



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 września 2025 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w strefie euro wzrost PKB pozostaje relatywnie niski, w tym w Niemczech roczna dynamika PKB jest zbliżona do zera. Poprawiły się jednak nastroje niemieckich przedsiębiorstw i konsumentów, co może być związane z planowaną ekspansją fiskalną, w tym wzrostem wydatków na armię i na inwestycje infrastrukturalne. Zwracano uwagę, że w Stanach Zjednoczonych – po spadku aktywności na początku roku – w II kw. nastąpił wzrost dynamiki PKB, przy silnym spadku importu po wzroście cel. Ogółem sytuacja w gospodarce amerykańskiej pozostaje relatywnie dobra, jednak według prognoz wzrost PKB w 2025 r. ma być niższy niż w 2024 r.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że według prognoz w wielu gospodarkach utrzymuje się ryzyko, że inflacja jeszcze przez kilka kwartałów pozostanie powyżej celów banków centralnych. W Stanach Zjednoczonych inflacja PCE wyniosła w lipcu 2,6%, a więc przekraczała cel inflacyjny Rezerwy Federalnej. Jednocześnie według prognoz inflacja w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, w szczególności w Rumunii i na Węgrzech, będzie utrzymywać się w kolejnych kwartałach powyżej celów banków centralnych.

Na posiedzeniu wskazywano, że w ostatnim okresie Europejski Bank Centralny przestał obniżać stopy procentowe. Jednocześnie Rezerwa Federalna w Stanach Zjednoczonych utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W ostatnim czasie nie zmieniały stóp procentowych również banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, zaznaczano, że na tle europejskim, w tym regionu Europy Środkowo-Wschodniej, tempo krajowego wzrostu gospodarczego jest relatywnie wysokie. W II kw. br. roczna dynamika PKB przyspieszyła do 3,4%. Zwracano uwagę, że do wyższej dynamiki PKB przyczynił się głównie szybszy wzrost konsumpcji, co jest czynnikiem proinflacyjnym. Z kolei inwestycje nieoczekiwanie spadły w ujęciu rocznym, pomimo poprawy sytuacji w inwestycjach przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w badaniach ankietowych przedsiębiorstwa nadal wskazują m.in. słaby popyt i wysoką niepewność jako bariery rozwoju. Członkowie ci wskazywali także, że wskaźniki rentowności firm w ostatnim czasie się obniżyły, natomiast inni członkowie Rady oceniali, że skala tego obniżenia była



nieznaczna. Podkreślano, że w lipcu br. roczne dynamiki sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej były dodatnie. Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 4,8% i był wyższy od prognoz rynkowych, przy rosnącym popycie na dobra trwałe i samochody. Silniej od rynkowych oczekiwań przyspieszyła też produkcja przemysłowa. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w sierpniu br. wskaźnik PMI w przemyśle – pomimo pewnej poprawy – kształtował się nadal poniżej poziomu 50 punktów. Wskazywano, że według lipcowej projekcji wzrost gospodarczy w bieżącym roku będzie wyższy niż w 2024 r. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że dynamika PKB w 2025 r. i 2026 r. może być niższa od wskazań lipcowej projekcji.

W trakcie dyskusji dotyczącej rynku pracy podkreślano, że dane nadal nie wskazują na istotną zmianę popytu na pracę. Choć w czerwcu i lipcu widoczny był wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego, to jednak prawdopodobnie przyczyniły się do tego zmiany regulacyjne. Z kolei zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wciąż się obniża w ujęciu rocznym, a w lipcu obniżyło się ono także w stosunku do czerwca. Natomiast według danych BAEL liczba pracujących w przemyśle i usługach w II kw. br. nieznacznie wzrosła. Zaznaczano, że napływające dane wskazują na stopniowe spowalnianie wzrostu wynagrodzeń, przy czym roczna dynamika płac w gospodarce narodowej w II kw. br. była nadal podwyższona (wyniosła 8,8%). Jednocześnie na stopniowe słabnięcie wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw wskazują dane miesięczne. Zwracano przy tym uwagę, że realna roczna dynamika wynagrodzeń w gospodarce w II kw. br. była nadal zbliżona do 5%.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym zaznaczano, że roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych, w tym złotych kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych, nieznacznie wzrosła w lipcu, co pokazuje pewne ożywienie w tym zakresie. Lipiec przyniósł też dalsze przyspieszenie wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw.

