



# MONITOR POLSKI

DZIENNIK URZĘDOWY RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

---

Warszawa, dnia 25 września 2019 r.

Poz. 876

**UCHWAŁA NR 5/2019  
RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

z dnia 10 września 2019 r.

**w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2020**

Na podstawie art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2017 r. poz. 1373, z 2018 r. poz. 2243 oraz z 2019 r. poz. 371 i 730) uchwała się, co następuje:

- § 1. Ustala się założenia polityki pieniężnej na rok 2020, stanowiące załącznik do uchwały.
- § 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2020 r.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej: *A. Glapiński*

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej: *G. Ancyparowicz, E. Gatnar, Ł. Hardt, E. Łon, E. Osiatyński,  
R. Sura, K. Zubelewicz, J. Żyżyński*

Załącznik do uchwały nr 5/2019 Rady Polityki  
Pieniężnej z dnia 10 września 2019 r. (poz. 876)



---

Narodowy Bank Polski

---

Rada Polityki Pieniężnej

---

# Założenia polityki pieniężnej na rok 2020

Formułując *Założenia polityki pieniężnej na rok 2020* Rada Polityki Pieniężnej 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 2020* Rada utrzymała dotychczasową strategię polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego. 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 odchyień o szerokości  $\pm 1$  punktu procentowego. Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej pozostaną stopy procentowe NBP, a celem operacyjnym będzie kształtowanie stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Polityka pieniężna będzie nadal realizowana w warunkach płynnego kursu walutowego, który nie wyklucza interwencji na rynku walutowym.

---

## Spis treści

---

|   |    |
|---|----|
| Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej               | 5  |
| Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2020 r.   | 7  |
| Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2020 r. | 10 |

---

---

## Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej

---

# Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej

Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. z 1997 r. poz. 483, z późn. zm.) „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2017 r. poz. 1373, z 2018 r. poz. 2243 oraz z 2019 r. poz. 371 i 730) 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 Narodowego Banku Polskiego, zwanego dalej „NBP”, zawarte w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej oraz ustawie o Narodowym Banku Polskim, Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „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  $\pm 1$  punktu procentowego w średnim okresie. W państwach, w których realizowana jest strategia celu inflacyjnego, inflacja jest przeciętnie niższa niż w pozostałych krajach. Od 2004 r. przeciętny poziom inflacji w Polsce wynosił 2,0% rocznie, a więc był zbliżony do celu NBP.

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 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.

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

Podejmując decyzje w zakresie polityki pieniężnej, Rada bierze pod uwagę opóźnienia, z jakimi zmiany parametrów polityki pieniężnej wpływają na gospodarkę. Długość opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji dotyczącej poziomu stóp procentowych 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

---

## Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej

---

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. Zagrożeniem dla stabilności cen w długim okresie są zwłaszcza nierównowagi w sektorze finansowym. Mając to na uwadze, Rada prowadzi politykę pieniężną w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu stabilności systemu finansowego i ograniczać ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, uwzględniając w swoich decyzjach kształtowanie się cen aktywów (zwłaszcza cen nieruchomości) oraz dynamikę akcji kredytowej. W warunkach znacznej swobody przepływu kapitału i integracji rynków finansowych istotną rolę w ograniczaniu nierównowag makroekonomicznych i finansowych pełni polityka makroostrożnościowa. Wywierając selektywny wpływ na kształtowanie się agregatów kredytowych, umożliwia ona stabilizowanie akcji kredytowej, przy mniejszych kosztach dla wzrostu gospodarczego niż polityka pieniężna.

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 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 niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i 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* oraz na towarzyszących im konferencjach prasowych, a także w *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady*, *Raportach o inflacji*, *Założeniach polityki pieniężnej* i *Sprawozdaniu z wykonania założeń polityki pieniężnej*.

Zgodnie z przyjętą strategią w 2020 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 2020 r.

---

# Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2020 r.

### Uwarunkowania stosowania instrumentów polityki pieniężnej

Polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach nadpłynności sektora bankowego.

