



SEJM
RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ
X kadencja
Narodowy Bank Polski
DG.WP.400.1.2025.972.AD

Druk nr 1754
Warszawa, 23 września 2025 r.

Pan
Szymon Hołownia
Marszałek Sejmu
Rzeczypospolitej Polskiej

Szanowny Panie Marszałku,
zgodnie z art. 12 ust. 1 Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim
przekazuję

- Założenia polityki pieniężnej na rok 2026

uchwalone przez Radę Polityki Pieniężnej 2 września 2025 r.

Z poważaniem

(-) Adam Glapiński



NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Założenia polityki pieniężnej na rok 2026

Warszawa, 2025

Formułując *Założenia polityki pieniężnej na rok 2026* Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Rada”, wypełnia zobowiązanie zawarte w art. 227 ust. 6 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej do corocznego ustalenia założeń polityki pieniężnej i przedłożenia ich do wiadomości Sejmowi.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2026* Rada utrzymała dotychczasową strategię polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego, zwanego dalej „NBP”. Głównym ustawowym celem polityki pieniężnej pozostaje zapewnienie stabilności cen. Jednocześnie polityka pieniężna będzie prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego.

NBP będzie nadal wykorzystywał strategię średniookresowego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyłeń o szerokości ± 1 punktu procentowego. Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej pozostaną stopy procentowe NBP. Polityka pieniężna będzie nadal realizowana w warunkach płynnego kursu walutowego. NBP nie wyklucza jednak interwencji na rynku walutowym. Zakres, sposób oraz skala wykorzystywania przez NBP instrumentów polityki pieniężnej będą uwzględniać w elastyczny sposób występujące uwarunkowania jej prowadzenia, w tym w szczególności uwarunkowania rynkowe, a także następstwa ekonomiczne silnych globalnych szoków z ostatnich lat.

Spis treści

Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej	4
Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2026 r.	6
Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2026 r.	9

Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej

Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. z 1997 r. poz. 483, z 2001 r. poz. 319, z 2006 r. poz. 1471 oraz z 2009 r. poz. 946) „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2022 r. poz. 2025) w art. 3 ust. 1 stanowi, że „Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”.

Realizując podstawowe zobowiązania NBP, zawarte w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej oraz ustawie o Narodowym Banku Polskim, Rada dąży do utrzymania stabilności cen. Jednocześnie polityka pieniężna jest prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego.

Rada dąży do zapewnienia stabilności cen, wykorzystując strategię celu inflacyjnego. W ramach tej strategii od 2004 r. celem polityki pieniężnej jest utrzymanie inflacji – rozumianej jako procentowa roczna zmiana indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych – na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości ± 1 punktu procentowego w średnim okresie.

Średniookresowy charakter celu inflacyjnego oznacza, że – ze względu na szoki makroekonomiczne i finansowe – inflacja może okresowo kształtować się powyżej lub poniżej celu, w tym również poza określonym przedziałem odchyień od celu. Reakcja polityki pieniężnej na szoki jest elastyczna i zależy od ich przyczyn oraz oceny trwałości ich skutków, w tym wpływu na procesy inflacyjne. W szczególności istotny może być rodzaj szoków, w tym czy są one związane ze zmianami podaży czy popytu. Zwykle w przypadku szoków podażowych inflacja i dynamika produkcji zmieniają się w przeciwnych kierunkach, natomiast szoki popytowe wpływają na dynamikę cen i aktywności gospodarczej w tym samym kierunku.

W przypadku odchylenia inflacji od celu Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej lub finansowej. Decydując o zmianach parametrów prowadzonej polityki pieniężnej Rada bierze pod uwagę dostosowania cenowe zachodzące w gospodarce, których źródła znajdują się poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. W obecnych warunkach te dostosowania są związane przede wszystkim z efektami silnych globalnych szoków gospodarczych z ostatnich lat wywołanych pandemią COVID-19 oraz zbrojną agresją Rosji na Ukrainę, a także ze skutkami zachodzących w gospodarce zmian strukturalnych, w tym transformacji energetycznej oraz z procesem doganiania przez Polskę bardziej rozwiniętych gospodarek (tj. procesem konwergencji).

