



# MONITOR POLSKI

DZIENNIK URZĘDOWY RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

---

Warszawa, dnia 25 września 2020 r.

Poz. 859

**UCHWAŁA NR 12/2020  
RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

z dnia 15 września 2020 r.

**w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2021**

Na podstawie art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2019 r. poz. 1810 oraz z 2020 r. poz. 568) uchwała się, co następuje:

- § 1. Ustala się założenia polityki pieniężnej na rok 2021, stanowiące załącznik do uchwały.
- § 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2021 r.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej: *A. Glapiński*

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

Załącznik do uchwały nr 12/2020 Rady Polityki  
Pieniężnej z dnia 15 września 2020 r. (poz. 859)

**NBP**

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

---

# Założenia polityki pieniężnej na rok 2021

Formułując *Założenia polityki pieniężnej na rok 2021* Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Radą”, 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 2021* 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 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. Zakres, sposób oraz skala wykorzystywania przez NBP instrumentów polityki pieniężnej będą uwzględniać występujące uwarunkowania jej prowadzenia, w szczególności następstwa ekonomiczne pandemii COVID-19.

---

## Spis treści

---

Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej	4
Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2021 r.	6
Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2021 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 2019 r. poz. 1810 oraz z 2020 r. poz. 568) 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, zawarte w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej oraz ustawie o Narodowym Banku Polskim, Rada Polityki Pieniężnej, 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 jest realizowana strategia celu inflacyjnego, inflacja jest przeciętnie niższa niż w pozostałych krajach. Od 2004 r. przeciętny poziom inflacji w Polsce wynosił 2,1% 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 oraz uwarunkowań rynkowych. 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 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.

---

## Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej

---

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. 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 (w tym cen nieruchomości) oraz dynamikę akcji kredytowej. W warunkach znacznej swobody przepływu kapitału i integracji rynków finansowych istotną rolę w ograniczaniu nierównowag makroekonomicznych i finansowych oraz stabilizowaniu akcji kredytowej pełni polityka makroostrożnościowa.

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 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*, na 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 2021 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 2021 r.

---

## Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2021 r.

### Uwarunkowania stosowania instrumentów polityki pieniężnej

W 2020 r., w ramach dokonanego łagodzenia polityki pieniężnej, związanego z pandemią COVID-19, NBP zdecydował o szerszym wykorzystaniu istniejących instrumentów polityki pieniężnej.

Działania banku centralnego objęły m.in. obniżenie stóp procentowych NBP, skup na rynku wtórnym skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa, a także obniżenie podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej. NBP udostępnił bankom kredyt wekslowy, umożliwiając refinansowanie kredytów udzielanych przez banki przedsiębiorstwom. NBP pozostawał jednocześnie w gotowości do zasilania sektora bankowego w formie operacji repo.

Zmiany w sposobie oraz zakresie wykorzystywania instrumentów polityki pieniężnej zwiększyły poziom płynności sektora bankowego w 2020 r., do czego w szczególności przyczyniły się obniżenie podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej oraz skup dłużnych papierów wartościowych przez bank centralny. Czynnikiem wspierającym wzrost płynności sektora bankowego w 2020 r. był skup netto walut obcych przez NBP. W przeciwnym kierunku oddziaływało zaś znaczące zwiększenie poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu, mające miejsce w szczególności w marcu oraz kwietniu 2020 r., tj. na początkowym etapie rozwoju epidemii COVID-19 w Polsce.

NBP przewiduje, iż w 2021 r. instrumenty polityki pieniężnej będą stosowane w warunkach nadpłynności sektora bankowego. Wpływ na ten stan będą mieć m.in. zmiany w zakresie wykorzystywania instrumentów polityki pieniężnej wprowadzone przez NBP w 2020 r. Ponadto do wzrostu poziomu płynności sektora bankowego w 2021 r. przyczyniać się będzie skup walut obcych od Ministerstwa Finansów. W kierunku ograniczenia poziomu płynności sektora bankowego oddziaływać będzie sprzedaż walut obcych przez NBP na potrzeby Komisji Europejskiej, w związku z przewalutowaniem składki członkowskiej oraz przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu.

W 2021 r. zakres, sposób oraz skala wykorzystywania przez NBP instrumentów polityki pieniężnej będą uwzględniać uwarunkowania jej prowadzenia, w szczególności następstwa ekonomiczne pandemii COVID-19. Podobnie jak w 2020 r., instrumenty polityki pieniężnej mogą być wykorzystywane w sposób elastyczny, uwzględniający zmieniające się uwarunkowania makroekonomiczne i rynkowe. W związku z tym, w zależności od kierunku i dynamiki zmian tych uwarunkowań, możliwe będzie zarówno ograniczanie zakresu stosowanych w 2021 r. instrumentów polityki pieniężnej względem stanu obecnego, jak również jego poszerzenie.

## Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2021 r.

W 2021 r. celem operacyjnym polityki pieniężnej NBP będzie kształtowanie stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP.

### **Stopy procentowe**

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej w 2021 r. będą stopy procentowe NBP.

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

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

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

Stopa dyskontowa weksli będzie określać oprocentowanie kredytu wekslowego.

### **Operacje otwartego rynku**

Operacje podstawowe będą głównym instrumentem, za pomocą którego NBP będzie dążyć do oddziaływania na warunki płynnościowe w sektorze bankowym, a w konsekwencji – na poziom stawki POLONIA. Operacje te standardowo będą przeprowadzane w sposób regularny, co do zasady z 7-dniowym terminem zapadalności. Na przetargach operacji podstawowych obowiązywać będzie stała rentowność, równa stopie referencyjnej NBP. Ze względu na prognozowane utrzymywanie się w 2021 r. nadpłynności w sektorze bankowym, operacje te będą polegać na emisji bonów pieniężnych NBP. Sposób prowadzenia operacji podstawowych może zostać zmodyfikowany, gdy będzie to uzasadnione zmianą warunków rynkowych lub parametrów polityki pieniężnej NBP.

Operacje dostrajające mogą zostać podjęte w celu ograniczenia zmienności krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Przesłanką ich zastosowania może być ponadto zasilenie sektora bankowego w płynność bądź absorpcja płynności na dłuższe terminy. W ramach operacji zasilających, NBP może oferować transakcje repo, a także dokonywać przedterminowego wykupu bonów pieniężnych NBP. W przypadku operacji absorbujących, bank centralny może zastosować emisję bonów pieniężnych NBP, a także zaoferować transakcje reverse repo. Zapadalność, rentowność oraz sposób przeprowadzania tych operacji będą dostosowane do celu ich stosowania.

Operacje strukturalne mogą być przeprowadzane w celu długoterminowej zmiany struktury płynności w sektorze bankowym, jak również – podobnie jak w przypadku operacji tego rodzaju przeprowadzanych w 2020 r. – dla zapewnienia płynności rynku wtórnego skupowanych papierów wartościowych oraz wzmocnienia mechanizmu transmisji monetarnej.



## Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2021 r.

---

W 2021 r. NBP może nadal wykorzystywać strukturalne operacje otwartego rynku polegające na skupie na rynku wtórnym dłużnych papierów wartościowych. Ponadto, gdyby wystąpiła taka konieczność, bank centralny może stosować inne rodzaje operacji strukturalnych, tj. dokonywać sprzedaży dłużnych papierów wartościowych na rynku wtórnym bądź emisji obligacji.

### **System rezerwy obowiązkowej**

Głównym celem wykorzystania systemu rezerwy obowiązkowej będzie oddziaływanie 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 utrzymywania rezerwy, 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 płynności.

Zmiany stóp rezerwy obowiązkowej oraz jej oprocentowania uzależnione będą od warunków prowadzenia polityki pieniężnej w 2021 r.

### **Operacje depozytowo-kredytowe**

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

Kredyt lombardowy będzie pozwalał na 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, będzie stanowić górne ograniczenie dla stawki rynkowej overnight.

Depozyt na koniec dnia będzie umożliwiał lokowanie w każdym dniu operacyjnym nadwyżek środków w banku centralnym na termin overnight. Oprocentowanie tego instrumentu będzie określać dolne ograniczenie dla stawki rynkowej wyznaczonej dla tego terminu.

### **Kredyt wekslowy**

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

---

## Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2021 r.

---

### **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 2021 r.

### Uwarunkowania zewnętrzne

W I połowie 2020 r. pandemia COVID-19 oraz wprowadzane restrykcje nakierowane na ograniczenie jej rozprzestrzeniania się przyczyniły się do załamania aktywności w gospodarce światowej oraz wyraźnego pogorszenia nastrojów konsumentów i firm. Silne negatywne skutki ekonomiczne pandemii dotknęły wiele gospodarek będących ważnymi partnerami handlowymi Polski, w tym strefy euro, w której doszło do wyraźnego spadku PKB. Znaczący spadek aktywności gospodarczej miał miejsce także w Stanach Zjednoczonych, jednak jego skala była mniejsza niż w strefie euro.