Prognoza płynności sektora bankowego na 2020 r. przewiduje jej wzrost w stosunku do poziomu z 2019 r. Podstawowe znaczenie dla poziomu płynności sektora bankowego będą miały działania Ministerstwa Finansów dotyczące sposobu finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, obsługi zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa oraz obsługi funduszy unijnych. Czynnikiem powodującym w największym stopniu wzrost płynności sektora bankowego w 2020 r. będzie sprzedaż walut obcych przez Ministerstwo Finansów do NBP. W kierunku ograniczenia poziomu płynności sektora bankowego będzie oddziaływać natomiast systematyczny wzrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu oraz wielkości depozytów będących podstawą naliczania rezerwy obowiązkowej, a także zakup walut obcych przez Komisję Europejską od NBP w związku z przewalutowaniem składki członkowskiej.

Celem operacyjnym polityki pieniężnej jest kształtowanie stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Cel ten jest realizowany przy wykorzystaniu wybranych instrumentów, określonych w Założeniach polityki pieniężnej.

W przypadku pojawienia się zaburzeń na rynkach finansowych, NBP może elastycznie wykorzystywać instrumenty polityki pieniężnej. Ewentualne zmiany w zakresie stosowania instrumentów będą miały na celu zapewnienie efektywnego działania mechanizmu transmisji monetarnej oraz stabilności makroekonomicznej i finansowej, sprzyjając stabilności cen w dłuższym okresie.

### Stopy procentowe

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej są stopy procentowe NBP.

Główną stopą procentową NBP jest stopa referencyjna NBP, która określa rentowność podstawowych operacji otwartego rynku przeprowadzanych przez NBP, wpływając jednocześnie na poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych.

Stopa lombardowa NBP określa oprocentowanie oferowanego przez NBP kredytu lombardowego umożliwiającego pozyskiwanie środków z banku centralnego na termin overnight. Z kolei stopa depozytowa NBP określa oprocentowanie depozytu umożliwiającego lokowanie w NBP środków na termin overnight.

---

## Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2020 r.

---

### **Operacje otwartego rynku**

Głównym instrumentem służącym realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej NBP są operacje otwartego rynku. Stosując je, NBP oddziałuje na warunki płynnościowe w sektorze bankowym w sposób umożliwiający kształtowanie się stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP.

Operacje podstawowe są standardowo przeprowadzane w sposób regularny (raz w tygodniu), co do zasady z 7-dniowym terminem zapadalności. Na przetargach operacji podstawowych obowiązuje stała rentowność równa stopie referencyjnej NBP. Ze względu na prognozowane utrzymywanie się nadpłynności w sektorze bankowym, w 2020 r. operacje te będą polegały na emisji bonów pieniężnych NBP.

Operacje dostrajające mogą zostać podjęte w celu ograniczenia zmienności krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Mogą one obejmować operacje absorbujące (emisję bonów pieniężnych NBP, transakcje reverse repo) lub zasilające (przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP, transakcje repo). Zapadalność, rentowność oraz sposób przeprowadzania tych operacji są uzależnione od sytuacji w sektorze bankowym.

Operacje strukturalne mogą zostać przeprowadzone w celu długoterminowej zmiany struktury płynności w sektorze bankowym. Gdyby wystąpiła taka konieczność, bank centralny może przeprowadzić następujące operacje strukturalne: emisję obligacji, zakup oraz sprzedaż papierów wartościowych na rynku wtórnym.

### **System rezerwy obowiązkowej**

System rezerwy obowiązkowej sprzyja realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej, oddziałując w kierunku stabilizacji krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Wynika to z uśrednionego sposobu utrzymywania rezerwy, który stwarza podmiotom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunkach w banku centralnym w trakcie okresu rezerwowego, pod warunkiem utrzymania średniego stanu środków w NBP na poziomie nie niższym od wymaganej wartości rezerwy. Jednocześnie wymóg utrzymywania rezerwy ogranicza skalę operacji otwartego rynku przeprowadzanych w celu absorpcji nadpłynności.

Zmiany stóp rezerwy obowiązkowej są uzależnione od kształtowania się poziomu płynności w sektorze bankowym, a także od warunków utrzymujących się na rynku międzybankowym.

Istotnym parametrem tego instrumentu jest także oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej.



---

## Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2020 r.

---

### **Operacje depozytowo-kredytowe**

Oferowanie przez NBP operacji depozytowo-kredytowych ma na celu ograniczanie skali wahań stawki rynkowej overnight poprzez stabilizowanie warunków płynnościowych w sektorze bankowym.