Realizowana przez Radę strategia polityki pieniężnej zakłada elastyczność w zakresie stosowanych instrumentów. Oznacza to, że instrumentarium NBP może być dostosowywane do natury występujących w gospodarce zaburzeń oraz uwarunkowań rynkowych. Elastyczne

kształtowanie instrumentów polityki pieniężnej sprzyja efektywnemu działaniu mechanizmu transmisji oraz stabilności makroekonomicznej i finansowej.

Podjmując decyzje w zakresie polityki pieniężnej, Rada bierze pod uwagę opóźnienia, z jakimi wpływają one na gospodarkę. Długość opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji w zakresie parametrów polityki pieniężnej do zaobserwowania jej najsilniejszego wpływu na wielkości realne (m.in. produkcję i zatrudnienie) oraz inflację, wynosi kilka kwartałów i może zmieniać się w czasie. Ponadto polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności, dotyczącej w szczególności przyszłego kształtowania się sytuacji gospodarczej.

Stabilizowanie inflacji na niskim poziomie jest ważnym, ale niewystarczającym warunkiem utrzymania równowagi w gospodarce, która z kolei sprzyja utrzymaniu stabilności cen w długim okresie. Zagroženiem dla stabilności cen w długim okresie mogą być nierównowagi w sektorze finansowym. Nierównowagom tym powinna przeciwdziałać przede wszystkim polityka makroostrożnościowa nakierowana na ograniczenie ryzyka systemowego i wspieranie w ten sposób długookresowego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Ma to znaczenie zwłaszcza w warunkach znacznej swobody przepływu kapitału i integracji rynków finansowych. Prowadzona przez Radę polityka wspiera działania polityki makroostrożnościowej, w tym sprzyja utrzymaniu stabilności systemu finansowego i ogranicza ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, uwzględniając kształtowanie się cen aktywów (w tym cen nieruchomości) oraz dynamikę akcji kredytowej, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP.

Oprócz polityki pieniężnej i makroostrożnościowej istotną rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej pełni także polityka fiskalna. Dla zachowania stabilności makroekonomicznej niezbędne jest prowadzenie polityki fiskalnej, która łagodzi wpływ szoków na gospodarkę i jednocześnie zapewnia długookresową stabilność finansów publicznych.

Rada realizuje strategię celu inflacyjnego w warunkach płynnego kursu walutowego. Reżim płynnego kursu nie wyklucza interwencji na rynku walutowym, gdy jest to uzasadnione przez warunki rynkowe lub sprzyja zapewnieniu stabilności makroekonomicznej lub finansowej kraju.

Ważnym elementem wykorzystywanej przez Radę strategii celu inflacyjnego jest komunikacja z otoczeniem. Z tego względu decyzje Rady wraz z ich uwarunkowaniami są przedstawiane w *Informacjach po posiedzeniach Rady*, a także w *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady*, *Raportach o inflacji*, *Założeniach polityki pieniężnej* i *Sprawozdaniu z wykonania założeń polityki pieniężnej*. Ponadto decyzje Rady i ich uwarunkowania mogą być wyjaśniane przez Prezesa NBP podczas konferencji prasowych, a także w indywidualnych wypowiedziach Prezesa NBP i członków Rady.

Zgodnie z przyjętą strategią, w 2026 r. parametry polityki pieniężnej, w tym poziom stóp procentowych NBP, będą dostosowywane do sytuacji w gospodarce tak, aby zapewnić długookresową stabilność cen i jednocześnie wspierać zrównoważony wzrost gospodarczy oraz stabilność systemu finansowego.

Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2026 r.

Uwarunkowania stosowania instrumentów polityki pieniężnej

W 2026 r. zakres, sposób oraz skala wykorzystywania przez NBP instrumentów polityki pieniężnej będą uwzględniać uwarunkowania towarzyszące jej prowadzeniu. Podobnie jak w latach poprzednich, instrumenty polityki pieniężnej mogą być wykorzystywane w sposób elastyczny, odzwierciedlający zmieniające się uwarunkowania makroekonomiczne i rynkowe.

