjne, jednak w reakcji na malejącą presję inflacyjną zarówno Europejski Bank Centralny (EBC), jak i banki centralne państw środkowoeuropejskich spoza strefy euro rozpoczęły cykle obniżek stóp procentowych. Tempo i skala tych działań znacznie się jednak różnią.

**Państwa w strefie euro.** Według wstępnych szacunków Eurostatu inflacja we wrześniu 2024 r. w strefie euro wyniosła 1,8%. Prognozy wskazują jednocześnie, że średnioroczny wzrost cen wyniesie 2,5% w 2024 r. oraz 2,2% w 2025 r. Wartości te zbliżają się do celu inflacyjnego EBC, ustalonego na poziomie 2%, co sugeruje, że strefa euro po okresie niezwykle wysokiej inflacji zmierza w kierunku stabilizacji cenowej. Obserwowana trajektoria inflacji oraz ocena perspektyw jej dalszego kształtowania się stanowiły podstawę decyzji EBC o stopniowym łagodzeniu polityki pieniężnej. We wrześniu 2024 r. Rada Prezesów EBC zdecydowała się na obniżkę referencyjnej stopy procentowej o 60 punktów bazowych, z 4,25% do 3,65%. Ta decyzja stanowi kontynuację trendu rozpoczętego w czerwcu 2024 r., kiedy to po raz pierwszy podjęto decyzję o obniżeniu stóp procentowych. W przypadku referencyjnej stopy procentowej była to wówczas obniżka o 25 punktów bazowych, z 4,50% do 4,25%.

Należy jednak podkreślić, że odczyty inflacji w poszczególnych państwach środkowoeuropejskich należących do strefy euro wykazują znaczące zróżnicowanie. Według szacunków Eurostatu we wrześniu 2024 r. Estonia zanotowała wzrost cen na poziomie 3,2%, Chorwacja 3,0%, a Słowacja 2,9% – zatem we wszystkich tych państwach inflacja przekroczyła średnią dla strefy euro. Niższy poziom inflacji odnotowano natomiast na Łotwie – 1,6%, w Słowenii – 0,7% i na Litwie – zaledwie 0,4%.

**Państwa spoza strefy euro.** Dla państw spoza strefy euro najnowsze dane dotyczące inflacji prezentowane przez Eurostat pochodzą z sierpnia 2024 r. Wówczas najwyższą inflację odnotowano w Rumunii – 5,2% i kolejno w Polsce – 4,0%, na Węgrzech – 3,4% i w Czechach – 2,4%. W reakcji na spadającą, choć wciąż przekraczającą cele inflacyjne, dynamikę wzrostu cen, banki centralne tych państw również zainicjowały cykle obniżek stóp procentowych. Można wyróżnić przy tym dwie grupy państw, różniące się skalą i tempem łagodzenia polityki pieniężnej. Państwa o znaczącym tempie i skali obniżek stóp procentowych – Czechy i Węgry:

- bank centralny na Węgrzech (*Magyar Nemzeti Bank*, MNB) rozpoczął cykl obniżek w październiku 2023 r. i obniżył referencyjną stopę procentową w sumie o 650 punktów bazowych z 13% do 6,50% (ostatnia obniżka w lipcu 2024 r.),

- bank centralny w Czechach (*Česká národní banka, ČNB*) rozpoczął cykl obniżek w grudniu 2023 r. i obniżył referencyjną stopę procentową o 275 punktów bazowych z 7% do 4,25% (ostatnia obniżka o we wrześniu 2024 r.),

oraz z umiarkowanym tempem i skali obniżek – Polska i Rumunia:

- bank centralny w Polsce (Narodowy Bank Polski, NBP) rozpoczął cykl obniżek we wrześniu 2023 r. i obniżył referencyjną stopę procentową o 100 punktów bazowych z 6,75% do 5,75% (w sumie dwie obniżki, ostatnia blisko rok temu – w październiku 2023 r.)
- bank centralny w Rumunii (*Banca Națională a României, BNR*) rozpoczął cykl obniżek w maju 2024 r. i obniżył referencyjną stopę procentową o 50 punktów bazowych z 7% do 6,50% (ostatnia obniżka w październiku 2024 r.).