Kredyt lombardowy umożliwia pozyskiwanie z banku centralnego w każdym dniu operacyjnym środków na termin overnight. Kredyt ten jest zabezpieczany aktywami akceptowanymi przez bank centralny (m.in. skarbowymi papierami wartościowymi, papierami wartościowymi wyemitowanymi przez NBP, obligacjami komunalnymi, listami zastawnymi oraz obligacjami korporacyjnymi o wysokiej jakości kredytowej). Oprocentowanie tego instrumentu, wyznaczając koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym, stanowi górne ograniczenie dla stawki rynkowej overnight.

Depozyt na koniec dnia pozwala na lokowanie w każdym dniu operacyjnym nadwyżek środków w banku centralnym na termin overnight. Oprocentowanie tego instrumentu określa dolne ograniczenie dla stawki rynkowej wyznaczanej dla tego terminu.

### **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 odsprzedaje (lub odkupuje) je w ramach transakcji terminowej w określonej dacie.

### **Interwencje walutowe**

NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

## Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2020 r.

### Uwarunkowania zewnętrzne

W I połowie 2019 r. tempo wzrostu w gospodarce globalnej obniżyło się względem 2018 r., choć stan koniunktury w poszczególnych krajach i sektorach gospodarki był zróżnicowany. W szczególności silnie obniżyła się dynamika aktywności w sektorze przemysłowym, przy wciąż korzystnej sytuacji w sektorze usług.

W strefie euro – będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski – w I połowie 2019 r. roczna dynamika PKB obniżyła się wyraźnie w porównaniu z 2018 r. Negatywnie na wzrost w strefie euro oddziaływał spadek dynamiki handlu światowego w warunkach zaostrzających się sporów handlowych, przekładający się na spowolnienie aktywności sektora przemysłowego, oraz problemy strukturalne niektórych krajów tego obszaru walutowego. Jednocześnie rozwój tej gospodarki wspierany był przez rosnące dochody gospodarstw domowych – co znajdowało odzwierciedlenie w relatywnie dobrej sytuacji sektora usług – oraz poluzowanie polityki fiskalnej w części krajów strefy. W tym samym kierunku działała wciąż ekspansywna – mimo zakończenia w grudniu 2018 r. skupu aktywów – polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego, zwanego dalej „EBC”.

Obecnie utrzymuje się istotna niepewność dotycząca trwałości osłabienia koniunktury w strefie euro. Jednak zgodnie z dostępnymi prognozami, w 2020 r. oczekiwany jest wzrost dynamiki PKB w strefie euro, choć może być ona nadal istotnie niższa niż w poprzednich latach.

Zgodnie z obecnymi prognozami, pogorszenie się koniunktury w strefie euro w I połowie 2019 r. z pewnym opóźnieniem przełoży się na osłabienie tempa wzrostu gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej, choć dynamika PKB w tych gospodarkach pozostanie istotnie wyższa niż w krajach Europy Zachodniej.

W Stanach Zjednoczonych w I połowie 2019 r. dynamika aktywności gospodarczej była relatywnie wysoka, choć niższa od odnotowanej w 2018 r. Z jednej strony wzrostowi aktywności sprzyjała wysoka dynamika konsumpcji prywatnej wspierana przez rosnące zatrudnienie i płace oraz wysoką wartość netto majątku amerykańskich gospodarstw domowych. Z drugiej strony czynnikami ograniczającymi dynamikę PKB była eskalacja napięć w polityce handlowej, w połączeniu z wygasaniem efektu luzowania fiskalnego. Dostępne prognozy wskazują, że w 2020 r. wzrost tej gospodarki spowolni, choć pozostanie wyższy niż w strefie euro.

Dynamika PKB gospodarek wschodzących w I połowie 2019 r. była nieco niższa niż w 2018 r., choć sytuacja w poszczególnych krajach była zróżnicowana. Dostępne prognozy wskazują na przyśpieszenie wzrostu aktywności gospodarczej w tej grupie państw w 2020 r. W Chinach –

### Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2020 r.

---

będących największą gospodarką wschodzącą – prognozy wskazują jednak na prawdopodobną kontynuację stopniowego obniżania się tempa wzrostu PKB.

