



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 października 2025 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że sytuacja gospodarcza w najbliższym otoczeniu Polski nie zmieniła się istotnie w ostatnim czasie. Dostępne prognozy wskazują, że w strefie euro wzrost PKB w latach 2025-2026 ukształtuje się w pobliżu 1%. Podkreślano, że w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – wskaźniki koniunktury poprawiły się względem początku 2025 r., ale dostępne dane o produkcji wciąż wskazują na stagnację. Zwracano uwagę, że spodziewana ekspansja fiskalna w tej gospodarce będzie oddziaływała w kierunku przyspieszenia wzrostu w najbliższych latach, przy czym problemy strukturalne Niemiec obniżają ich długookresowe tempo wzrostu. Z kolei napływające dane ze Stanów Zjednoczonych z jednej strony potwierdziły wyraźne odbicie aktywności w II kw. 2025 r., a z drugiej strony sygnalizują pewne pogorszenie sytuacji na tamtejszym rynku pracy w III kw. br.

Członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro we wrześniu 2025 r. inflacja nieznacznie wzrosła, ale pozostaje zbliżona do celu Europejskiego Banku Centralnego, wobec czego EBC – po wcześniejszych obniżkach – utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Natomiast w Stanach Zjednoczonych inflacja kształtuje się nieco powyżej celu Rezerwy Federalnej, a inflacja bazowa rośnie, jednak ze względu na pewne pogorszenie sytuacji na rynku pracy amerykański bank centralny we wrześniu obniżył stopy procentowe. W większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej inflacja nie powróciła do niskiego poziomu, a w niektórych ostatnio wzrosła, stąd banki centralne Czech, Rumunii i Węgier utrzymują stopy procentowe bez zmian. Przy czym w Czechach stopy procentowe są wyraźnie niższe niż w Rumunii i na Węgrzech, co odzwierciedla m.in. różnice w poziomie inflacji.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce zaznaczano, że koniunktura pozostaje dobra, choć wzrost PKB jest nieco niższy niż zakładano w projekcji lipcowej. Zgodnie z dostępnymi prognozami dynamika PKB w III kw. 2025 r. była prawdopodobnie zbliżona do odnotowanej w II kw. i nadal była w największym stopniu napędzana konsumpcją. Wskazywano, że w sierpniu br. sprzedaż detaliczna wzrosła o 3,1% r/r, a produkcja sprzedana przemysłu o 0,7% r/r, przy czym dynamika produkcji przemysłowej po uwzględnieniu korekt sezonowych i kalendarzowych była wyższa. Zwracano uwagę,



że produkcja budowlano-montażowa w sierpniu obniżyła się w ujęciu rocznym, a słabsza kondycja tego sektora może sygnalizować niską dynamikę inwestycji w III kw. 2025 r.

W trakcie dyskusji dotyczącej rynku pracy podkreślano, że sytuacja na tym rynku nie ulega istotnym zmianom. Członkowie Rady wskazywali, że popyt na pracowników w sektorze przedsiębiorstw pozostaje osłabiony, co jest widoczne w spadku liczby etatów względem początku roku. Jednocześnie, choć w ostatnich miesiącach wzrosła stopa bezrobocia rejestrowanego, to jednak prawdopodobnie było to spowodowane głównie zmianami regulacyjnymi. Zwracano uwagę, że w sierpniu 2025 r. dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do 7,1%, co z jednej strony sugeruje utrzymywanie się tendencji do stopniowego słabnięcia wzrostu płac, a z drugiej strony pozostaje podwyższonym poziomem. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obniżają się wskaźniki presji płacowej deklarowane przez przedsiębiorstwa w badaniach ankietowych. Natomiast inni członkowie Rady oceniali, że ograniczona podaź pracy może oddziaływać w kierunku utrzymywania się relatywnie wysokiej dynamiki wynagrodzeń.

Analizując sytuację na rynku kredytowym zaznaczano, że następuje tam pewne ożywienie. Stopniowo rośnie roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw, w szczególności kredytów inwestycyjnych. W trendzie wzrostowym są też dynamiki roczne złotych kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych.

