



NARODOWY  
BANK POLSKI

Departament Analiz i Badań Ekonomicznych

---

# **Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego Narodowego Banku Polskiego na podstawie modelu NECMOD**

Warszawa / 8 listopada 2024 r.





Plan prezentacji:

Projekcja 2024 – 2026

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

Ocena niepewności

## Projekcja na lata 2024-2026

### Koniunktura międzynarodowa

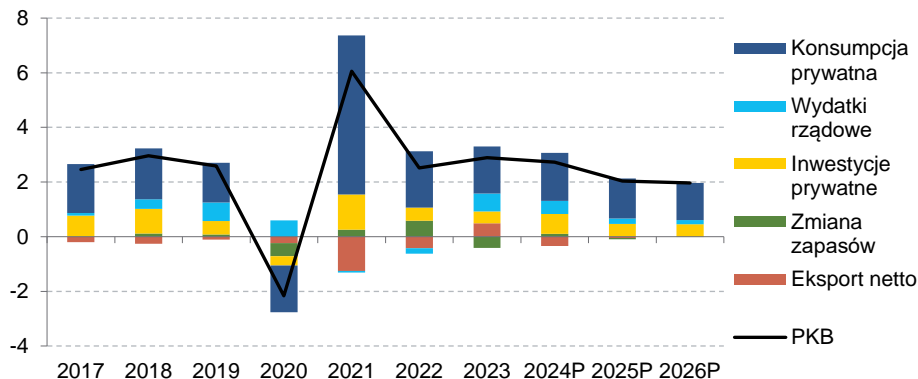
## W gospodarkach europejskich oczekiwane jest stopniowe przyspieszenie wzrostu PKB z obecnego niskiego poziomu, a w Stanach Zjednoczonych dalsza realizacja scenariusza „miękkiego lądowania”

Prognozowana przez NBP dynamika PKB dla najważniejszych gospodarek (%)

|                   | 2023 | 2024      | 2025      | 2026      |
|-------------------|------|-----------|-----------|-----------|
| Strefa euro       | 0,4  | 0,7 (0,8) | 1,2 (1,3) | 1,3 (1,3) |
| Niemcy            | -0,3 | 0,0 (0,3) | 0,9 (1,1) | 1,1 (1,2) |
| Wielka Brytania   | 0,3  | 0,9 (0,9) | 1,2 (1,2) | 1,4 (1,4) |
| Stany Zjednoczone | 2,9  | 2,7 (2,5) | 2,0 (2,0) | 2,0 (2,0) |
| Chiny             | 5,2  | 4,8 (4,9) | 4,5 (4,6) | 4,2 (4,2) |

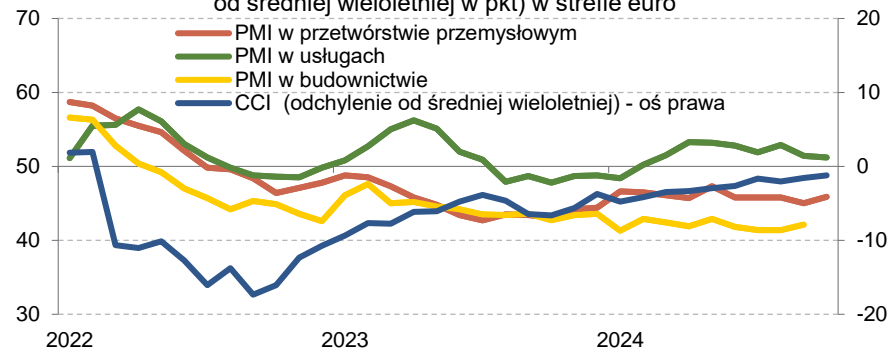
W nawiasach podano wartości z projekcji lipcowej (wartości odsezonowane). Kolorem **zielonym** oznaczono wskaźniki o wartości wyższej niż w projekcji lipcowej, kolorem **czerwonym** oznaczono wskaźniki o wartości niższej niż w projekcji lipcowej.

Dynamika realnego PKB (% , r/r) i jej składowe (pkt proc.) w Stanach Zjednoczonych

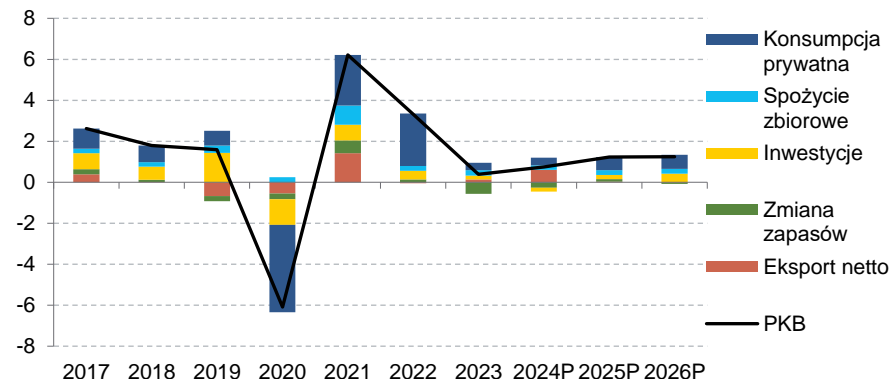


Źródło: S&P Global, BEA, ONS, Refinitiv, Eurostat, obliczenia NBP.

Wskaźniki PMI (pkt) i wskaźnik nastrojów konsumenckich CCI (odchylenie od średniej wieloletniej w pkt) w strefie euro

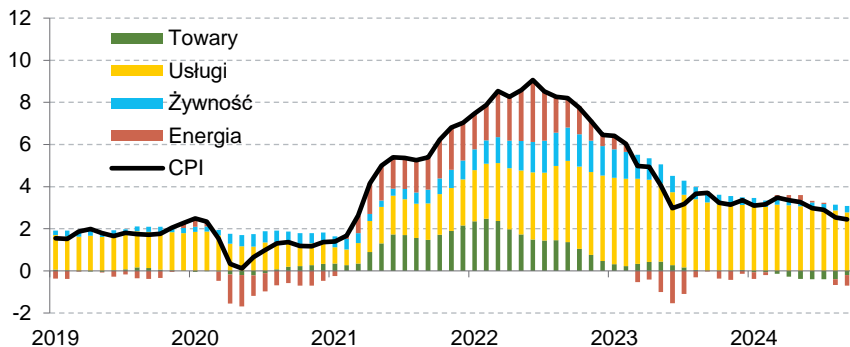


Dynamika realnego PKB (% , r/r) i jej składowe (pkt proc.) w strefie euro

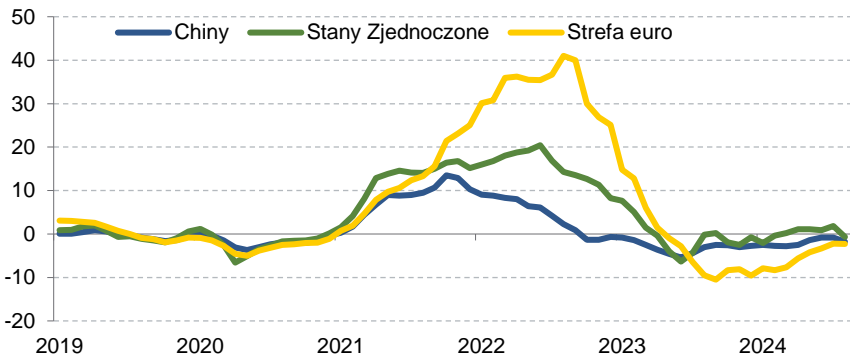


## W latach 2024-2026 inflacja będzie się stopniowo obniżać, przy czym proces ten będzie ograniczany przez upór ceny usług

