



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

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że globalna aktywność gospodarcza rośnie w tempie zbliżonym do wieloletniej średniej. Na podstawie dostępnych informacji szacowano, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w ujęciu rocznym był w III kw. 2025 r. podobny jak w II kw. 2025 r. Zwracano uwagę, że ostatnio zwiększyły się obroty w światowym handlu. Jednocześnie w strefie euro roczna dynamika PKB w III kw. 2025 r. nieznacznie spowolniła (do 1,4%). Zaznaczano, że w najbliższym otoczeniu Polski bieżąca koniunktura jest nadal słaba. Przede wszystkim niemiecka gospodarka jest wciąż bliska stagnacji. Według prognoz wzrost PKB w Niemczech w 2026 r. ma przyspieszyć do około 1% pod wpływem impulsu fiskalnego. Podkreślano jednak, że prognozy ożywienia w gospodarce niemieckiej są niepewne, zwłaszcza wobec problemów strukturalnych tej gospodarki.

Członkowie Rady wskazywali, że procesy cenowe za granicą sprzyjają niskiej inflacji w Polsce. W strefie euro wskaźnik HICP utrzymuje się w pobliżu celu Europejskiego Banku Centralnego i według prognoz w przyszłym roku może spaść poniżej 2%. Wskazywano też na dezinflacyjny impuls z globalnych rynków surowcowych i napływ tanich towarów z Chin do Europy. W tych warunkach EBC utrzymuje stopy procentowe bez zmian. Z kolei Rezerwa Federalna w październiku 2025 r. obniżyła stopy procentowe ze względu na pewne pogorszenie sytuacji na amerykańskim rynku pracy, choć inflacja w Stanach Zjednoczonych kształtuje się wciąż powyżej celu inflacyjnego Fed.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce zaznaczano, że koniunktura pozostaje dobra, a jednocześnie nie występuje nadmierna presja popytowa. W III kw. 2025 r. PKB – według wstępnego szacunku GUS – wzrósł o 3,8% r/r, jednak roczna dynamika konsumpcji spowolniła wobec poprzedniego kwartału. Z kolei inwestycje wzrosły, po spadku w poprzednim kwartale. Zwracano uwagę, że dynamika inwestycji wykazuje podwyższoną zmienność w ostatnich kwartałach. Jednocześnie, pomimo słabej koniunktury w Niemczech, dynamika polskiego eksportu przyspieszyła. Również dane o sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w październiku 2025 r. były korzystne.

W trakcie dyskusji dotyczącej rynku pracy zaznaczano, że mimo rosnącej aktywności gospodarczej, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal powoli, ale systematycznie,



się obniża. Towarzyszy temu nieznaczny wzrost bezrobocia, w tym bezrobocia według BAEL. Niemniej zaznaczano, że bezrobocie nadal jest bardzo niskie.

Członkowie Rady podkreślali, że dynamika wynagrodzeń się obniża i według listopadowej projekcji proces ten powinien postępować. W III kw. 2025 r. płace w gospodarce narodowej wzrosły o 7,5% r/r wobec 8,8% r/r w II kw. 2025 r. Spowolnienie w znacznej mierze wynikało z dostosowania w sektorze przedsiębiorstw, gdzie roczna dynamika płac obniżyła się o ponad 2 punkty procentowe do poziomu 7,1%. W październiku 2025 r. nastąpił jej dalszy spadek, do 6,6%. Wraz ze spadkiem zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oznacza to wyraźne hamowanie wzrostu funduszu płac, co zdaniem większości członków Rady powinno ograniczać presję popytową. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że realna dynamika roczna wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w październiku 2025 r. była nadal wyższa od wieloletniej średniej. Część członków Rady zwracała uwagę, że według dostępnych badań ankietowych przedsiębiorstw obniżyły się presja płacowa i średnia skala planowanych podwyżek.

