



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

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w strefie euro w II kw. 2025 r. roczna dynamika PKB była prawdopodobnie zbliżona do odnotowanej w I kw. br. Zwracano uwagę na pewną poprawę nastrojów w niemieckiej gospodarce, przy czym poprawa koniunktury nie jest tam jeszcze widoczna w danych o produkcji. Podkreślano, że istotne ożywienie PKB w Niemczech oczekiwane jest dopiero w kolejnych latach, w związku z planowaną ekspansją fiskalną. Jednocześnie dane napływające ze Stanów Zjednoczonych również sygnalizują, że w II kw. 2025 r. roczna dynamika PKB była podobna do odnotowanej w I kw. br., przy czym mogła temu towarzyszyć podwyższona zmienność importu, który na początku roku wyraźnie wzrósł – w oczekiwaniu na podniesienie ceł – po czym prawdopodobnie się obniżył.

Członkowie Rady podkreślali, że w ostatnim okresie inflacja w strefie euro była zgodna z celem Europejskiego Banku Centralnego, a w Stanach Zjednoczonych była zbliżona do celu Rezerwy Federalnej, przy czym inflacja bazowa w tych gospodarkach jest wyższa od inflacji ogółem. W tym kontekście wskazywano, że eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie w czerwcu br. skutkowałą przejściowym wzrostem cen ropy naftowej na rynkach światowych, jednak ceny te powróciły następnie do poziomów notowanych w kwietniu i maju. W tych warunkach EBC w czerwcu po raz kolejny obniżył stopy procentowe, a Fed utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce zaznaczano, że w maju 2025 r. sprzedaż detaliczna wzrosła o 4,4% r/r, i choć wzrost ten był wyraźnie mniejszy niż w kwietniu, gdy podbijały go efekty kalendarzowe, to był nieco wyższy od oczekiwań rynkowych. Z kolei produkcja przemysłowa wzrosła o 3,9% r/r, przy czym wzrost okazał się niższy od oczekiwań rynkowych. Natomiast produkcja budowlano-montażowa po raz kolejny spadła w ujęciu rocznym. Członkowie Rady zwracali uwagę, że w czerwcu br. obniżył się wskaźnik PMI. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na słabe wskaźniki koniunktury dotyczące budownictwa mieszkaniowego. Łącznie – na podstawie dotychczas dostępnych danych – szacowano, że roczna dynamika PKB w II kw. 2025 r. prawdopodobnie nieco wzrosła.

Omawiając perspektywy dla wzrostu gospodarczego, członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z lipcową projekcją w 2025 r. wzrost PKB przyspieszy do 3,6%, przy czym



istotnym czynnikiem ryzyka dla tej prognozy jest tempo i skala wykorzystania środków z Krajowego Planu Odbudowy. Według projekcji w kolejnych latach dynamika aktywności gospodarczej może nieco spowolnić. W szczególności inwestycje, po spodziewanym silnym wzroście w latach 2025-2026, pod koniec horyzontu projekcji mogą się obniżyć. Wzrost konsumpcji również prawdopodobnie spowolni, jednak wobec oczekiwanego wciąż solidnego wzrostu płac realnych, spadek dynamiki konsumpcji będzie umiarkowany. Wkład eksportu netto do dynamiki PKB powinien natomiast stopniowo się poprawiać.

W trakcie dyskusji dotyczącej rynku pracy oceniano, że wzrost dynamiki aktywności gospodarczej nie przełożył się dotychczas na ożywienie popytu na pracę – o ile bezrobocie pozostaje bardzo niskie, to zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w maju 2025 r. spadło zarówno w ujęciu rocznym, jak i względem kwietnia i spadek ten dotyczył większości branż. Zwracano uwagę, że – po silnym wzroście w kwietniu – w maju roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do 8,4%. Argumentowano, że najnowsze wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw sugerują słabnięcie presji płacowej. Część członków Rady podkreślała przy tym konieczność monitorowania dynamiki wynagrodzeń w kontekście presji inflacyjnej.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym wskazywano, że w ostatnim czasie roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych pozostaje stabilna, rośnie z kolei dynamika kredytów dla przedsiębiorstw, w szczególności inwestycyjnych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że relacja zadłużenia sektora prywatnego z tytułu kredytów bankowych do PKB w Polsce jest wciąż niska.