Istotny wpływ na sposób oraz zakres stosowania przez NBP instrumentów polityki pieniężnej w 2026 r. będzie mieć przewidywane przez bank centralny utrzymywanie się nadpłynności w krajowym sektorze bankowym. Z tego powodu, podobnie jak w latach poprzednich, instrumenty polityki pieniężnej NBP w ujęciu netto będą mieć charakter absorbujący płynność. W kierunku wzrostu poziomu płynności w 2026 r. oddziaływać będzie skup walut obcych dokonywany przez NBP, przede wszystkim od Ministerstwa Finansów. W kierunku ograniczenia poziomu płynności oddziaływać będzie sprzedaż walut obcych przez NBP, głównie na potrzeby Komisji Europejskiej, oraz przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu.

W 2026 r. celem operacyjnym polityki pieniężnej NBP będzie kształtowanie stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Ze względu na uwarunkowania rynkowe poziom stawki POLONIA może odchyłać się od poziomu stopy referencyjnej NBP w ramach korytarza między stopą depozytową a lombardową NBP.

Stopy procentowe

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej w 2026 r. będą stopy procentowe NBP.

Stopa referencyjna NBP będzie określać rentowność podstawowych operacji otwartego rynku przeprowadzanych przez NBP, wpływając jednocześnie na poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych.

Stopa lombardowa NBP będzie wyznaczać oprocentowanie kredytu lombardowego oferowanego przez NBP, umożliwiające pozyskiwanie środków z banku centralnego na termin *overnight*.

Stopa depozytowa NBP będzie determinować oprocentowanie depozytu, umożliwiające lokowanie w NBP środków na termin *overnight*.

Stopa dyskontowa weksli będzie określać oprocentowanie kredytu wekslowego.

Operacje otwartego rynku

Głównym instrumentem służącym realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej będą podstawowe operacje otwartego rynku. Za pomocą operacji podstawowych NBP będzie oddziaływać na warunki płynnościowe w sektorze bankowym, a w konsekwencji na poziom stawki POLONIA. Operacje te standardowo będą przeprowadzane w sposób regularny, raz w tygodniu, co do zasady z 7-dniowym terminem zapadalności. Na przetargach operacji podstawowych będzie obowiązywać stała rentowność, równa stopie referencyjnej NBP. Ze względu na przewidywane utrzymywanie się w 2026 r. nadpłynności w sektorze bankowym, operacje te będą polegać na emisji bonów pieniężnych NBP. Sposób prowadzenia operacji podstawowych może zostać zmodyfikowany, jeśli będzie to uzasadnione zmianą warunków rynkowych lub parametrów polityki pieniężnej NBP.

Operacje dostrajające będą stanowić instrument uzupełniający operacje podstawowe w zakresie realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej NBP. Przestanką zastosowania tych operacji może być potrzeba zasilenia sektora bankowego w płynność lub absorpcji płynności. W ramach operacji zasilających, NBP może oferować transakcje *repo*, a także dokonywać przedterminowego wykupu bonów pieniężnych NBP. W przypadku operacji absorbujących, bank centralny może stosować emisję bonów pieniężnych NBP, a także oferować transakcje *reverse repo*. Zapadalność, rentowność oraz sposób przeprowadzania tych operacji będą adekwatne do celu ich zastosowania.

Operacje strukturalne mogą być przeprowadzane w celu długoterminowej zmiany struktury płynności w sektorze bankowym, jak również dla zapewnienia płynności rynku wtórnego dłużnych papierów wartościowych lub wzmocnienia mechanizmu transmisji monetarnej. W ramach operacji strukturalnych NBP może przeprowadzać skup lub sprzedaż dłużnych papierów wartościowych na rynku wtórnym, a także dokonywać emisji obligacji NBP.

Rezerwa obowiązkowa

System rezerwy obowiązkowej będzie sprzyjać realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej NBP, oddziałując w kierunku stabilizacji stawki POLONIA. Uśredniony mechanizm utrzymywania rezerwy będzie stwarzać podmiotom rezerwy swobodę decydowania o poziomie środków gromadzonych na rachunkach w banku centralnym w poszczególnych dniach okresu utrzymywania rezerwy, pod warunkiem utrzymania średniego stanu środków na rachunkach w NBP na poziomie nie niższym od wartości rezerwy wymaganej. Rezerwa obowiązkowa będzie ograniczać jednocześnie skalę operacji otwartego rynku przeprowadzanych w celu absorpcji nadpłynności.