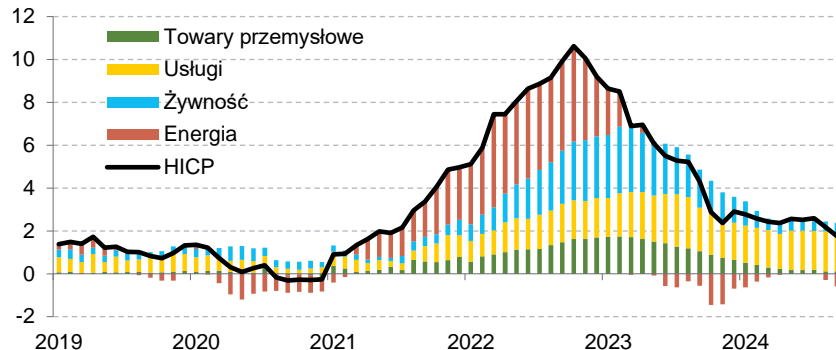
Inflacja CPI (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w Stanach Zjednoczonych



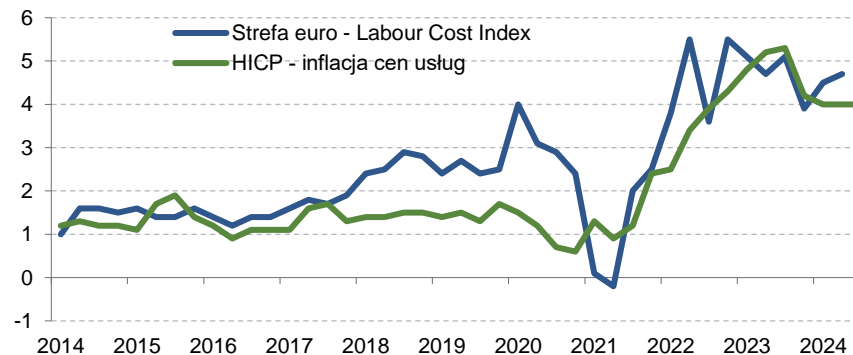
Wskaźniki inflacji cen produkcji w wybranych gospodarkach (% r/r)



Inflacja HICP (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w strefie euro



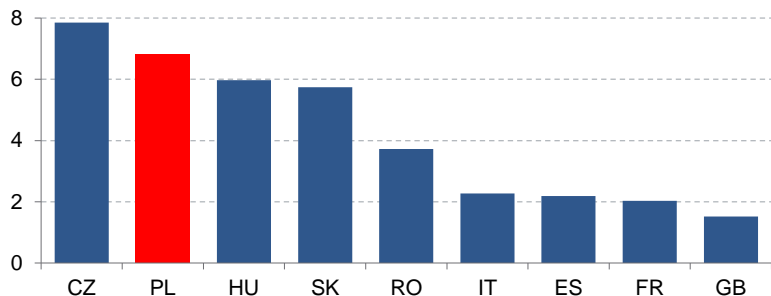
Dynamika płac nominalnych i inflacja cen usług w strefie euro (% r/r)



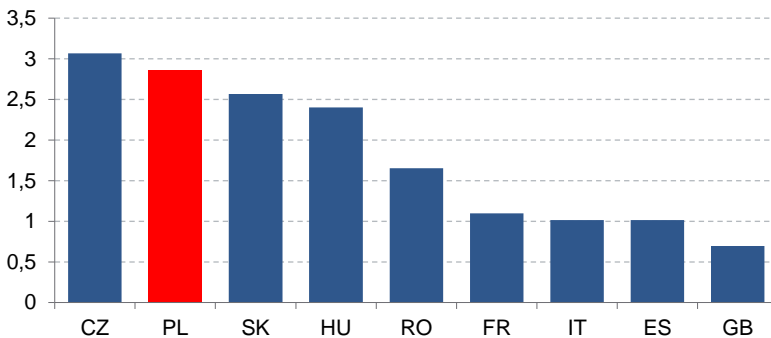
Uwaga: inflacja bazowa w strefie euro oznacza inflację HICP po wyłączeniu cen żywności, alkoholu i tytoniu oraz energii; w Stanach Zjednoczonych oznacza inflację CPI po wyłączeniu cen żywności oraz energii.  
Źródło: BLS, Eurostat, LSEG.

## Istotne znaczenie spowolnienia w Niemczech dla polskiej gospodarki

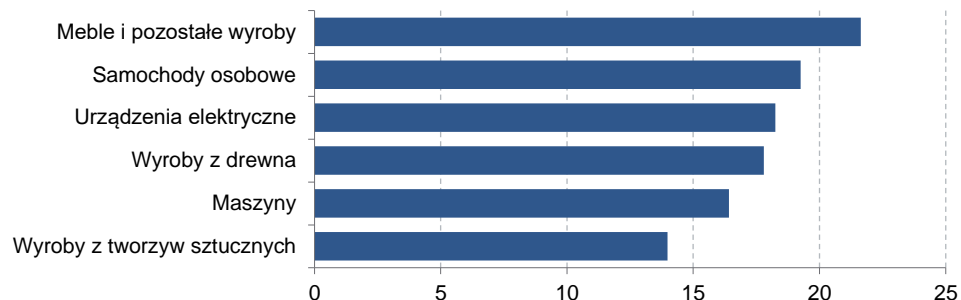
Udział niemieckiego popytu finalnego w absorpcji wartości dodanej wybranych krajów (2022, % wartości dodanej)



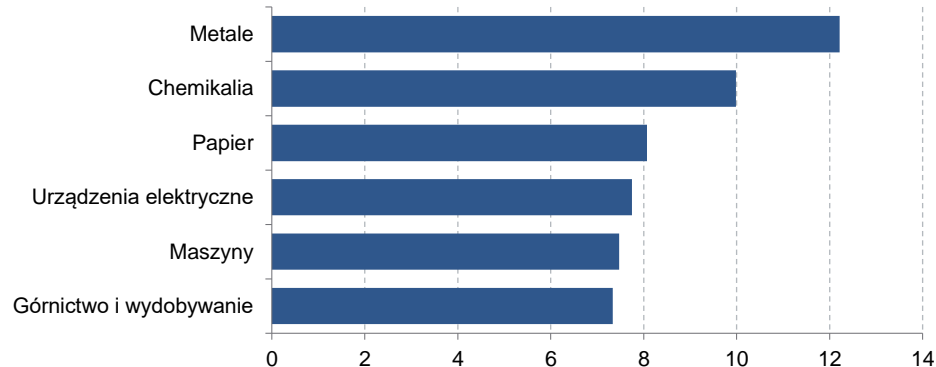
Udział wartości dodanej wybranych gospodarek eksportowanej przez Niemcy (2022, % wartości dodanej)



Sektory polskiej gospodarki z największym udziałem niemieckiego popytu finalnego w absorpcji ich wartości dodanej (2022, % wartości dodanej)

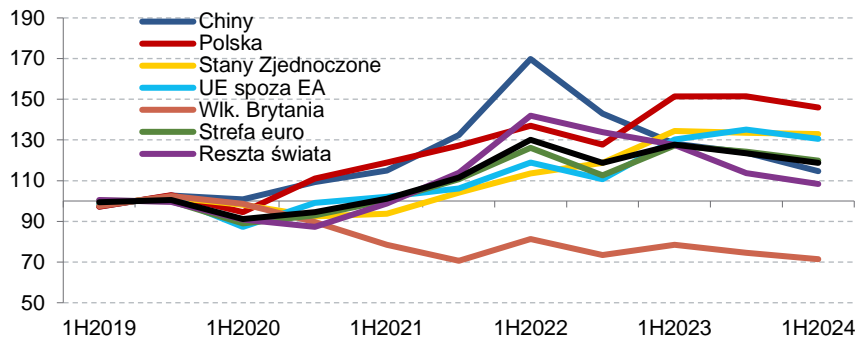


Udział wartości dodanej polskich sektorów eksportowanej przez Niemcy (2022, sektory z największym udziałem niemieckiego eksportu; % wartości dodanej)

