



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 maja 2025 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że według wstępnego szacunku Eurostat wzrost PKB strefy euro w I kw. 2025 r. – podobnie jak w IV kw. 2024 r. – wyniósł 1,2% w ujęciu rocznym, natomiast w Niemczech PKB ponownie nieznacznie się obniżył. Z kolei w Stanach Zjednoczonych aktywność gospodarcza w I kw. br. obniżyła się – w związku przede wszystkim z silnym ujemnym wkładem eksportu netto do dynamiki PKB, przy wciąż rosnącej konsumpcji i inwestycjach – co przełożyło się na spadek rocznej dynamiki PKB do 2,0%. Członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnim czasie Międzynarodowy Fundusz Walutowy zrewidował w dół prognozy wzrostu gospodarczego dla największych gospodarek. W szczególności bieżące prognozy dla Niemiec wskazują na kontynuację stagnacji w 2025 r. i wyraźniejsze ożywienie koniunktury dopiero w 2026 r., wspierane zapowiedzianą ekspansją fiskalną. Podkreślano przy tym, że w ostatnich latach prognozy wzrostu w Niemczech były wielokrotnie obniżane, oraz że gospodarka ta jest podatna na zmiany w polityce handlowej na świecie. Członkowie Rady wskazywali, że osłabienie perspektyw wzrostu na świecie przełożyło się na wyraźne obniżenie cen ropy naftowej.

Członkowie Rady podkreślali, że zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych inflacja kształtuje się w pobliżu celów inflacyjnych banków centralnych, przy czym inflacja bazowa pozostaje w tych gospodarkach wyższa od inflacji ogółem. Zwracano uwagę, że w kwietniu Europejski Bank Centralny obniżył stopy procentowe, a Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych od grudnia 2024 r. nie zmienia stóp procentowych.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce wskazywano, że napływające w ostatnim czasie dane były kolejny raz słabsze od oczekiwań, przy czym w części wynikało to z czynników sezonowych i kalendarzowych. Sprzedaż detaliczna w marcu br. obniżyła się w ujęciu rocznym, a w całym I kw. 2025 r. jej dynamika była istotnie niższa niż w IV kw. ub.r. Także produkcja budowlano-montażowa w marcu 2025 r. spadła w ujęciu rocznym. Z kolei roczna dynamika produkcji przemysłowej była dodatnia, ale niższa od oczekiwań rynkowych. Ponadto produkcja przemysłowa w I kw. br. kształtowała się na poziomie zbliżonym do notowanego na przełomie lat 2021-2022. Członkowie Rady oceniali, że łącznie dane miesięczne za I kw. 2025 r. sygnalizują, iż dynamika PKB w tym



okresie była prawdopodobnie niższa od oczekiwań z marcowej projekcji i nieco niższa niż w IV kw. 2024 r.

Omawiając perspektywy koniunktury członkowie Rady wskazywali, że tempo wzrostu w tym roku będzie zależało w dużej mierze od stopnia wykorzystania środków z UE, wpływających na dynamikę inwestycji. Niektórzy członkowie Rady wyrażali w tym kontekście opinię, że impuls inwestycyjny związany z napływem funduszy UE będzie słabszy niż wcześniej oceniano. Zaznaczano, że wobec relatywnie dobrej sytuacji na rynku pracy, perspektywy dla konsumpcji są nadal korzystne. Podkreślano, że istotnym czynnikiem niepewności pozostaje dynamika aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym zwłaszcza w Niemczech, która ma istotny wpływ na polski sektor przemysłowy i eksport. Członkowie Rady zaznaczali, że o ile przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2025 r. może być nieco słabsze niż wcześniej oceniano, to wciąż można oczekiwać wyższej dynamiki PKB w 2025 r. niż w 2024 r.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy zwracano uwagę, że utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal stopniowo się obniża, co powinno łagodzić presję płacową. Wskazywano, że w marcu 2025 r. dynamika wynagrodzeń w tej części gospodarki po raz kolejny się obniżyła. Podkreślano w szczególności, że stopniowo słabnie dynamika płac w przedsiębiorstwach usługowych, co wspiera ograniczenie presji cenowej w usługach rynkowych, a przez to sprzyja dezinflacji. Członkowie Rady zaznaczali jednak, że dynamika płac wciąż jest relatywnie wysoka.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym wskazywano, że w marcu br. roczna dynamika stanu kredytów dla przedsiębiorstw nieco spowolniła. Zwracano jednocześnie uwagę na przyspieszenie miesięcznego przyrostu kredytów dla gospodarstw domowych.

