



SEJM  
RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ  
VIII kadencja  
Narodowy Bank Polski  
GP-WP-AD-0001-7/18/990/2018

**Druk nr 2835**

Warszawa, 5 września 2018 r.

Pan  
Marek Kuchciński  
Marszałek Sejmu  
Rzeczypospolitej Polskiej

*Szanowny Panie Marszałku*

W załączeniu przekazuję projekt

**- Założeń polityki pieniężnej na rok 2019**

przyjęty przez Radę Polityki Pieniężnej.

*Z szacunkiem*

(-) Adam Glapiński

**NBP**

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

---

# Założenia polityki pieniężnej na rok 2019

**Projekt**

Warszawa, 2018

Formułując *Założenia polityki pieniężnej na rok 2019* 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 2019* 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 2019 r.	7
Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2019 r.	10

---

## 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) 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 „Radą”, 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 oczekiwane 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.

Podjmując 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 prowadzona jest

w warunkach niepewności, dotyczącej w szczególności przyszłego kształtowania się sytuacji gospodarczej.

Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego wskazują, że 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 najważniejszą rolę w ograniczaniu nierównowag makroekonomicznych powinna pełnić 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 2019 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 2019 r.

### Uwarunkowania stosowania instrumentów polityki pieniężnej

Polityka pieniężna prowadzona jest w warunkach nadpłynności sektora bankowego.

Prognoza płynności sektora bankowego na 2019 r. przewiduje jej wzrost w stosunku do poziomu utrzymywanego w 2018 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 nadpłynności sektora bankowego w 2019 r. będzie skup walut obcych wynikający z transakcji walutowych, głównie od Ministerstwa Finansów. W kierunku ograniczenia poziomu nadpłynności sektora bankowego oddziaływać będzie natomiast systematyczny wzrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu oraz wielkości depozytów będących podstawą naliczania rezerwy obowiązkowej, a także sprzedaż walut obcych przez NBP na potrzeby Komisji Europejskiej 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.

### **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 2019 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.

### **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 2019 r.

### Uwarunkowania zewnętrzne

W I połowie 2018 r. w gospodarce globalnej utrzymywała się dobra koniunktura. Dostępne prognozy sygnalizują, że w 2019 r. sytuacja gospodarcza na świecie pozostanie korzystna, choć tempo wzrostu aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki będzie najprawdopodobniej nieco niższe niż w bieżącym roku.

W strefie euro – będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski – w I połowie 2018 r. utrzymywała się korzystna sytuacja gospodarcza, mimo nieco wolniejszego niż w 2017 r. tempa wzrostu gospodarczego. Prognozy wskazują na dalsze obniżenie dynamiki PKB strefy euro w 2019 r., do którego ma się przyczynić osłabienie popytu zewnętrznego związane z oczekiwanym spowolnieniem w handlu światowym. Wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro będzie natomiast w dalszym ciągu wspierany przez poprawę sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje konsumentów i przedsiębiorców, niski koszt kredytu oraz poluzowanie polityki fiskalnej w Niemczech. Prognozy wskazują, że w ślad za obniżeniem dynamiki PKB w strefie euro, w 2019 r. nieznacznie spowolni także wzrost gospodarczy w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w I połowie 2018 r. była wyższa niż w poprzednim roku. Dostępne prognozy wskazują jednak, że w 2019 r. wzrost gospodarczy nieco spowolni, choć pozostanie szybszy niż w strefie euro. Pozytywnie na wzrost aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych będzie nadal oddziaływać bardzo dobra sytuacja na rynku pracy, efekty majątkowe wysokich cen aktywów oraz wprowadzona w bieżącym roku reforma podatkowa zmniejszająca obciążenia fiskalne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

W Chinach i Rosji tempo wzrostu gospodarczego w I połowie 2018 r. pozostało zbliżone do ubiegłorocznego. Zgodnie z prognozami w 2019 r. dynamika PKB w obu tych gospodarkach nieznacznie się obniży. W Chinach do niewielkiego prognozowanego osłabienia wzrostu gospodarczego przyczynić się ma zaostrzenie regulacji w sektorze finansowym, a także oczekiwane spowolnienie w handlu światowym.

W I połowie 2018 r. inflacja na świecie – mimo pewnego wzrostu – utrzymała się na umiarkowanym poziomie. Do wzrostu wskaźników inflacji przyczyniały się przede wszystkim wyraźnie wyższe niż przed rokiem ceny surowców energetycznych, w szczególności ropy naftowej. W wielu gospodarkach wschodzących dynamikę cen podwyższała także deprecjacja tamtejszych walut. Natomiast ograniczająco na wzrost inflacji na świecie oddziaływała wciąż relatywnie niska inflacja bazowa w części największych gospodarek, w tym w strefie euro. Dostępne prognozy wskazują, że w 2019 r. inflacja na świecie nieznacznie wzrośnie, utrzymując

się jednak na umiarkowanym poziomie. Jednocześnie dynamika cen w strefie euro będzie relatywnie stabilna.