Podczas dyskusji na temat inflacji wskazywano, że we wrześniu 2025 r. roczna dynamika cen konsumpcyjnych nie zmieniła się względem sierpnia i wyniosła 2,9%, a więc kształtowała się na poziomie zasadniczo zgodnym z celem inflacyjnym NBP, choć powyżej 2,5%. Zwracano uwagę, że spowolnił wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych, natomiast wzrosła dynamika cen paliw, co było związane z efektem bazy. Niektórzy członkowie Rady podkreślali korzystne – z punktu widzenia dezinflacji – kształtowanie się cen surowców. Jednocześnie szacowano, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii we wrześniu br. prawdopodobnie pozostała na poziomie z sierpnia, przy nadal podwyższonej dynamice cen usług i niskiej dynamice cen towarów. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że część innych miar inflacji bazowej, w tym inflacja po wyłączeniu cen administrowanych, kształtuje się na niższym poziomie. Zaznaczali oni także, że niższy jest także wskaźnik inflacji HICP po wyłączeniu cen energii, żywności, napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych. Z kolei niektórzy członkowie Rady argumentowali, że relatywnie duża część koszyka inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii wykazuje podwyższoną dynamikę cen.



Omawiając perspektywy inflacji, członkowie Rady podkreślali, że od poprzedniego posiedzenia napłynęły dwie istotne informacje w zakresie cen energii. Po pierwsze, przedłużono mrożenie cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych na IV kw. 2025 r., co oznacza obniżenie prawdopodobnej ścieżki wskaźnika CPI w IV kw. br. względem wcześniejszych prognoz. Po drugie, Urząd Regulacji Energetyki zatwierdził nowe taryfy na prąd, które – przy założeniu ich utrzymania w kolejnych kwartałach – oznaczałyby wzrost inflacji od stycznia 2026 r., choć w mniejszej skali niż wynikający z wcześniej obowiązujących taryf. Członkowie Rady wskazywali przy tym, że według dostępnych prognoz w II kw. 2026 r. wskaźnik CPI może wzrosnąć powyżej 3%, do czego przyczynią się dodatkowo efekty bazy. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że prognozowany wzrost rocznej dynamiki cen konsumpcyjnych w I połowie 2026 r. nie będzie wynikał z fundamentalnej presji inflacyjnej. Zwracano jednocześnie uwagę, że prognozy sugerują stabilizację inflacji bazowej na poziomie nieznacznie przekraczającym 3% w najbliższych kwartałach. Członkowie Rady wskazywali, że na kolejnym posiedzeniu przedstawiona będzie nowa średniookresowa projekcja inflacji i PKB, która uwzględni nie tylko dane makroekonomiczne z ostatnich miesięcy, ale także niższe stopy procentowe niż zakładane w poprzedniej projekcji, a także aktualne informacje dotyczące polityki fiskalnej.

Członkowie Rady zaznaczali, że choć obniżyła się niepewność w zakresie kształtowania się dynamiki cen konsumpcyjnych do końca 2025 r., to jednak utrzymują się ryzyka na kolejne lata. Poza niepewnością co do poziomu cen energii wskazywano, że w 2026 r. prawdopodobna jest kumulacja wydatkowania środków z tzw. Krajowego Programu Odbudowy, co może być czynnikiem podbijającym presję popytową w polskiej gospodarce. W dalszym okresie istotnym czynnikiem ryzyka jest możliwy wzrost inflacji w wyniku uruchomienia systemu ETS2 w 2027 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że czynnikiem silnie proinflacyjnym w krajowej gospodarce jest polityka fiskalna. W projekcie ustawy budżetowej na 2026 r. rząd założył, że w 2025 r. deficyt sektora finansów publicznych ponownie wzrośnie (do 6,9% PKB), co wskazuje na dalsze poluzowanie polityki fiskalnej. Zaznaczano, że wysoki deficyt fiskalny występuje pomimo solidnego wzrostu gospodarczego. Jednocześnie w *Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2026-2029* rząd przewiduje, że dług publiczny w ujęciu ESA ma sięgnąć ponad 75% PKB w 2029 r., czyli w ciągu sześciu lat ma wzrosnąć o ponad 25 pkt proc. PKB. Członkowie Rady podkreślali, że luźna polityka fiskalna ogranicza przestrzeń do obniżania stóp procentowych. Zwracano uwagę, że w



ostatnim czasie część agencji ratingowych obniżyła perspektywy ratingu kredytowego Polski. Zaznaczano przy tym, że dokonane przez Radę w ostatnich kwartałach obniżki stóp procentowych obniżają koszty obsługi długu publicznego.

Biorąc pod uwagę poprawę perspektyw inflacji w najbliższym czasie, 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 4,50%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 5,00%; stopa depozytowa 4,00%; stopa redyskontowa weksli 4,55%; stopa dyskontowa weksli 4,60%.

Data publikacji: 7 listopada 2025 r.