Te różnice w tempie i skali obniżek stóp procentowych odzwierciedlają zarówno dotychczasowy, jak i prognozowany poziom inflacji, ale także różne początkowe poziomy restrykcyjności polityki pieniężnej w poszczególnych krajach, wyrażające się w wysokości stóp procentowych na początku cyklu obniżek. Czechy i Węgry, w których dynamika wzrostu cen wyraźnie spowolniła, a prognozy inflacji wskazują niższe wartości (według Eurostatu średnioroczna inflacja w 2024 r. ma w nich wynieść odpowiednio 2,4% i 4,1%), i które startowały z wysokich poziomów stóp procentowych przed rozpoczęciem obniżek (zwłaszcza Węgry), miały większą możliwość znaczących obniżek. Z kolei Polska i Rumunia, w których inflacja utrzymuje się na wyższym poziomie oraz wyższe są jej średnioroczne prognozy (odpowiednio 4,3% i 5,9%) przyjęły bardziej ostrożne podejście do łagodzenia polityki pieniężnej.

Warto również zwrócić uwagę na specyficzną sytuację Bułgarii, która choć nie należy do strefy euro, dostosowuje swoją krajową politykę pieniężną do jej warunków monetarnych poprzez mechanizm kursów walutowych. Mimo to w sierpniu 2024 r. Bułgaria odnotowała inflację na poziomie 2,4%, zbliżonym do średniej dla wspólnego obszaru walutowego wynoszącej w sierpniu 2,2%.

## Wnioski

- Choć jednolita polityka pieniężna EBC przynosi efekty w postaci stabilizacji średniego poziomu inflacji w strefie euro, wciąż istnieją wyzwania związane z wysokością tego wskaźnika w poszczególnych państwach, w tym także z obszaru Europy Środkowej. Wynikają one ze specyficznych uwarunkowań gospodarczych tych państw, m.in. prowadzonej polityki fiskalnej, która może być bardziej ekspansywna, czy też sytuacji na rynku pracy, zwłaszcza dynamiki wzrostu płac. W tym kontekście dla państw takich jak Estonia, Chorwacja i Słowacja, gdzie inflacja pozostaje powyżej średniej strefy euro, może zaistnieć potrzeba zastosowania dodatkowych narzędzi polityki gospodarczej w celu stabilizacji cen. Jednocześnie niska inflacja w Słowenii i na Litwie może wymagać odmiennego podejścia, aby uniknąć ryzyka deflacji.
- Zróżnicowana dynamika wzrostu cen i tym samym podejście do polityki pieniężnej w państwach spoza strefy euro także są wynikiem odmiennych wyzwań stojących przed poszczególnymi gospodarkami. Czechy i Węgry, gdzie inflacja spadła wyraźniej i prognozy wydają się nieco korzystniejsze, zdecydowały się na znaczące obniżki stóp procentowych. Natomiast Polska i Rumunia, notujące wyższą inflację i prognozy w większym stopniu oddalone od celów inflacyjnych, przyjęły bardziej ostrożne podejście. Te różnice w tempie i skali łagodzenia polityki pieniężnej mogą mieć istotne implikacje dla konkurencyjności tych gospodarek, stabilności kursów walutowych oraz perspektyw konwergencji z gospodarkami strefy euro. Kluczowe będzie monitorowanie, czy przyjęte strategie okażą się skuteczne w dążeniu do stabilności cenowej przy jednoczesnym wspieraniu wzrostu gospodarczego.

*Wykorzystywaną w niniejszej publikacji miarą inflacji jest wskaźnik HICP – zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych, obliczany według ujednoliconej metodologii Biura Statystycznego Unii Europejskiej. Prezentowane wartości inflacji odnoszą się do zmian tego wskaźnika w ujęciu rocznym.*