Spadek globalnego popytu w I połowie 2020 r. i pogorszenie się perspektyw światowej gospodarki znalazły odzwierciedlenie w obniżeniu się cen surowców energetycznych – przede wszystkim ropy naftowej – oraz surowców rolnych. Wraz ze spadkiem aktywności gospodarczej na świecie przyczyniło się to do obniżenia dynamiki cen w otoczeniu polskiej gospodarki do najniższego poziomu od czasu globalnego kryzysu finansowego.

Wobec negatywnych skutków pandemii w wielu krajach podjęto działania osłonowe oraz stymulujące ożywienie koniunktury. Wprowadzono pakiety fiskalne mające na celu łagodzenie negatywnego wpływu pandemii na sytuację finansową gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, zwłaszcza z sektorów najsilniej dotkniętych restrykcjami. Z kolei banki centralne zarówno gospodarek rozwiniętych, jak i wschodzących w bezprecedensowy sposób poluzowały politykę pieniężną. W bardzo wielu krajach obniżono lub utrzymano stopy procentowe na historycznie niskim poziomie oraz uruchomiono lub rozszerzono skup aktywów, a także podjęto inne działania zwiększające płynność w sektorze bankowym.

Europejski Bank Centralny – utrzymując ujemną stopę depozytową – zwiększył skalę dotychczasowego programu skupu aktywów oraz uruchomił nowy program skupu, który będzie realizowany przynajmniej do połowy 2021 r. Z kolei Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych od początku 2020 r. obniżyła stopy procentowe o 1,5 pkt proc. do poziomu zbliżonego do zera oraz uruchomiła szereg programów skupu aktywów na dużą skalę.

Wraz ze znoszeniem restrykcji w wielu gospodarkach następowało ożywienie aktywności gospodarczej, choć jego tempo było zróżnicowane pomiędzy krajami. Dostępne prognozy wskazują na dalszą poprawę koniunktury w II połowie 2020 r. oraz kontynuację odbudowy globalnego PKB w 2021 r. Towarzyszyć temu będzie prawdopodobnie utrzymywanie się inflacji – mimo jej możliwego wzrostu – na relatywnie niskim poziomie. Jednocześnie przebieg procesów makroekonomicznych w 2021 r., a zwłaszcza trwałość i tempo poprawy koniunktury oraz towarzyszące jej kształtowanie się inflacji, jest obciążony znaczną niepewnością, która związana

### Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2021 r.

---

jest w dużej mierze z dalszym przebiegiem pandemii oraz jej wpływem na nastroje i decyzje podmiotów gospodarczych.

#### **Uwarunkowania krajowe**

Na początku 2020 r. koniunktura w Polsce pozostawała relatywnie dobra. Jednocześnie w marcu – wraz z pojawieniem się pierwszych przypadków zachorowań na COVID-19 – wprowadzono szereg restrykcji dotyczących kontaktów społecznych i działalności gospodarczej mających na celu ograniczenie rozprzestrzeniania się wirusa. Wprowadzone ograniczenia oraz towarzyszące im silne pogorszenie się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw przyczyniły się do istotnego spadku aktywności gospodarczej, szczególnie silnego w sektorach usługowych. Wraz z załamaniem się koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki oddziałującym w kierunku ograniczenia sprzedaży zagranicznej, przełożyło się to na wyraźny spadek PKB w I połowie 2020 r. Jednocześnie nastąpiło pogorszenie się sytuacji na rynku pracy, co znalazło odzwierciedlenie w spadku zatrudnienia, wzroście bezrobocia oraz obniżeniu się dynamiki płac.

Na początku 2020 r. dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce przejściowo wzrosła, do czego przyczyniły się – pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej – czynniki regulacyjne i podażowe obejmujące m.in. wzrost cen energii elektrycznej, wyższe ceny paliw i wzrost cen żywności. Jednocześnie odnotowano podwyższoną dynamikę cen usług i cen administrowanych. W kolejnych miesiącach wraz ze spadkiem cen wielu surowców na rynkach światowych inflacja obniżyła się.

W celu złagodzenia negatywnych efektów pandemii i wpływu związanych z nią restrykcji na aktywność gospodarczą podjęto szereg działań antykryzysowych o znacznej skali. Działania te były nakierowane przede wszystkim na ograniczenie niekorzystnego oddziaływania pandemii na sytuację finansową i płynnościową przedsiębiorstw oraz budżety gospodarstw domowych, w szczególności poprzez ochronę miejsc pracy. W ramach rządowej Tarczy Antykryzysowej zmniejszono obciążenia składowe dla małych firm, zaoferowano pożyczki dla mikroprzedsiębiorstw i dofinansowanie kosztów pracy. Przedsiębiorstwa, w szczególności mikro-, małe i średnie, otrzymały również istotne wsparcie w formie subwencji w ramach tzw. Tarczy Finansowej.