W I połowie 2019 r. inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki utrzymała się na umiarkowanym poziomie, zbliżonym do odnotowanego w 2018 r. W kierunku wyższej inflacji oddziaływał istotny wzrost cen niektórych surowców rolnych, w szczególności wieprzowiny i części warzyw. Wzrost cen wieprzowiny był efektem ograniczenia jej podaży w związku z epidemią afrykańskiego pomoru świń w Chinach, zwaną dalej „ASF”, natomiast wzrost cen warzyw wynikał z niekorzystnych warunków pogodowych panujących w szczególności w Europie. Ograniczająco na inflację oddziaływało natomiast kształtowanie się cen surowców energetycznych – w tym ropy naftowej – na poziomie przeciętnie niższym niż przed rokiem. Jednocześnie inflacja bazowa w głównych gospodarkach nie zmieniła się znacząco i w niektórych z nich – w szczególności w strefie euro – pozostała niska. W efekcie w krajach rozwiniętych wzrost cen nieco spowolnił, a w gospodarkach wschodzących – bardziej wrażliwych na zmiany ceny żywności – przyspieszył. Dostępne prognozy wskazują, że w 2020 r. inflacja na świecie pozostanie umiarkowana, przy nadal niskiej dynamice cen w strefie euro.

Wobec pogorszenia koniunktury gospodarczej oraz niskiej inflacji w strefie euro w pierwszych kwartałach 2019 r. EBC utrzymywał stopy procentowe w pobliżu zera, w tym ujemną stopę depozytową, sygnalizując stabilizację stóp na dotychczasowym lub niższym poziomie co najmniej do I połowy 2020 r. Jednocześnie, po zakończeniu w 2018 r. programu skupu aktywów finansowych, EBC nadal reinwestował w całości raty kapitałowe z zapadających papierów wartościowych i sygnalizował kontynuowanie tego procesu przez dłuższy czas. Dodatkowo, EBC zapowiadał uruchomienie od września 2019 r. trzeciej serii programu wsparcia akcji kredytowej. W II połowie 2019 r. oczekiwane jest poluzowanie polityki pieniężnej EBC, w tym możliwe jest obniżenie stóp procentowych oraz wznowienie programu skupu aktywów. W efekcie, w 2020 r. prawdopodobne jest utrzymywanie ekspansywnej polityki pieniężnej EBC.

Z kolei System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych, zwany dalej „Fed”, w lipcu 2019 r. obniżył stopy procentowe po trwającym kilka lat okresie podwyższania stóp oraz stopniowej redukcji bilansu. Jednocześnie w 2019 r. wstrzymał proces zmniejszania swojej sumy bilansowej. Oczekiwania rynkowe sugerują, że w kolejnych kwartałach, w tym w 2020 r. możliwe jest dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez Fed.

#### **Uwarunkowania krajowe**

W Polsce w I połowie 2019 r. utrzymywał się relatywnie wysoki wzrost gospodarczy, choć dynamika PKB była niższa niż w 2018 r. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszyła temu wysoka dynamika aktywności inwestycyjnej, w szczególności przedsiębiorstw. Pomimo spowolnienia gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, nadal istotnie rosła sprzedaż zagraniczna polskich przedsiębiorstw.

---

### Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2020 r.

---

W kolejnych kwartałach, w tym w 2020 r., oczekiwane jest utrzymanie dobrej koniunktury w kraju, choć prawdopodobne jest dalsze obniżenie tempa wzrostu gospodarczego. Skala oczekiwanego spowolnienia krajowego wzrostu gospodarczego w znacznym stopniu będzie uzależniona od trwałości obecnego osłabienia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, i siły jego przełożenia na sytuację w Polsce. Utrzymaniu dobrej koniunktury w Polsce sprzyjać będzie natomiast systematyczny wzrost popytu krajowego. Dalszy wzrost krajowej konsumpcji będzie wspierany przez wciąż korzystną z punktu widzenia pracowników sytuację na rynku pracy oraz zmiany w polityce fiskalnej państwa zwiększające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, a także bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie, nadal będą rosnąć nakłady brutto na środki trwałe, choć ich dynamika prawdopodobnie się obniży wraz ze spodziewanym zmniejszeniem tempa wzrostu wydatków współfinansowanych ze środków z Unii Europejskiej. Czynnikiem ograniczającym oczekiwaną skalę spowolnienia inwestycji powinno być natomiast wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw w warunkach relatywnie silnego popytu wewnętrznego.