Podczas dyskusji na temat inflacji wskazywano, że w sierpniu roczna dynamika cen konsumpcyjnych spowolniła i kształtuje się pomiędzy środkiem celu NBP a górną granicą odchyień od tego celu. Wcześniej nastąpił wyraźny spadek inflacji z 4,1% w czerwcu do 3,1% w lipcu br. na skutek efektu bazy związanego z częściowym odmrożeniem cen energii w lipcu 2024 r. oraz zatwierdzenia niższych taryf na sprzedaż gazu ziemnego. Także w sierpniu br. do spadku inflacji istotnie przyczynił się efekt bazy, tym razem w cenach usług, choć niższy odczyt CPI wynikał także częściowo z wolniejszego wzrostu cen towarów ogółem. Wskazywano, że pomimo spadku, dynamika cen usług nadal



kształtuje się na podwyższonym poziomie. Szacowano, że inflacja bazowa w sierpniu br. prawdopodobnie się obniżyła. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że tendencje dotyczące kształtowania się oczekiwań inflacyjnych w ostatnim okresie były relatywnie korzystne.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady podkreślali, że według prognoz we wrześniu br. inflacja CPI pozostanie zbliżona do 3%. Kształtowanie się inflacji w IV kw. br. zależeć będzie w dużej mierze od poziomu regulowanych cen energii elektrycznej. Prognozy wskazują, że jeżeli ceny energii elektrycznej zostaną odmrożone do poziomu obecnie obowiązujących taryf, to inflacja w październiku br. mogłaby przekroczyć 3,5%. Część członków Rady oceniała, że prawdopodobne jest przedłużenie mrożenia cen energii elektrycznej w IV kw. br. Z kolei inflacja bazowa w najbliższych kwartałach ma według prognoz utrzymywać się na poziomie zbliżonym do 3%. Część członków Rady podkreślała, że według lipcowej projekcji inflacja w kolejnych kwartałach będzie się kształtować poniżej dotychczasowego poziomu stopy referencyjnej NBP. Niektórzy członkowie Rady wśród czynników, które powinny sprzyjać relatywnie niskiej inflacji, wymieniali kształtowanie się na relatywnie niskim poziomie światowych cen surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, oraz niską dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Członkowie Rady zaznaczali, że utrzymują się ryzyka dla niskiej inflacji w krótkim i średnim okresie. Występuje niepewność co do poziomu regulowanych cen energii elektrycznej – zarówno w IV kw. br., jak i w kolejnych kwartałach – a także co do innych decyzji administracyjnych wpływających na kształtowanie się inflacji, w tym w zakresie poziomu taryf na dystrybucję gazu, taryf na energię ciepłą oraz opłat za wywóz śmieci i zaopatrywania w wodę. Jednocześnie zwracano uwagę, że rząd sygnalizował również możliwość wprowadzenia wyższej akcyzy na alkohol czy istotnego wzrostu opłaty cukrowej, choć niektórzy członkowie Rady oceniali, że prawdopodobieństwo wprowadzenia tych podwyżek jest ograniczone. Podkreślano, że w dalszym horyzoncie, inflację może podbić wzrost kosztów emisji transportu drogowego i budownictwa mieszkaniowego (w ramach tzw. ETS 2). Wśród czynników niepewności członkowie Rady wymieniali również sytuację na światowych rynkach finansowych oraz kształtowanie się cen surowców.

Na posiedzeniu podkreślano, że czynnikiem silnie proinflacyjnym w krajowej gospodarce jest polityka fiskalna. W 2024 r. deficyt sektora finansów publicznych wzrósł do 6,6% PKB (z 5,3% PKB w 2023 r.). W projekcie ustawy budżetowej na 2026 r. rząd założył, że w 2025 r.



deficyt ponownie wzrośnie, do 6,9% PKB, co wskazuje na dalsze poluzowanie polityki fiskalnej. Zaznaczano, że ostatni raz tak wysoki wskaźnik deficytu odnotowano w 2020 r., gdy poziom PKB w Polsce się obniżył w związku z pandemią COVID-19 i konieczne było podjęcie działań antykryzysowych. Natomiast obecnie wzrost PKB jest solidny, w związku z czym gospodarka nie wymaga silnego wsparcia fiskalnego. Jednocześnie rząd ponownie zrewidował w górę prognozę zadłużenia i obecnie wskazuje, że w 2025 r. poziom długu publicznego ma przekroczyć 60% PKB, a w 2026 r. ma sięgnąć niemal 67% PKB, co byłoby najszybszym przyrostem tej miary w najnowszej historii Polski. Podkreślano przy tym, że wzrost długu w ostatnich latach wynikał jedynie w niewielkiej części ze wzrostu wydatków na obronę narodową. W efekcie członkowie Rady oceniali, że sytuacja fiskalna jest czynnikiem istotnego ryzyka dla wzrostu inflacji w przyszłości, a więc ogranicza przestrzeń do obniżania stóp procentowych. Część członków Rady zaznaczała, że projekt ustawy budżetowej na 2026 r. ma charakter wstępny i może ulec zmianie.

Biorąc pod uwagę kształtowanie się inflacji, w ocenie większości członków Rady uzasadnione stało się dostosowanie poziomu stóp procentowych NBP. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Czynnikiem ryzyka dla niskiej inflacji pozostaje kształt polityki fiskalnej, ożywienie popytu konsumpcyjnego oraz podwyższona dynamika płac. Źródłem niepewności jest poziom administrowanych cen nośników energii oraz kształtowanie się inflacji na świecie, w tym ze względu na zmiany polityki handlowej głównych gospodarek.

Pojawiła się jednocześnie opinia, że obecny poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski.

Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,25 punktu procentowego, tj. do poziomu 4,75%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 5,25%; stopa depozytowa 4,25%; stopa redyskontowa weksli 4,80%; stopa dyskontowa weksli 4,85%.

Data publikacji: 10 października 2025 r.