Jednocześnie w zakresie polityki pieniężnej Rada obniżyła stopy procentowe NBP, w tym stopę referencyjną z 1,5% do 0,1%. NBP prowadził również skup skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa mający na celu zmianę długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym, zapewnienie płynności rynku wtórnego skupowanych papierów wartościowych oraz wzmocnienie oddziaływania obniżenia stóp procentowych NBP na gospodarkę, tj. wzmocnienie mechanizmu transmisji monetarnej. Ponadto obniżono stopę rezerwy obowiązkowej o 3 pkt proc., do poziomu 0,5%. NBP zaoferował również bankom możliwość pozyskania środków w ramach operacji repo oraz

### Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2021 r.

refinansowanie kredytów udzielonych przedsiębiorstwom przez banki w formie kredytu wekslowego.

Od maja 2020 r. wraz z łagodzeniem restrykcji nakierowanych na zahamowanie epidemii następowała stopniowa poprawa nastrojów oraz ożywienie aktywności gospodarczej w Polsce. W II połowie 2020 r. oraz w 2021 r. oczekuje się dalszej poprawy koniunktury, chociaż według aktualnych prognoz poziom PKB może pozostać niższy niż przed pandemią. Wzrost aktywności będzie wspierany przez działania podjęte w zakresie polityki gospodarczej, a także oczekiwaną poprawę koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Jednocześnie utrzymująca się niepewność dotycząca dalszego przebiegu i skutków epidemii wraz ze słabszymi niż w poprzednich latach nastrojami gospodarstw domowych i przedsiębiorstw mogą działać ograniczająco na skalę i tempo ożywienia. W warunkach jedynie stopniowej odbudowy aktywności gospodarczej w kraju i na świecie oraz prawdopodobnie niskiej presji inflacyjnej za granicą oczekiwane jest obniżenie się krajowej dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2021 r.

#### **Czynniki niepewności**

Głównym czynnikiem niepewności dla koniunktury oraz procesów cenowych jest dalszy przebieg pandemii COVID-19 na świecie i w Polsce. W szczególności, w przypadku pogorszenia się sytuacji epidemiologicznej, możliwe jest powtórne zaostrzenie restrykcji i osłabienie nastrojów podmiotów gospodarczych. W takiej sytuacji mogłoby dojść do pogłębienia spadku globalnej i krajowej aktywności oraz wydłużenia procesu jej odbudowy. Z kolei trwałe ograniczenie liczby zachorowań oraz opracowanie skutecznej szczepionki na koronawirusa mogłyby przyspieszyć powrót światowego i krajowego PKB do poziomów sprzed pandemii.

Niepewność dotyczy też dalszego zakresu oraz trwałości skutków dotychczasowych działań podjętych w ramach polityki gospodarczej w celu łagodzenia negatywnych skutków pandemii. W szczególności wycofywanie programów ochronnych i stymulacyjnych może osłabić proces odbudowy aktywności gospodarczej, szczególnie w razie utrzymywania się negatywnych skutków pandemii dla konsumpcji i inwestycji.

Kolejnym czynnikiem ryzyka są potencjalne zmiany strukturalne w gospodarce. Doświadczenia związane z pandemią i przedłużający się okres niepewności dotyczącej jej dalszego przebiegu mogą prowadzić do zmian zachowań ekonomicznych gospodarstw domowych i firm, a w efekcie do zmian struktury oraz skali ich wydatków. Zmiany strukturalne mogą dotyczyć również powiązań w gospodarce światowej, w tym funkcjonowania globalnych łańcuchów dostaw oraz przyszłego przebiegu procesów globalizacji. W tym kontekście, czynnikiem niepewności jest także polityka handlowa największych światowych gospodarek, w tym zwłaszcza Stanów Zjednoczonych i Chin. Potencjalne zaostrzenie sporów gospodarczych na świecie może utrudniać ożywienie globalnej wymiany handlowej.

Czynnikiem niepewności jest również przyszłe kształtowanie się cen wielu aktywów i surowców na rynkach światowych. Źródłem niepewności pozostaje zwłaszcza trudne do przewidzenia

---

### Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2021 r.

---

kształtowanie się cen surowców energetycznych, głównie ropy naftowej, oraz surowców rolnych. Znaczący czynnik ryzyka w przypadku cen żywności stanowią przy tym zmienne i trudne do przewidzenia zmiany warunków agrometeorologicznych w kraju i za granicą.