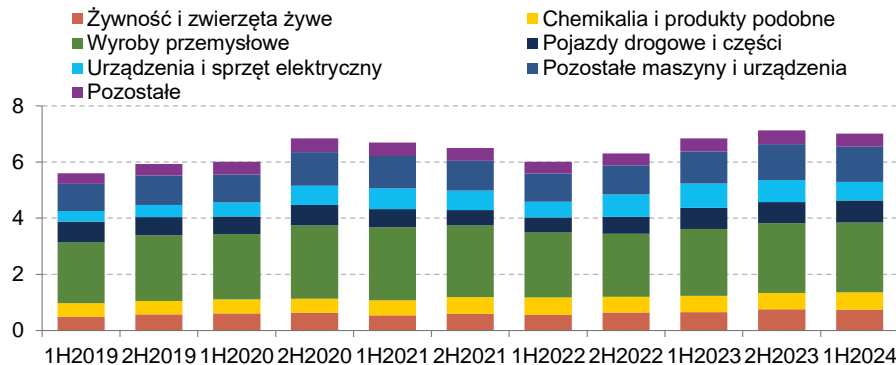


## W latach 2019-2024 Polska zwiększyła swój udział w imporcie Niemiec. Jednocześnie utrzymująca się słaba koniunktura w Niemczech ogranicza popyt z tego rynku.

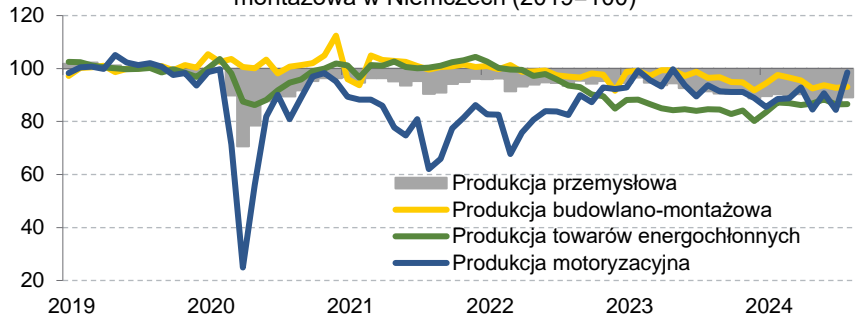
Import Niemiec z wybranych kierunków (2019 = 100)



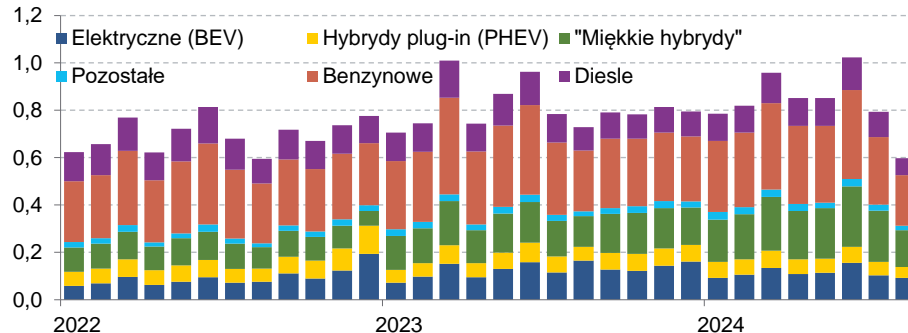
Udział Polski w imporcie Niemiec wg najważniejszych kategorii produktów (%)



Produkcja sprzedana przemysłu i jego wybranych branż oraz produkcja budowlano-montażowa w Niemczech (2019=100)

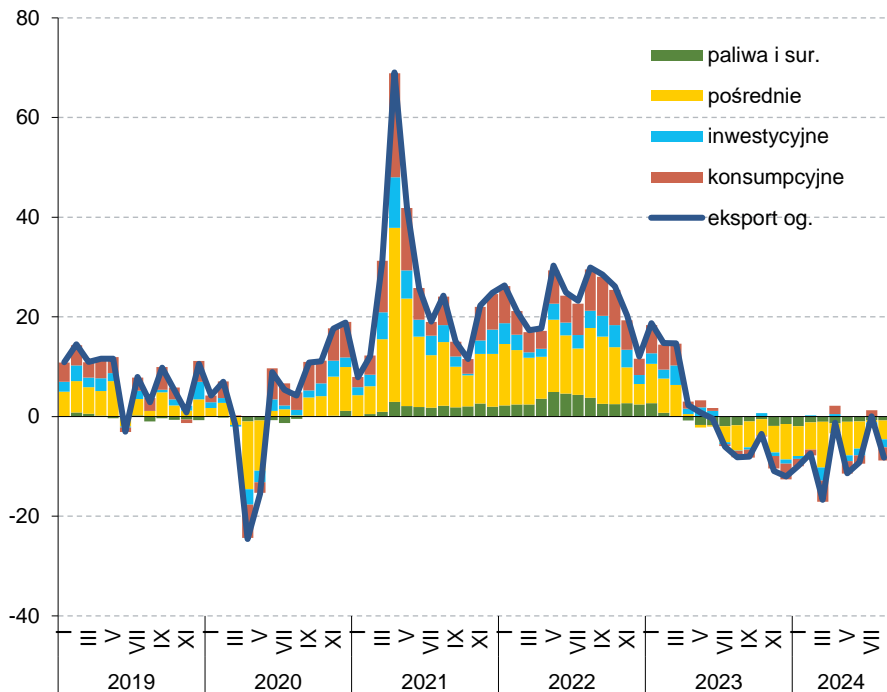


Nowe rejestracje samochodów osobowych w UE (mln)

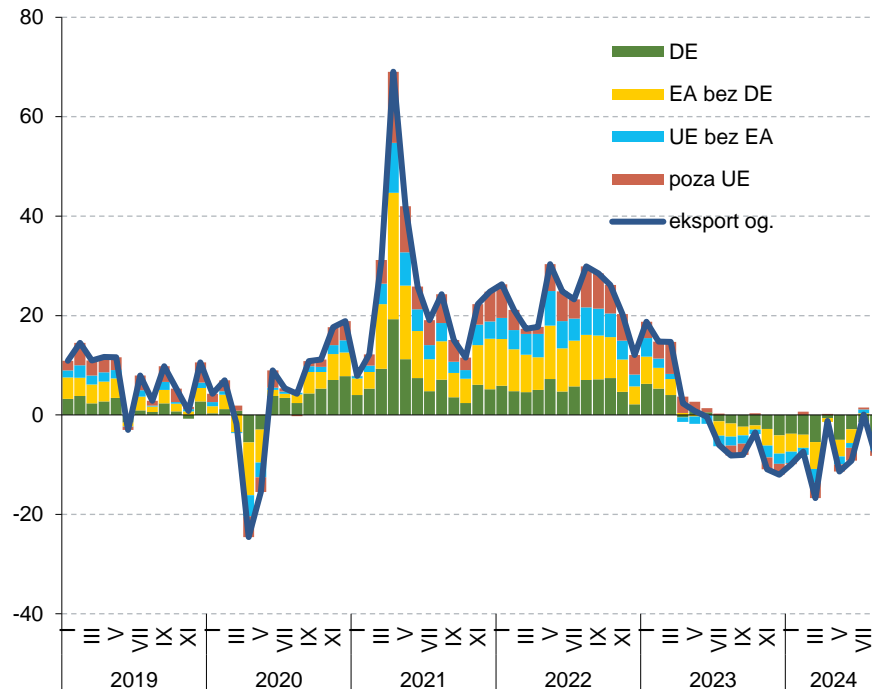


## Słaby wynik eksportu towarów za sprawą utrzymującego się spowolnienia gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, szczególnie w Niemczech, przy spadku eksportu dóbr konsumpcyjnych.