Europejski Bank Centralny, zwany dalej „EBC”, w I połowie 2018 r. utrzymywał stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie, kontynuując skup aktywów finansowych. Jednocześnie EBC zapowiedział zmniejszenie skali skupu od października br. i zakończenie tego programu z końcem 2018 r. Jednocześnie – zgodnie z aktualnymi sygnałami ze strony EBC – stopy procentowe w strefie euro pozostaną na obecnym poziomie co najmniej do lata 2019 r.

Z kolei Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w I połowie 2018 r. podwyższała stopy procentowe i wskazywała na kontynuację tego procesu w kolejnych kwartałach, w tym w 2019 r.

#### **Uwarunkowania krajowe**

W Polsce w I połowie 2018 r. utrzymywał się wysoki wzrost gospodarczy. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszyło temu stopniowe ożywienie inwestycji, na które w znacznej mierze złożył się szybki wzrost inwestycji publicznych. Wobec utrzymującego się silnego popytu wewnętrznego i towarzyszącego mu osłabienia sprzedaży eksportowej, eksport netto miał nieznacznie ujemny wkład do wzrostu PKB.

Według dostępnych prognoz w 2019 r. koniunktura w polskiej gospodarce pozostanie dobra, choć dynamika PKB będzie nieco niższa niż w bieżącym roku. Wzrost konsumpcji – mimo nieznacznego osłabienia – pozostanie prawdopodobnie relatywnie wysoki, czemu sprzyjać będzie dalszy wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń oraz bardzo dobre nastroje gospodarstw domowych. Z kolei wobec oczekiwanego spowolnienia wzrostu wydatków współfinansowanych ze środków z Unii Europejskiej, prognozowane jest obniżenie dynamiki inwestycji publicznych. Wpływ tego spowolnienia na dynamikę nakładów brutto na środki trwałe będzie jednak prawdopodobnie ograniczany przez oczekiwane przyspieszenie inwestycji przedsiębiorstw, któremu sprzyjać powinna korzystna sytuacja finansowa firm przy wysokim wykorzystaniu ich zdolności wytwórczych.

W I połowie 2018 r. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzymała się na umiarkowanym poziomie. Sprzyjała temu nadal niska wewnętrzna presja popytowa oraz umiarkowana inflacja u najważniejszych partnerów handlowych Polski. W kierunku wzrostu indeksu cen konsumpcyjnych oddziaływał wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych i towarzyszące mu osłabienie złotego. Niższa niż w poprzednim roku była natomiast dynamika cen żywności.

Dostępne prognozy wskazują, że w 2019 r. inflacja wzrośnie, pozostając jednak w pobliżu celu inflacyjnego NBP. Do prognozowanego wzrostu dynamiki cen ma się przyczynić wzrost inflacji bazowej następujący w warunkach utrzymującej się dobrej koniunktury i rosnących

jednostkowych kosztów pracy. Ograniczając na inflację będzie natomiast oddziaływać pozostająca na umiarkowanym poziomie dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki.

W I połowie 2018 r. większość wskaźników w polskiej gospodarce kształtowała się na poziomach wskazujących na brak wyraźnych nierównowag makroekonomicznych. Dostępne prognozy nie wskazują na istotne ryzyko narastania nierównowag w 2019 r.

### **Czynniki niepewności**

Realizacja zarysowanego powyżej scenariusza makroekonomicznego obarczona jest niepewnością, której źródłem jest głównie sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki. Najważniejszym czynnikiem ryzyka jest ewentualne zaostrzenie sporów handlowych między największymi gospodarkami światowymi. Mogłoby ono skutkować silniejszym spowolnieniem w handlu międzynarodowym, które – szczególnie gdyby prowadziło do istotnego osłabienia sprzedaży eksportowej strefy euro – miałoby prawdopodobnie negatywny wpływ na wzrost gospodarczy w Polsce. Źródłem niepewności pozostaje także wpływ trwającego zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych na ceny aktywów na rynkach światowych oraz kształtowanie się globalnej koniunktury. Ważnym czynnikiem niepewności dla perspektyw aktywności gospodarczej i cen w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje też kształtowanie się cen surowców energetycznych – w szczególności ropy naftowej. Z kolei w gospodarce krajowej utrzymuje się niepewność dotycząca wpływu sytuacji na rynku pracy na dynamikę wynagrodzeń oraz skali i tempa dostosowywania cen do rosnących kosztów pracy.