Poziom stóp rezerwy obowiązkowej będzie uzależniony od warunków prowadzenia polityki pieniężnej w 2026 r.

Operacje depozytowo-kredytowe

Oferowanie przez NBP operacji depozytowo-kredytowych będzie mieć na celu ograniczanie skali wahań stawki POLONIA, poprzez stabilizowanie warunków płynnościowych w sektorze bankowym.

Kredyt lombardowy będzie pozwalać na pozyskiwanie środków z NBP w każdym dniu operacyjnym na termin *overnight*. Kredyt ten będzie zabezpieczany aktywami akceptowanymi przez bank centralny, których lista będzie publikowana na stronie internetowej NBP¹. Oprocentowanie tego instrumentu, wyznaczając koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym, będzie stanowić, co do zasady, górne ograniczenie rentowności transakcji o terminie *overnight* zawieranych na rynku międzybankowym.

Depozyt na koniec dnia będzie umożliwiać lokowanie, w każdym dniu operacyjnym, nadwyżek środków w banku centralnym na termin *overnight*. Oprocentowanie tego instrumentu będzie określać, co do zasady, dolne ograniczenie rentowności transakcji o terminie *overnight* zawieranych na rynku międzybankowym.

Szerokość korytarza pomiędzy stopą depozytową a lombardową NBP będzie kształtowana w sposób sprzyjający efektywnej transmisji polityki pieniężnej, przy uwzględnieniu sprawnego funkcjonowania rynku krótkoterminowych depozytów międzybankowych.

Kredyt wekslowy

NBP może oferować kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przez banki przedsiębiorcom.

Swapy walutowe

NBP może przeprowadzać swapy walutowe. Swap walutowy polega na tym, że NBP kupuje (lub sprzedaje) złote za walutę obcą na rynku kasowym i jednocześnie odsprzedaże (lub odkupuje) je w ramach transakcji terminowej w określonej dacie.

Interwencje walutowe

NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

¹ <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/wskazniki-i-rynki/kredyt-lombardowy-i-repo>

Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2026 r.

Uwarunkowania zewnętrzne

W I połowie 2025 r. dynamika aktywności w gospodarce światowej pozostawała umiarkowana. Dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych obniżyła się w porównaniu z 2024 r., natomiast w strefie euro – choć wzrosła w stosunku do 2024 r. – to nadal była niższa niż w Stanach Zjednoczonych. W gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro koniunktura była zróżnicowana. W wielu gospodarkach PKB wspierała rosnąca konsumpcja, której sprzyjała korzystna sytuacja na rynkach pracy, z kolei czynnikiem ograniczającym inwestycje była niepewność, w tym związana z sytuacją geopolityczną oraz ze zmianami w polityce handlowej głównych gospodarek.

W I połowie 2025 r. inflacja przeciętnie na świecie obniżała się. W II kw. 2025 r. dynamika cen w strefie euro znalazła się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym Europejskiego Banku Centralnego. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych, a także w krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro, inflacja w I połowie 2025 r. nadal kształtowała się powyżej celów banków centralnych. Obniżaniu się inflacji sprzyjał spadek cen ropy naftowej, a także wcześniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne oraz umiarkowana dynamika popytu w gospodarce światowej. Natomiast inflacja bazowa w wielu gospodarkach pozostawała podwyższona, pomimo pewnego spadku.

Dostępne prognozy wskazują na utrzymanie się umiarkowanego tempa wzrostu w gospodarce światowej. W Stanach Zjednoczonych, po okresie relatywnie wysokiego wzrostu w poprzednich latach, prognozy sugerują pewne spowolnienie dynamiki PKB w 2025 r. i utrzymanie się jej na podobnym poziomie w 2026 r. Z kolei w strefie euro wzrost gospodarczy w 2025 r. oraz w 2026 r. ma być wyższy niż w poprzednich dwóch latach. Oczekuje się, że także wzrost w krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro przyspieszy w latach 2025-2026 w porównaniu z 2024 r.