Eksport towarów (wkłady wg produktów, ceny bieżące, %, r/r)



Eksport towarów (wkłady wg kierunków, ceny bieżące, %, r/r)





Plan prezentacji:

Projekcja 2024 – 2026

- Koniunktura międzynarodowa

- Koniunktura krajowa

- Inflacja

Ocena niepewności

## Projekcja na lata 2024-2026

### Koniunktura krajowa

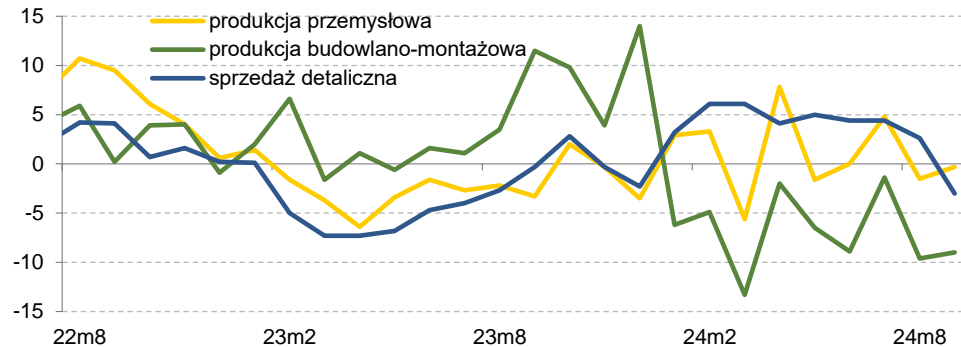


## Oslabienie aktywności gospodarczej w III kw. 2024 r.

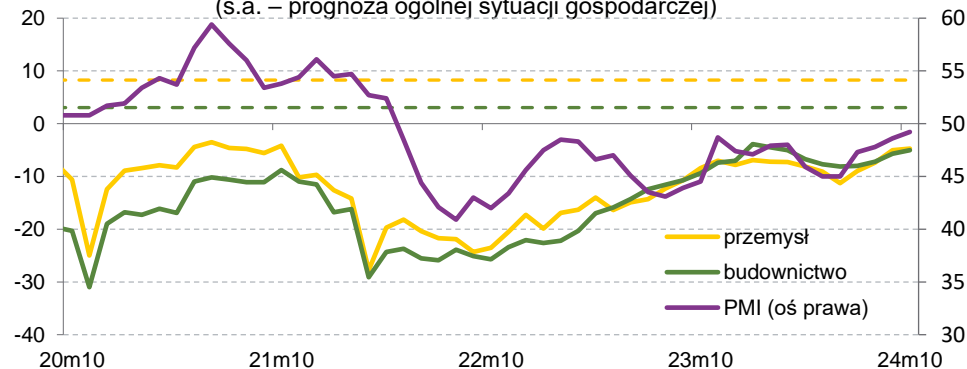
|                                       | 24q2        |        | 24q3        |        |
|---------------------------------------|-------------|--------|-------------|--------|
| PKB (r/r, %)                          | <b>3,2</b>  | (2,9)  | <b>2,6</b>  | (3,1)  |
| Popyt krajowy (r/r, %)                | <b>4,8</b>  | (3,3)  | <b>6,6</b>  | (7,2)  |
| Spożycie gosp. dom. (r/r, %)          | 4,6         | (4,6)  | <b>2,8</b>  | (4,4)  |
| Spożycie publiczne (r/r, %)           | <b>11,5</b> | (10,4) | <b>9,2</b>  | (9,3)  |
| Nakłady brutto na śr. trwałe (r/r, %) | <b>3,2</b>  | (-0,2) | <b>-0,4</b> | (1,7)  |
| Wkład zmiany zapasów (pkt. proc.)     | <b>-0,8</b> | (-1,6) | <b>2,9</b>  | (2,0)  |
| Wkład eksportu netto (pkt. proc.)     | <b>-1,3</b> | (-0,1) | <b>-3,7</b> | (-3,5) |
| Eksport (r/r, %)                      | <b>2,9</b>  | (2,0)  | <b>0,1</b>  | (-1,0) |
| Import (r/r, %)                       | <b>5,7</b>  | (2,5)  | <b>7,5</b>  | (5,7)  |

W nawiasach podano wartości z projekcji lipcowej (wartości odsezonowane).  
Kolorem **zielonym** oznaczono wskaźniki o wartości wyższej niż w projekcji lipcowej, a **czerwonym** niższej.

Dynamika produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej (ceny stałe, r/r, %)



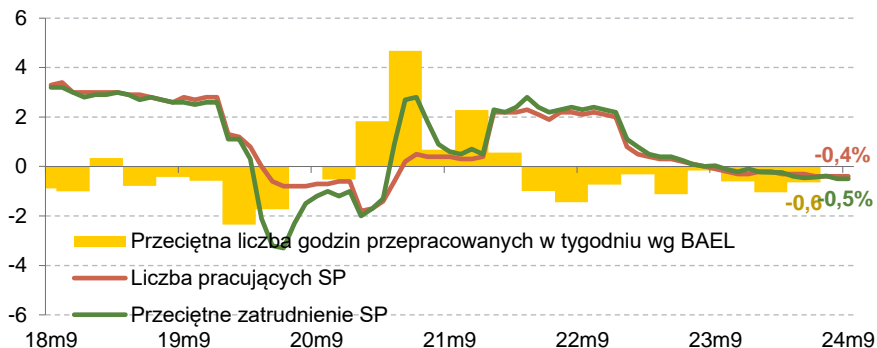
PMI oraz wskaźniki koniunktury w przemyśle, budownictwie i handlu (s.a. – prognoza ogólnej sytuacji gospodarczej)



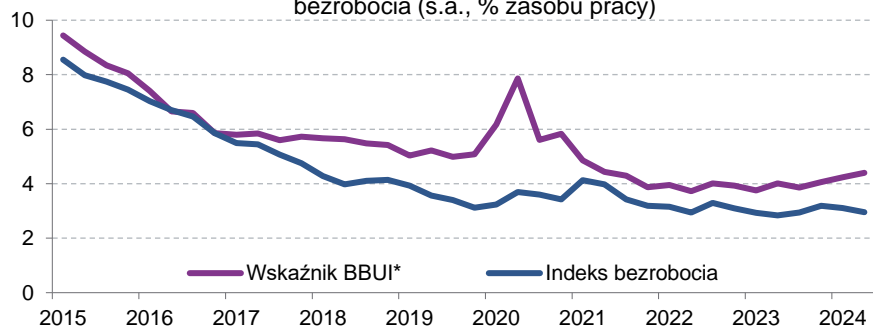
Uwaga: liniami przerywanymi oznaczono wieloletnie średnie wskaźników koniunktury w przemyśle (kolor **żółty**), budownictwie (kolor **zielony**).