W I połowie 2019 r. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych stopniowo rosła, do czego przyczynił się głównie istotny wzrost cen żywności, a także wyższa inflacja bazowa. Było to głównie związane z ograniczeniem podaży części surowców rolnych w kraju i za granicą, na skutek oddziaływania niekorzystnych warunków pogodowych w Europie oraz epidemii ASF w Chinach. Do wyższej inflacji przyczyniał się także systematyczny wzrost popytu konsumpcyjnego następujący w warunkach rosnących wynagrodzeń. Jednocześnie dynamika cen energii była niska, głównie na skutek zamrożenia cen energii elektrycznej dla odbiorców końcowych. Ograniczająco na dynamikę cen w Polsce oddziaływała również umiarkowana inflacja u najważniejszych partnerów handlowych. W efekcie inflacja, mimo wzrostu, utrzymywała się na umiarkowanym poziomie.

Dostępne prognozy wskazują, że w 2020 r. inflacja może być wyższa niż w 2019 r. Zgodnie z obecnymi oczekiwaniami, po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r., dynamika cen obniży się i będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP. Do prognozowanego wzrostu dynamiki cen będzie się przyczyniać przede wszystkim oczekiwany wzrost cen energii wynikający z rozłożenia w czasie efektu wyższych kosztów produkcji energii elektrycznej. Jednocześnie nieco wyższa może być także inflacja bazowa. Ograniczająco na inflację będzie oddziaływać umiarkowana dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki oraz oczekiwane spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego.

W I połowie 2019 r. większość wskaźników obrazujących zewnętrzne i wewnętrzne zrównoważenie polskiej gospodarki kształtowała się na poziomach wskazujących na brak wyraźnych nierównowag makroekonomicznych. Dostępne prognozy nie wskazują na istotne ryzyko narastania nierównowag w 2020 r.

---

### Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2020 r.

---

#### **Czynniki niepewności**

Realizacja zarysowanego powyżej scenariusza makroekonomicznego jest obarczona niepewnością, dotyczącą przede wszystkim sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki.

Głównym czynnikiem ryzyka dla krajowej koniunktury oraz procesów cenowych jest skala i trwałość spowolnienia gospodarczego na świecie. W tym kontekście ważną kwestią jest możliwość zaostrzenia sporów handlowych między największymi światowymi gospodarkami, które mogłyby prowadzić do silniejszego ograniczenia obrotów w handlu międzynarodowym i obniżenia światowego wzrostu gospodarczego. Czynnikiem niepewności jest również przełożenie dotychczasowego osłabienia koniunktury w przemyśle na inne sektory gospodarki, w tym na usługi i budownictwo. Wpływ na koniunkturę gospodarczą, w szczególności w Europie, mogą mieć też warunki wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej.

Czynnikiem niepewności jest także przyszłe kształtowanie się cen aktywów na rynkach światowych, w tym kursów walutowych, szczególnie wobec możliwości dalszego pogorszenia globalnej koniunktury oraz zmian w polityce pieniężnej głównych banków centralnych.

Źródłem niepewności w odniesieniu do przyszłej dynamiki cen na świecie pozostaje trudne do przewidzenia kształtowanie się cen surowców energetycznych – w tym ropy naftowej – oraz cen produktów rolnych, w szczególności ze względu na zmienne uwarunkowania podażowe na tych rynkach. W Polsce dodatkowym czynnikiem niepewności jest możliwość zmian krajowych regulacji prawnych w zakresie cen energii elektrycznej oraz skala wpływu osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego na presję inflacyjną.

Jednocześnie w krajowej gospodarce utrzymuje się niepewność dotycząca sytuacji na rynku pracy, w tym przyszłej dynamiki wynagrodzeń. W tym kontekście znaczenie mogą mieć przepływy migracyjne, uzależnione od kształtowania się koniunktury w kraju i za granicą oraz od zmian w polityce imigracyjnej krajów Unii Europejskiej, w tym Niemiec. Sytuacja na rynku pracy będzie także uzależniona od skali oczekiwanego osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce oraz jego wpływu na kształtowanie się popytu na pracę.