



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 kwietnia 2025 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w I kw. 2025 r. w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB mógł nieco spowolnić. Jednocześnie w strefie euro utrzymuje się stopniowe ożywienie, przy czym dynamika aktywności gospodarczej jest tam niższa niż w Stanach Zjednoczonych. Zwracano w szczególności uwagę, że sygnały poprawy koniunktury były widoczne w Niemczech, choć wyraźniejsze przyspieszenie aktywności w tej gospodarce ma nastąpić dopiero w 2026 r. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że utrzymuje się bardzo znacząca niepewność co do kształtowania się wzrostu gospodarczego w kolejnych latach w otoczeniu polskiej gospodarki. Z jednej strony, zaostrenie polityki handlowej przez Stany Zjednoczone może negatywnie oddziaływać na aktywność w strefie euro, w tym w Niemczech. Z drugiej strony, zapowiedziane poluzowanie polityki fiskalnej w Niemczech może być czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy u głównego partnera handlowego Polski oraz w całej Europie.

Członkowie Rady wskazywali, że inflacja na świecie stopniowo się obniża, a w części gospodarek – w tym w strefie euro – jest już zbliżona do poziomów celów inflacyjnych banków centralnych, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych inflacja utrzymuje się nieco powyżej celu banku centralnego. Natomiast spośród gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej, na Węgrzech i w Rumunii inflacja wyraźnie przekracza cele inflacyjne banków centralnych, a w Czechach inflacja kształtuje się w przedziale odchyień od celu inflacyjnego. W tych uwarunkowaniach Europejski Bank Centralny w marcu obniżył stopy procentowe, a Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych nie zmieniła stóp procentowych. Z kolei w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, banki centralne utrzymują stopy procentowe na niezmiennym poziomie, po wcześniejszych obniżkach.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce wskazywano, że dane za pierwsze miesiące 2025 r. sygnalizują, iż wzrost PKB w I kw. br. będzie prawdopodobnie niższy od prognozowanego w projekcji marcowej i zbliżony do obserwowanego w IV kw. ub.r. Zaznaczano, że – po silnym wzroście w styczniu – w lutym br. odnotowano spadek sprzedaży detalicznej w ujęciu rocznym. Z kolei roczna dynamika produkcji w przemyśle po raz kolejny była ujemna, a produkcja budowlano-montażowa ogółem nie zmieniła się względem lutego ub.r. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na pogorszenie się



sytuacji finansowej firm, choć wskazywali, że mimo to kondycja finansowa przedsiębiorstw jest dobra. Jednocześnie członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach oczekiwana jest kontynuacja ożywienia gospodarczego, przy czym jego tempo będzie w dużym stopniu zależało od skuteczności wykorzystania środków z Unii Europejskiej oraz od kształtowania się koniunktury w strefie euro, w tym zwłaszcza w Niemczech. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady wyrażali obawy co do możliwości pełnego wykorzystania funduszy unijnych oraz co do siły ożywienia koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, zwracano uwagę, że bezrobocie utrzymuje się od dłuższego czasu na bardzo niskim poziomie. Jednocześnie dane z sektora przedsiębiorstw wskazują na niewielki spadek zatrudnienia, któremu towarzyszy dalsze obniżanie się dynamiki wynagrodzeń. Członkowie Rady wskazywali, że w lutym dynamika płac w przedsiębiorstwach w ujęciu rocznym obniżyła się do 7,9%, co sygnalizuje hamowanie wzrostu wynagrodzeń, choć dynamika ta jest wciąż wysoka. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że ze względu na coroczną zmianę próby przez GUS, ocena sytuacji w sektorze przedsiębiorstw będzie możliwa dopiero po zapoznaniu się z danymi za kolejne miesiące. Jednocześnie podkreślali oni, że deklarowana w badaniach ankietowych przez firmy skłonność do podnoszenia płac wzrosła w ostatnim okresie. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że maleje odsetek firm zgłaszających presję płacową.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym niektórzy członkowie Rady argumentowali, że średnia miesięczna wartość nowo udzielonych kredytów dla gospodarstw domowych skorygowana o zmianę poziomu cen konsumpcyjnych (zarówno w segmencie kredytów mieszkaniowych, jak i konsumpcyjnych) była w 2024 r. wyższa niż w latach przed pandemią, a dla firm jedynie nieznacznie niższa. Natomiast niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wciąż ograniczoną skalę wzrostu zadłużenia sektora prywatnego. W szczególności zaznaczali oni, że obniża się w ujęciu miesięcznym przyrost mieszkaniowych kredytów złotych, brak jest widocznego ożywienia kredytów konsumpcyjnych, a zadłużenie bankowe przedsiębiorstw pozostaje pod wpływem znacznej niepewności firm co do perspektyw kształtowania się koniunktury.

Podczas dyskusji na temat inflacji wskazywano, że po uwzględnieniu przez GUS zrewidowanych wag w koszyku konsumpcyjnym wykorzystywanym do obliczania wskaźnika CPI, inflacja w styczniu, lutym i – według szybkiego szacunku GUS – w marcu br. wyniosła 4,9%. Oznacza to, że w I kw. 2025 r. wskaźnik CPI blisko dwukrotnie



przekraczał cel inflacyjny NBP, ale jednocześnie był wyraźnie niższy niż prognozowano w marcowej projekcji. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że nastąpiło wyraźne obniżenie inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności, która prawdopodobnie spadła w pobliżu 3,5% wobec 4,1% w IV kw. 2024 r. Zdaniem członków Rady, choć inflacja bazowa jest nadal podwyższona – co wynika zwłaszcza z wciąż szybko rosnących cen usług – to w ostatnich miesiącach obniżyła się szybciej od oczekiwań.