## Rynek pracy nadal pod wpływem spowolnienia aktywności gospodarczej w 2023 r.

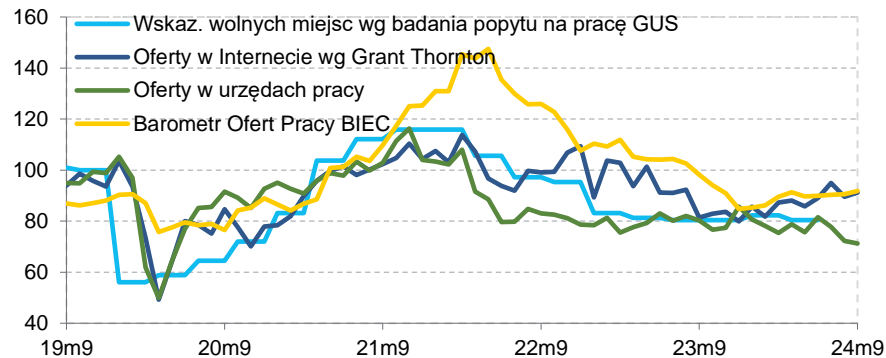
Przeciętne zatrudnienie, liczba pracujących w SP oraz średnia liczba godzin przepracowanych w tygodniu wg BAEL (r/r, %)



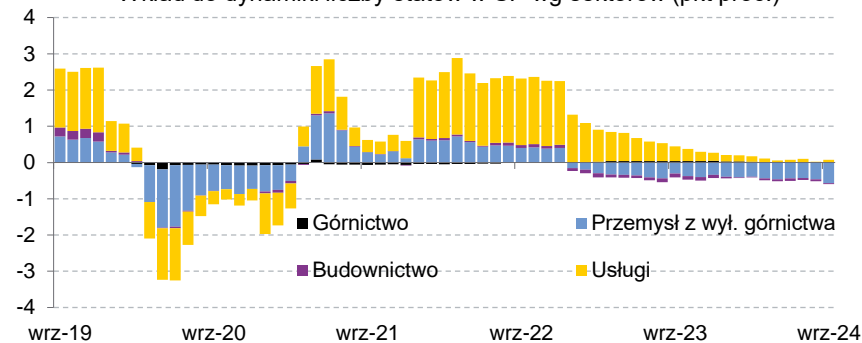
Indeks niepełnego wykorzystania czynnika pracy BBUI i indeks bezrobocia (s.a., % zasobu pracy)



Miary niezrealizowanego popytu na pracę (indeks 04.2019=100, s.a.)



Wkład do dynamiki liczby etatów w SP wg sektorów (pkt proc.)

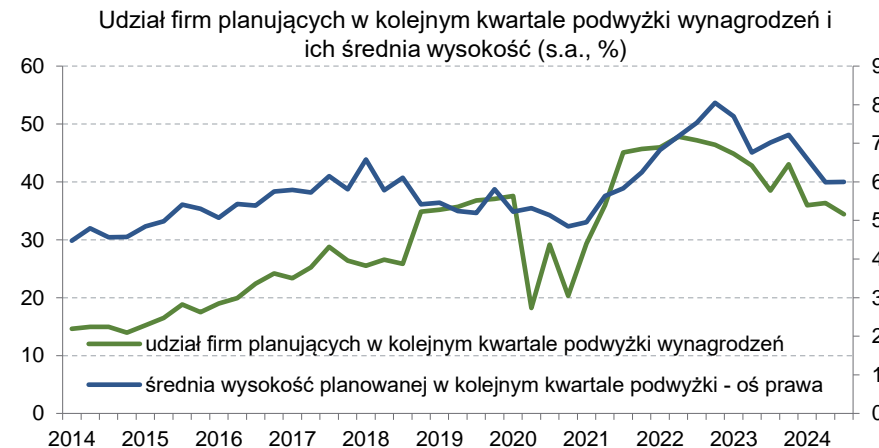
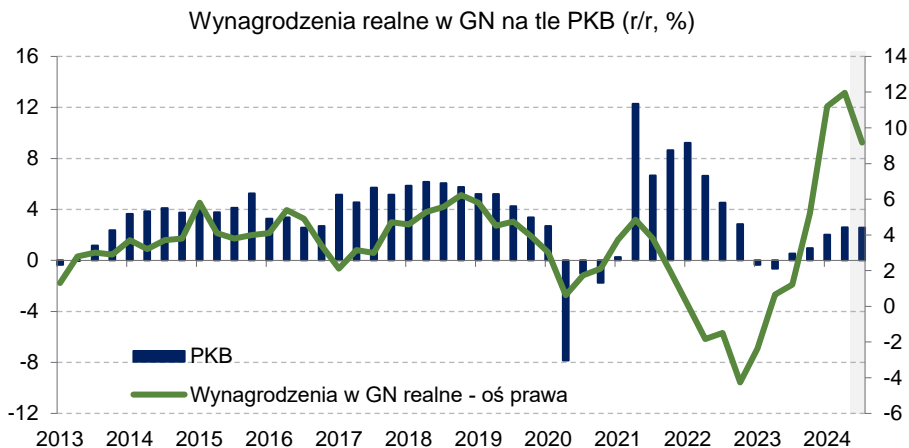
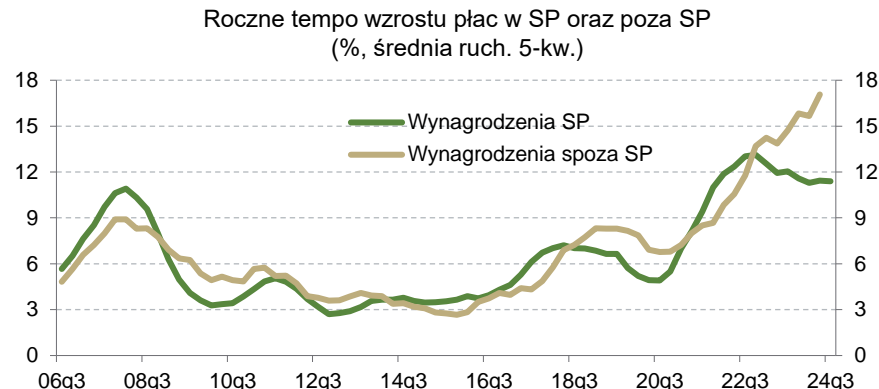
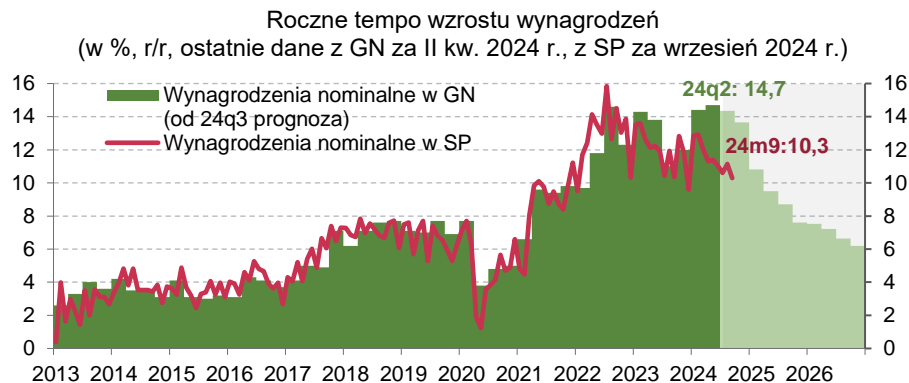


\*BBUI – Bell & Blanchflower Underemployment Index.

Uwaga: Nieciągłość metodologiczna ze względu na zmianę metodyki badania BAEL wprowadzoną w I kw. 2021 r.