Analizując sytuację na rynku kredytowym zwracano uwagę na stopniowy wzrost kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Podkreślano jednak, że wielkość kredytów w odniesieniu do PKB pozostaje niska – zarówno w ujęciu historycznym, jak i międzynarodowym. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że pomimo spadku oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach, przyrost tych kredytów jest umiarkowany. Członkowie ci argumentowali również, że obserwowany wzrost kredytów mieszkaniowych nie powinien być czynnikiem istotnie napędzającym dynamikę aktywności gospodarczej.

Podczas dyskusji na temat inflacji wskazywano, że od kilku miesięcy dynamika CPI jest zgodna z celem inflacyjnym NBP i w listopadzie 2025 r. jeszcze się obniżyła. Uwzględniając dostępne dane GUS szacowano, że ponownie obniżyła się również inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii.

Jednocześnie członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnich miesiącach obniżyła się roczna dynamika cen usług. Większość członków Rady podkreślała, że czynnikiem, który będzie wspierał dalsze hamowanie dynamiki cen usług, jest spowalnianie wzrostu wynagrodzeń. Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że popyt na część usług jest nadal silny, co może oddziaływać w kierunku wzrostu ich cen. Jednocześnie ceny towarów rynkowych obniżają się, przy ujemnej rocznej dynamice cen produkcji sprzedanej



przemysłu, która w październiku 2025 r. się pogłębiła. Wskazywano, że do spadku inflacji CPI w listopadzie przyczynił się również spadek rocznej dynamiki cen żywności.

Na posiedzeniu zwracano uwagę, że według danych Eurostat za październik 2025 r., inflacja bazowa HICP (wskaźnik z wyłączeniem cen energii, żywności, alkoholu i wyrobów tytoniowych) w Polsce jest najniższa w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, a także niższa niż w Niemczech i strefie euro oraz niższa od średniej w Unii Europejskiej. Wskazywano również, że od początku 2025 r. skala spadku rocznego wskaźnika inflacji CPI była większa od skali obniżek stopy referencyjnej NBP. Z kolei niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że roczna dynamika cen niektórych kategorii dóbr konsumpcyjnych jest nadal podwyższona.

Omawiając perspektywy inflacji, członkowie Rady podkreślali, że według prognoz w kolejnych kwartałach dynamika CPI pozostanie zgodna z celem inflacyjnym NBP, przy czym na jej kształtowanie będą wpływały m.in. decyzje administracyjne w zakresie cen energii. Jednocześnie zaznaczano, że spadek inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii w ostatnim okresie sugeruje, iż w kolejnych kwartałach powinna być ona niższa niż wskazywała listopadowa projekcja.

Członkowie Rady podkreślali, że prognozowana ścieżka inflacji jest obarczona niepewnością. W szczególności niepewna jest skala i wpływ na procesy cenowe oczekiwanego ożywienia popytu w związku z kumulacją wydatkowania środków z Krajowego Programu Odbudowy, a także dalsze kształtowanie się popytu konsumpcyjnego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że według listopadowej projekcji luka popytowa w kolejnych kwartałach powinna pozostać zbliżona do zera. Jednocześnie zaznaczano, że niepewne jest przyszłe kształtowanie się sytuacji zewnętrznej, w tym światowych cen surowców oraz inflacji i koniunktury za granicą. Część członków Rady zwracała również uwagę na niepewność związaną ze zmianami cen na początku roku oraz z zaplanowanymi na 2026 r. aktualizacjami systemu klasyfikacji wydatków gospodarstw domowych i systemu wag stosowanych w obliczeniach wskaźnika CPI.

Część członków Rady wskazywała, że utrzymujący się wysoki deficyt sektora finansów publicznych, zwłaszcza przy dobrej koniunkturze gospodarczej, ogranicza przestrzeń dla luzowania polityki pieniężnej.

Biorąc pod uwagę kształtowanie się inflacji oraz jej perspektywy w kolejnych kwartałach, 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 perspektyw inflacji pozostają kształt polityki fiskalnej, ożywienie popytu w gospodarce, a także kształtowanie się dynamiki płac, cen energii oraz inflacji na świecie.

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 4,00%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 4,50%; stopa depozytowa 3,50%; stopa redyskontowa weksli 4,05%; stopa dyskontowa weksli 4,10%.

Data publikacji: 16 stycznia 2026 r.