Dyskutując o perspektywach inflacji, część członków Rady podkreślała, że niższe od oczekiwań dane o inflacji wraz ze spadkiem cen ropy naftowej na rynkach światowych sugerują, że inflacja w całym 2025 r. może kształtować się poniżej ścieżki z projekcji marcowej. Wskazywano, że według najnowszych dostępnych prognoz inflacja może obniżyć się do 4,5% w II kw. br. i do 3,5% w III kw., a w IV kw. – zgodnie z obowiązującym stanem prawnym oraz uwzględniając obecny poziom taryf na energię elektryczną – może wzrosnąć do 4,2%. Członkowie Rady zaznaczali, że na koniec 2025 r. – według aktualnych prognoz – inflacja ma być niższa niż wcześniej oczekiwano i niższa niż w I kw. br., a więc możliwe, że już osiągnęła szczyt. W opinii niektórych członków Rady niższej inflacji powinna sprzyjać wciąż ujemna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu, a także wcześniejsze umocnienie kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że rewizja koszyka inflacyjnego nie zmienia perspektyw procesów inflacyjnych na kolejne lata.

Członkowie Rady wskazywali na wiele czynników niepewności dotyczących kształtowania się inflacji w Polsce w średnim okresie. Zwracano m.in. uwagę na niepewność co do przyszłych działań regulacyjnych w zakresie cen energii. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że choć nie podjęto jeszcze decyzji dotyczących taryf na sprzedaż energii elektrycznej, które mają zostać ustalone na II połowę 2025 r., to pojawiają się sygnały wskazujące, że mogą one okazać się zbliżone do obowiązującej obecnie ceny maksymalnej. Podkreślano również wysoką niepewność co do poziomu inflacji na świecie oraz stanu koniunktury za granicą, w tym w związku z sytuacją geopolityczną i zmianami w polityce handlowej, a także kształtowaniem się cen surowców.

W trakcie posiedzenia zaznaczano, że ważnym uwarunkowaniem procesów inflacyjnych jest polityka fiskalna, która obecnie nie sprzyja ograniczaniu inflacji w Polsce. Zwracano uwagę, że – według wstępnej informacji GUS – deficyt sektora finansów publicznych w 2024 r. w relacji do PKB wyniósł 6,6%. Podkreślano, że poziom deficytu w relacji do PKB w 2024 r. był wyższy niż oczekiwano i należał do najwyższych w ostatnich dekadach.



Część członków Rady zaznaczała, że może to oznaczać, iż również w 2025 r. deficyt okaże się wyższy niż zapowiadano, przy czym według jesiennych prognoz Komisji Europejskiej deficyt polskiego sektora finansów publicznych w relacji do PKB w 2025 r. miał być jednym z najwyższych w Unii Europejskiej. Podkreślano, że dotychczas nie zostały przedstawione konkretne działania nakierowane na ograniczenie deficytu, natomiast pojawiały się sygnały możliwego obniżenia części podatków. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że przestrzeń do prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej może być ograniczona, a deficyt sektora finansów publicznych w kolejnych latach powinien być niższy niż w 2024 r. Jednocześnie zwracano uwagę, że następuje wyraźna zmiana nastawienia wobec dyscypliny fiskalnej w Europie, co może zmniejszyć bodźce do zacieśnienia fiskalnego także w Polsce.

Większość członków Rady oceniła, że w najbliższych miesiącach inflacja utrzyma się powyżej celu inflacyjnego NBP, do czego przyczynią się efekty wcześniejszego wzrostu cen energii, a także wzrosty stawek akcyzy i cen usług administrowanych. Podwyższona pozostanie prawdopodobnie także inflacja bazowa. W II połowie 2025 r. – zgodnie z obowiązującym stanem prawnym oraz uwzględniając obecny poziom taryf na energię elektryczną – nastąpi dalszy wzrost regulowanych cen energii. Jednocześnie napływające informacje, w tym niższe od oczekiwań dane GUS o inflacji w pierwszych miesiącach br., sygnalizują, że inflacja w kolejnych kwartałach może być niższa niż wcześniej oczekiwano. Czynnikiem niepewności pozostaje wpływ podwyższonej inflacji na oczekiwania inflacyjne i presję płacową, zwłaszcza w warunkach rosnącego popytu i niskiego bezrobocia. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej. Źródłem niepewności jest również kształtowanie się inflacji na świecie, w tym ze względu na zmiany polityki handlowej głównych gospodarek. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

W ocenie większości członków Rady, jeżeli napływające informacje będą potwierdzać poprawę perspektyw powrotu inflacji do celu inflacyjnego, wówczas może pojawić się przestrzeń do obniżenia stóp procentowych.

Pojawiła się opinia, że – wobec podwyższonej inflacji, w tym inflacji bazowej, a także wysokiej dynamiki wynagrodzeń i obecnego kształtowania się oczekiwań inflacyjnych – obecny poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.



Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 5,75%; stopa lombardowa 6,25%; stopa depozytowa 5,25%; stopa redyskontowa weksli 5,80%; stopa dyskontowa weksli 5,85%.

Członkowie Rady wskazywali, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

Data publikacji: 9 maja 2025 r.