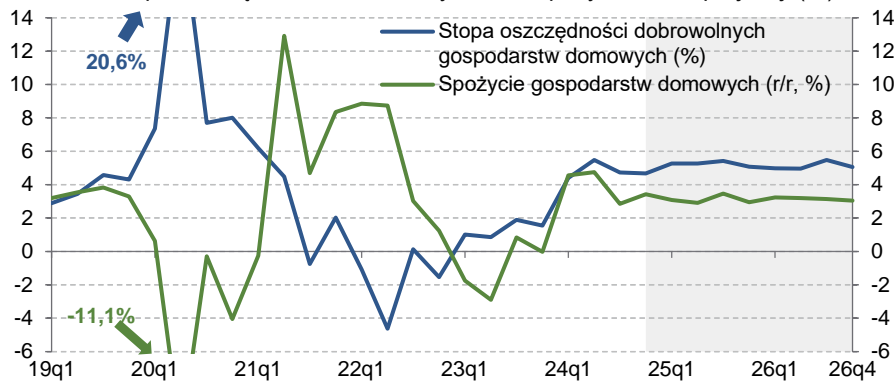
Źródło: GUS, ZUS, Szybki Monitoring, BIEC, Grant Thornton, obliczenia NBP.

## Sfera budżetowa i mikrofirmy oddziaływały na dalszy wzrost dynamiki wynagrodzeń nominalnych w II kw. br.

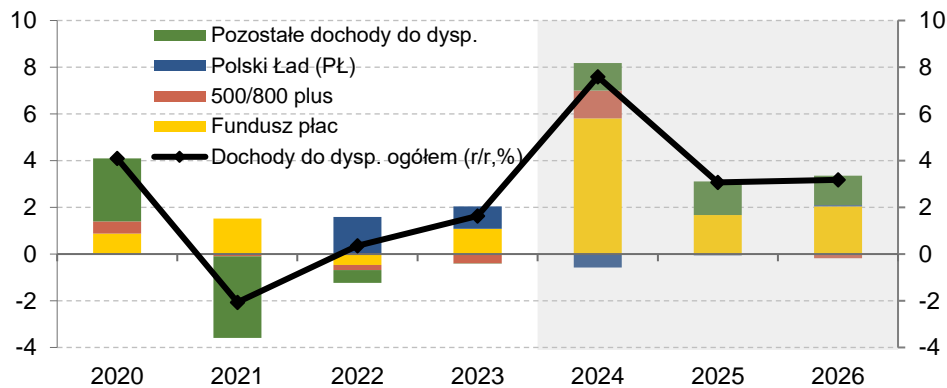


## Po wzroście w 2024 r. o 3,8%, dynamika spożycia gospodarstw domowych w latach 2025-2026 będzie utrzymywać się na obniżonym poziomie

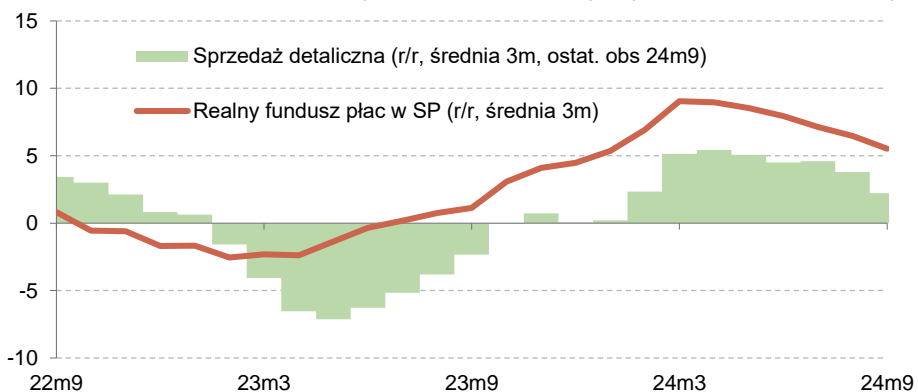
Stopa oszczędności dobrowolnych oraz spożycie GD w projekcji (%)



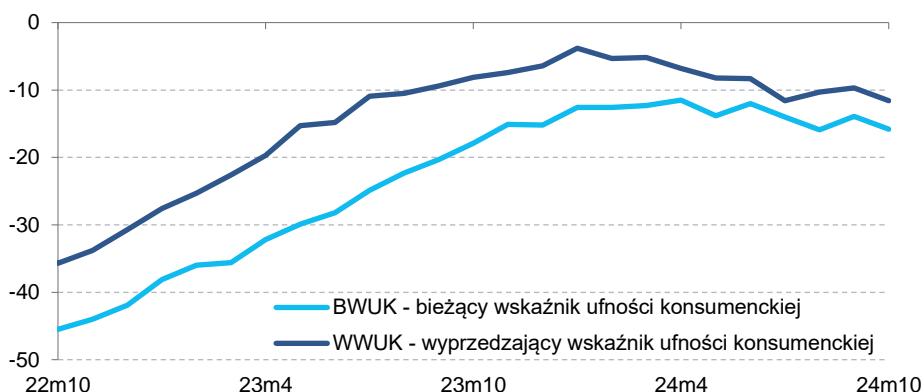
Dochód do dyspozycji i jego dekompozycja (r/r, ceny stałe)



Sprzedż detaliczna i realny fundusz płac w SP (ceny stałe, średnia 3m, %, r/r)

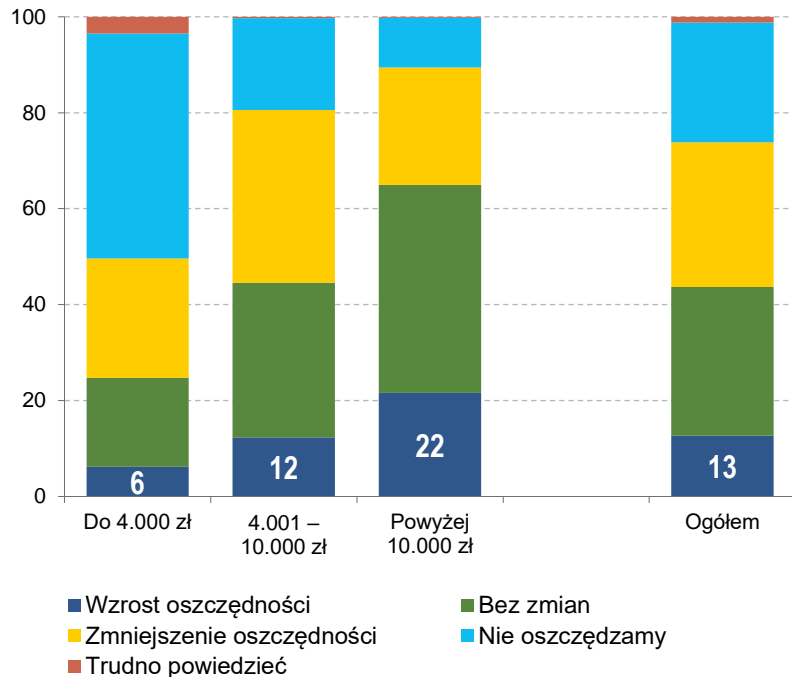


Wskaźniki koniunktury konsumenckiej (pkt)