Podczas dyskusji na temat inflacji zaznaczano, że w kwietniu 2025 r. roczna dynamika cen konsumpcyjnych istotnie spowolniła. Do spadku inflacji w największym stopniu przyczynił się spadek rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (wynikający z wygaśnięcia efektu podniesienia podatku VAT na żywność w kwietniu ub.r.) oraz spadek rocznej dynamiki cen paliw (wynikający z obniżenia się cen ropy naftowej na rynkach światowych i deprecjacji dolara amerykańskiego). Uwzględniając dane GUS można szacować, że w kwietniu br. obniżyła się również inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć dynamika cen usług prawdopodobnie pozostała podwyższona.



Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady podkreślali, że zgodnie z najnowszymi prognozami inflacja CPI w 2025 r. może być istotnie niższa niż wskazywała projekcja marcowa. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że zgodnie z aktualnymi prognozami w III kw. 2025 r. inflacja CPI znajdzie się w przedziale odchyień od celu inflacyjnego. Wskazywano, że także prognozy analityków rynkowych na 2025 r. obniżyły się, a część członków Rady zaznaczała, że badania koniunktury sygnalizują niższe tempo wzrostu cen własnych producentów. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że ich zdaniem oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych pozostają podwyższone.

Jednocześnie podkreślano, że utrzymuje się niepewność co do poziomu cen energii w II połowie 2025 r. Wskazywano, że zgodnie z obowiązującymi regulacjami w nadchodzących kwartałach wsparcie dla odbiorców energii elektrycznej wygaśnie, co przy niezmienionym poziomie taryf oznaczałoby wzrost inflacji. Większość członków Rady zwracała jednak uwagę, że przedstawiciele rządu sygnalizują możliwość utrzymania administrowanych cen energii elektrycznej na niezmienionym poziomie, czemu mają sprzyjać notowania cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że wciąż nie przedstawiono formalnych decyzji w tej sprawie, co utrudnia ocenę wpływu cen energii na procesy inflacyjne w kolejnych kwartałach.

Członkowie Rady wskazywali, że czynnikiem proinflacyjnym pozostaje luźna polityka fiskalna. Podkreślano, że deficyt sektora finansów publicznych w 2024 r. był wyższy od wcześniejszych prognoz i okazał się być jednym z najwyższych wśród krajów Unii Europejskiej. Zwracano uwagę, że według prognoz rządowych w 2025 r. nie dojdzie w tym zakresie do wyraźnej poprawy, gdyż deficyt, w tym strukturalny, ma pozostać wysoki. Niektórzy członkowie Rady wyrażali nadzieję, że w 2026 r. dojdzie do konsolidacji fiskalnej. Członkowie Rady wskazywali jednak, że rząd dotychczas nie przedstawił żadnych działań zmierzających w tym kierunku, a jednocześnie złożył wnioski o skorzystanie z tzw. klauzuli wyjścia w ramach unijnych reguł fiskalnych, co może sugerować – zdaniem części członków Rady – brak zamiaru istotnego obniżenia deficytu w 2026 r.

Wśród czynników, które mogą utrudniać dalszy spadek inflacji, członkowie Rady wskazywali także na prognozowane przyspieszenie wzrostu gospodarczego w bieżącym roku. Ważny będzie w szczególności dalszy rozwój sytuacji na rynku pracy, w tym kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń. Wskazywano ponadto, że istotnym



czynnikiem niepewności jest dalszy rozwój sytuacji geopolitycznej, w tym przebieg rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie. Członkowie Rady zaznaczali, że w tych uwarunkowaniach konieczne jest nadal prowadzenie polityki pieniężnej nakierowanej na trwałe obniżenie inflacji do celu NBP.

Większość członków Rady oceniła, że biorąc pod uwagę napływające informacje, w tym niższą bieżącą i prognozowaną inflację, obniżenie się dynamiki płac oraz słabsze dane o koniunkturze, uzasadnione stało się dostosowanie poziomu stóp procentowych NBP. Członkowie Rady wskazywali, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Czynnikiem niepewności pozostaje kształtowanie się presji popytowej i sytuacji na rynku pracy w kolejnych kwartałach, poziom administrowanych cen nośników energii oraz dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej. Źródłem niepewności jest również kształtowanie się inflacji na świecie, w tym ze względu na zmiany polityki handlowej głównych gospodarek.

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 obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,5 punktu procentowego, tj. do poziomu 5,25%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 5,75%; stopa depozytowa 4,75%; stopa redyskontowa weksli 5,30%; stopa dyskontowa weksli 5,35%.

Data publikacji: 6 czerwca 2025 r.