Podczas dyskusji na temat inflacji wskazywano, że w czerwcu 2025 r. roczna dynamika cen konsumpcyjnych ukształtowała się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w maju i wyniosła 4,1% (wobec 4,0% w maju). Wskazywano jednocześnie, że patrząc na dane kwartalne inflacja obniżyła się z 4,9% w I kw. 2025 r. do 4,1% w II kw. br. Część członków Rady podkreślała, że w kierunku wyższego wskaźnika CPI oddziałują czynniki regulowane i administrowane, podczas gdy presja popytowa jest ograniczona. Ponadto, zdaniem części członków Rady, ograniczona jest również presja kosztowa, o czym świadczy utrzymująca się ujemna dynamika wskaźnika PPI. Natomiast niektórzy członkowie Rady oceniali, że wciąż relatywnie duża część koszyka konsumpcyjnego wykazuje podwyższoną dynamikę cen.



Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady podkreślali, że projekcja lipcowa sygnalizuje poprawę perspektyw dla kształtowania się inflacji względem projekcji z marca. Według lipcowej projekcji dynamika cen konsumpcyjnych w III kw. 2025 r. obniży się poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, a większość członków Rady zaznaczała, że powrót inflacji do poziomu zgodnego z celem NBP nastąpi najprawdopodobniej już w lipcu 2025 r. Zwracano równocześnie uwagę na wiele czynników niepewności związanych z projekcją, które dotyczą m.in. polityki fiskalnej, presji popytowej i sytuacji na rynku pracy, inflacji na świecie i cen surowców, a także krajowych decyzji administracyjnych oraz regulacji europejskich, w tym ewentualnego wprowadzenia systemu ETS2.

Wskazywano w szczególności, że zgodnie z projekcją – zakładającą wzrost cen energii elektrycznej do obecnie obowiązujących taryf – w IV kw. br. inflacja może znów wzrosnąć. Jednak w związku z procedowaniem projektu ustawy przedłużającej mrożenie cen prądu scenariusz ten może ulec zmianie. Szacowano, że gdyby projektowana ustawa weszła w życie, wówczas inflacja mogłaby być zgodna z celem inflacyjnym NBP także w IV kw. 2025 r. Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii w najbliższych kwartałach ma być stabilna, ze względu na wysoką dynamikę opłat za wywóz śmieci, zaopatrywanie w zimną wodę i odprowadzanie nieczystości, a także podwyższoną dynamikę cen towarów akcyzowych ze względu na wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe i ich substytuty. Natomiast w kolejnych latach – według projekcji – inflacja bazowa powinna stopniowo spadać, czemu będzie sprzyjać hamowanie wzrostu wynagrodzeń i ograniczona krajowa presja popytowa, a także umiarkowana dynamika cen importu związana z niską inflacją za granicą. Zdaniem członków Rady scenariusz ten wspiera utrzymująca się podwyższona skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania oraz słaba koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że przez większość horyzontu projekcji krajowa luka popytowa jest ujemna.

Na posiedzeniu podkreślano, że czynnikiem proinflacyjnym w krajowej gospodarce pozostaje luźna polityka fiskalna, zwłaszcza wobec braku sygnałów dotyczących jej zacieśnienia. W 2024 r. deficyt sektora finansów publicznych wzrósł do 6,6% PKB. Jednocześnie według prognoz Komisji Europejskiej w 2025 r. deficyt wyniesie 6,4% PKB, a najprawdopodobniej również w 2026 r. nie nastąpi zacieśnienie fiskalne i deficyt strukturalny pozostanie wysoki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że przestrzeń do prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej może być ograniczona i w



związku z tym oczekują oni pewnej poprawy sytuacji fiskalnej w kolejnych latach. Członkowie ci oceniali także, że wydatki publiczne przeznaczone na zakup uzbrojenia za granicą nie zwiększają presji inflacyjnej w krajowej gospodarce. Jednocześnie inni członkowie Rady oceniali, że zwiększone wydatki na obronność realizowane w kraju mogą mieć działanie proinflacyjne.

Członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z dostępnymi prognozami inflacja CPI w najbliższych miesiącach obniży się poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Biorąc to pod uwagę, a także wobec poprawy średniookresowych perspektyw kształtowania 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 niepewności pozostaje kształt polityki fiskalnej, zmiany presji popytowej i sytuacji na rynku pracy w kolejnych kwartałach oraz poziom administrowanych cen nośników energii. 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 cen usług, 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 0,25 punktu procentowego, tj. do poziomu 5,00%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 5,50%; stopa depozytowa 4,50%; stopa redyskontowa weksli 5,05%; stopa dyskontowa weksli 5,10%.

Data publikacji: 28 sierpnia 2025 r.