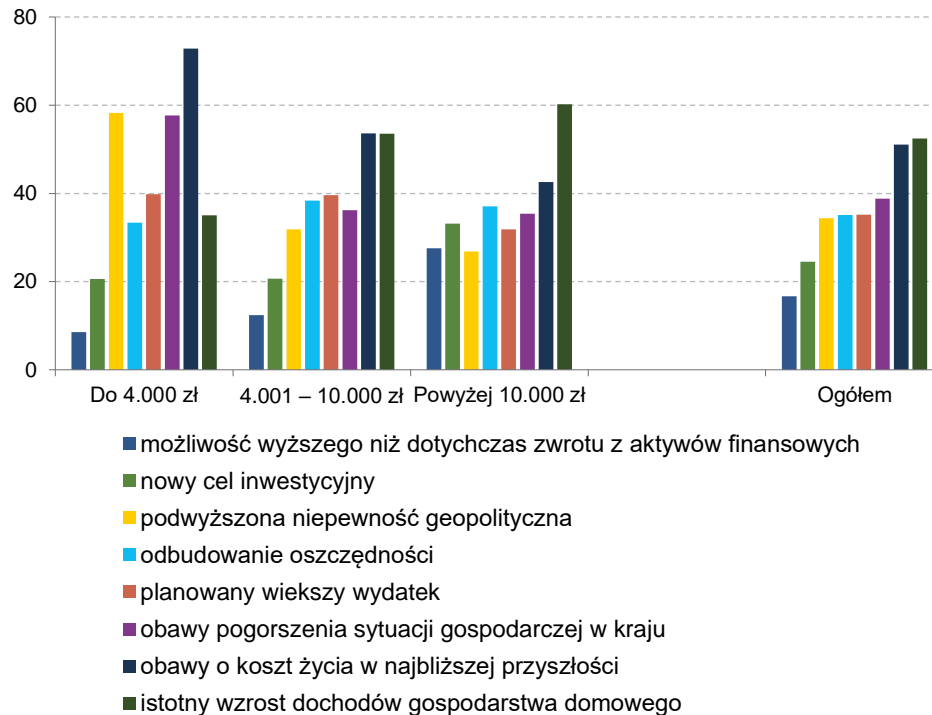


## Wzrost oszczędności głównie wśród bardziej zamożnych gospodarstw domowych, budujących – często większy niż wcześniej – bufor finansowy

Zmiany oszczędności gospodarstw domowych w ciągu ostatnich 12 miesięcy wg poziomu dochodów (% respondentów w grupie dochodowej)

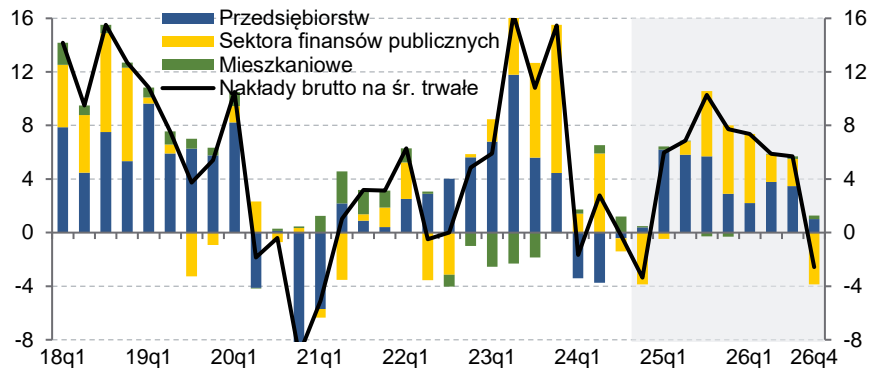


Przyczyny zwiększenia oszczędności wg głównych grup dochodów gospodarstw domowych (% respondentów w grupie dochodowej)

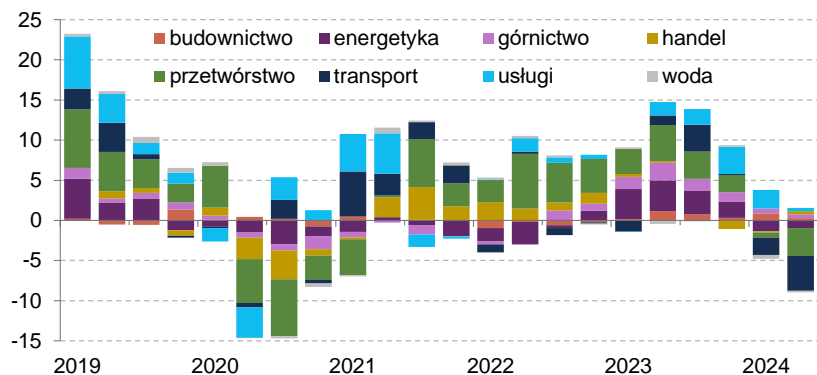


## Wzrost dynamiki nakładów brutto na środki trwałe w II kw. br., mimo spadku inwestycji w dużych przedsiębiorstwach i sektorze finansów publicznych

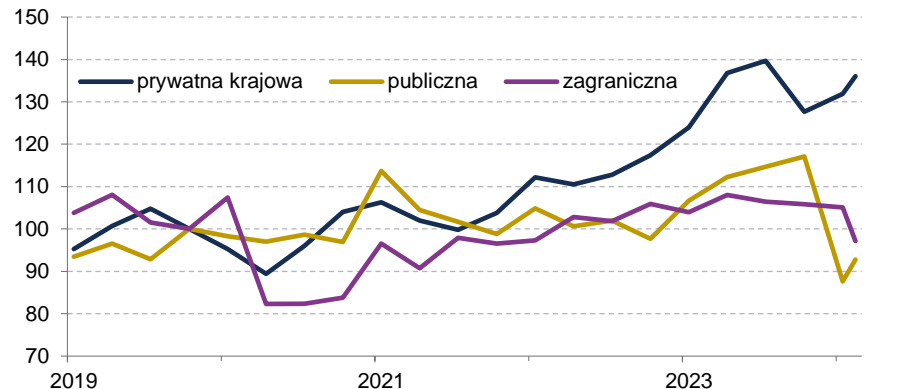
Nakłady brutto na środki trwałe w projekcji (r/r, %) - dekompozycja



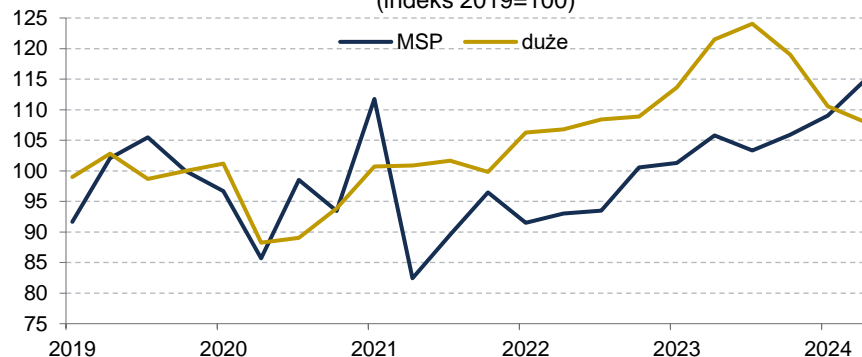
Wkład do realnej dynamiki r/r inwestycji przedsiębiorstw wg PKD (w pkt. proc.)



Realna wartość inwestycji przedsiębiorstw wg formy własności (indeks 2019=100)

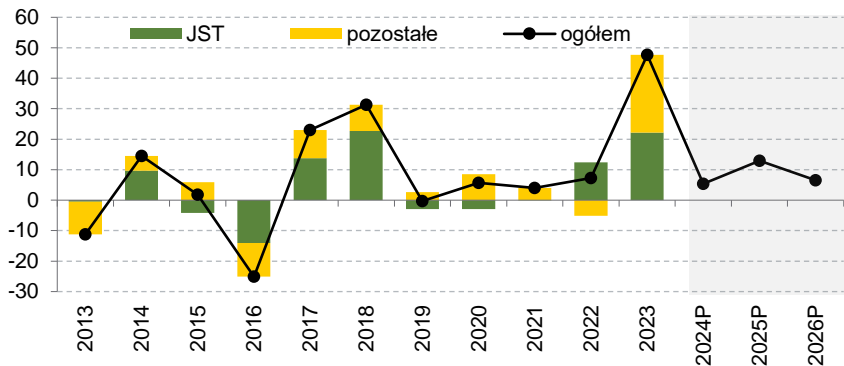


Realna wartość inwestycji w MSP i dużych przedsiębiorstwach (indeks 2019=100)