Zgodnie z aktualnymi prognozami inflacja na świecie ma się obniżyć. W szczególności w Stanach Zjednoczonych – po oczekiwanym przejściowym wzroście w II połowie 2025 r. – w 2026 r. inflacja ma obniżyć się w kierunku celu Rezerwy Federalnej. Z kolei w strefie euro dynamika cen w 2026 r. może tymczasowo spaść nieco poniżej celu Europejskiego Banku Centralnego. Również w krajach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja ma się obniżyć.

Uwarunkowania krajowe

Wzrost aktywności w polskiej gospodarce w I połowie 2025 r. nieco przyspieszył w porównaniu do 2024 r., w tym wzrosła dynamika inwestycji. Wzrostowi konsumpcji prywatnej sprzyjała

korzystna sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie oraz wysoka – choć niższa niż w 2024 r. – dynamika wynagrodzeń. Jednocześnie czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu polskiej gospodarki był słaby popyt zagraniczny, związany ze stagnacją w Niemczech. W efekcie, wkład eksportu netto do PKB pozostał ujemny.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w I połowie 2025 r. była podwyższona. Było to przede wszystkim efektem znacznego wzrostu administrowanych cen energii (na skutek ich częściowego odmrożenia od lipca 2024 r. i podwyższenia taryf na dystrybucję gazu ziemnego od stycznia 2025 r.). W tym samym kierunku oddziaływał wzrost części pozostałych cen administrowanych (tj. opłat za zaopatrywanie w zimną wodę i kanalizację oraz za wywóz śmieci) oraz wysoka dynamika cen towarów akcyzowych związana z podwyżkami akcyzy na wyroby tytoniowe. Roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych w I połowie 2025 r. również była wyższa niż w 2024 r. (m.in. w wyniku przywrócenia w kwietniu ub.r. 5% stawki VAT na podstawowe produkty spożywcze). Wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii stopniowo się obniżał, mimo wciąż wysokiej dynamiki cen usług.

Prognozy sygnalizują utrzymanie się wzrostu PKB w II połowie 2025 r. na poziomie zbliżonym do I połowy 2025 r. Następnie wzrost aktywności gospodarczej ma nieco spowolnić, przy czym zarówno w 2025 r., jak i 2026 r. PKB będzie wspierany przez rosnące inwestycje. Wzrostowi konsumpcji będzie sprzyjać korzystna sytuacja na rynku pracy, w tym niska stopa bezrobocia, przy oczekiwanym stopniowym obniżaniu się dynamiki wynagrodzeń. Jednocześnie czynnikiem wpływającym na tempo wzrostu gospodarczego będzie kształtowanie się koniunktury za granicą, w tym w Niemczech.

W lipcu 2025 r. inflacja CPI w Polsce obniżyła się poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Kształtowanie się inflacji w kolejnych kwartałach będzie w znacznej mierze uzależnione od dynamiki administrowanych cen energii, zwłaszcza wobec oczekiwanego jedynie powolnego obniżania się inflacji bazowej. Dostępne prognozy wskazują, że w 2026 r. średnioroczna dynamika cen konsumpcyjnych, w tym również inflacja bazowa, będzie niższa niż w 2025 r.

Główne czynniki niepewności

Zarysowany scenariusz makroekonomiczny obarczony jest niepewnością.

Spośród czynników zewnętrznych istotne będzie kształtowanie się aktywności ekonomicznej w strefie euro, w tym w Niemczech. Źródłem niepewności w tym kontekście są zmiany polityki handlowej największych gospodarek. Utrzymuje się też niepewność związana z sytuacją geopolityczną, a przede wszystkim z dalszym przebiegiem rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie.

Znaczącym czynnikiem niepewności dla inflacji w Polsce jest kształtowanie się cen administrowanych, w tym zwłaszcza poziom nowych taryf na energię elektryczną, gaz i energię

cieplną. Niepewność w zakresie cen energii wynika również ze zmian cen surowców na rynkach światowych.

W kontekście krajowej koniunktury ważnym źródłem niepewności jest również przyszła dynamika inwestycji, która w znacznej mierze będzie zależna od stopnia wykorzystania środków unijnych oraz perspektyw popytu. Z kolei dla procesów inflacyjnych istotna jest niepewność związana z sytuacją na rynku pracy i tempem dalszego obniżania się dynamiki płac.

Istotnym czynnikiem niepewności dla przyszłej koniunktury i inflacji jest kształt polityki fiskalnej w 2026 r.