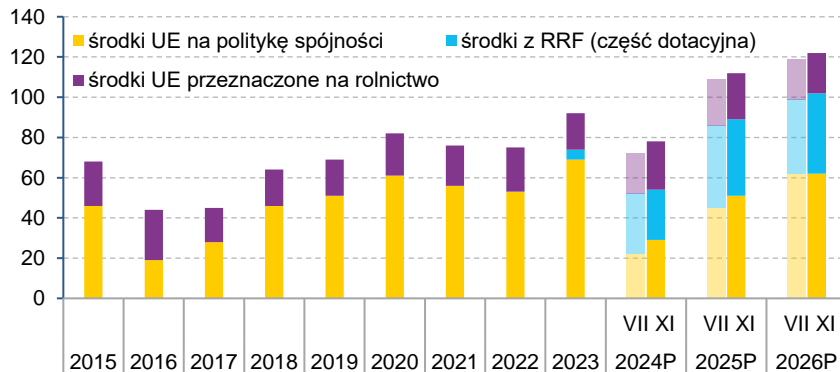


## W horyzoncie projekcji poziom inwestycji publicznych podwyższony przez wysokie wydatki na obronę narodową. W 2026 r. spowolnienie tempa wzrostu napływu funduszy unijnych.

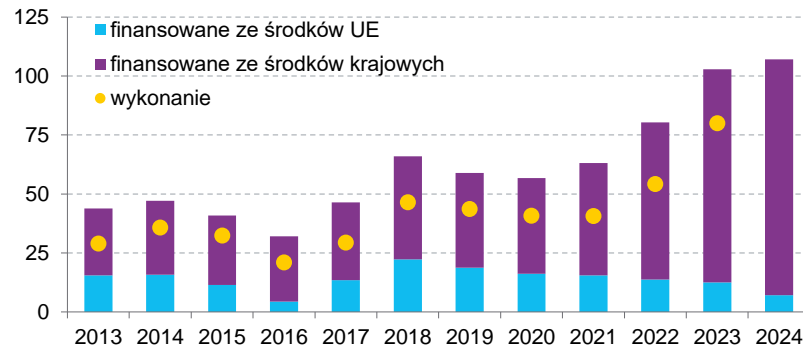
Tempo wzrostu inwestycji publicznych i wkład głównych elementów  
(ceny bieżące, r/r, %)



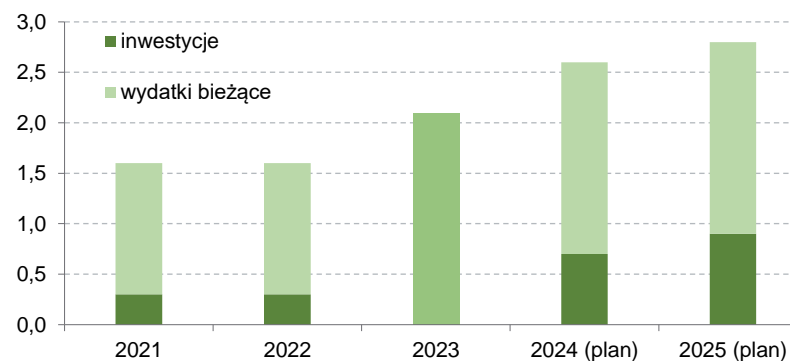
Wykorzystanie środków UE ogółem (ceny bieżące, mld zł)



Planowane wydatki inwestycyjne JST (plan z II kw., ceny bieżące, mld zł)

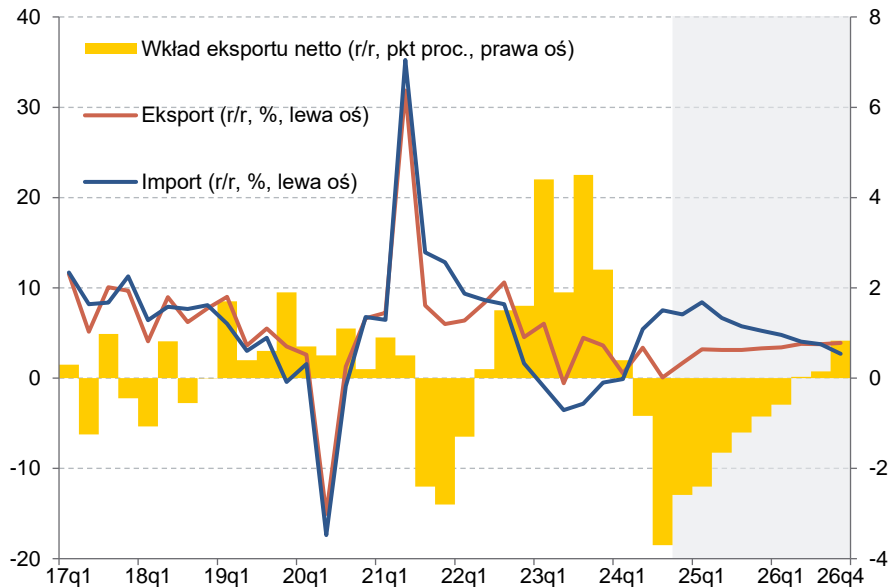


Wydatki na obronę narodową w ujęciu ESA (% PKB)

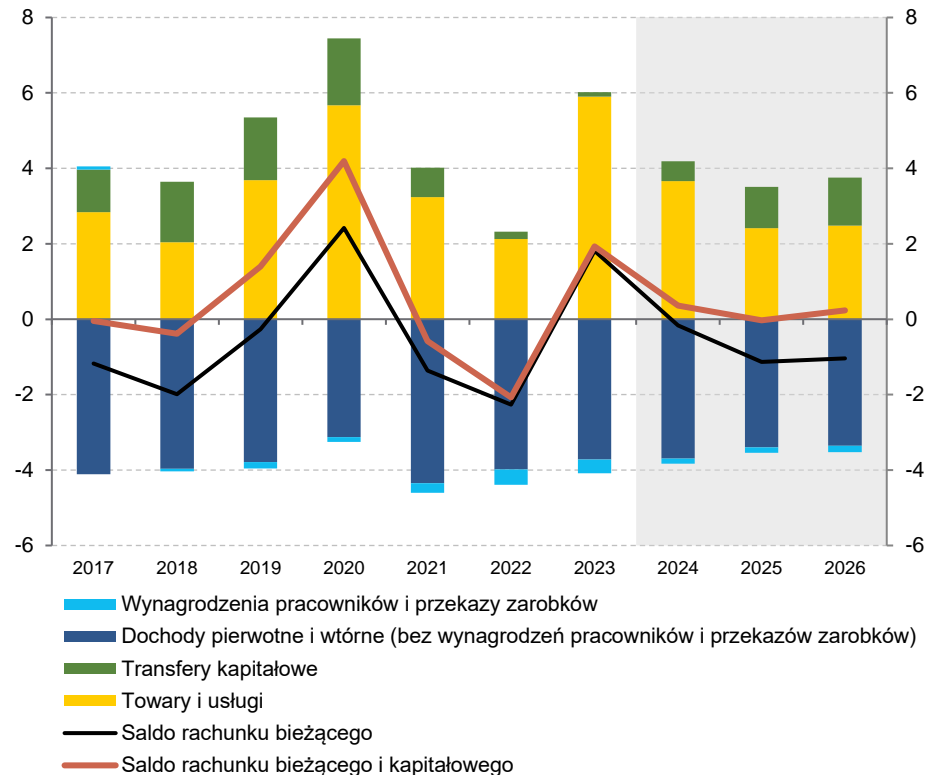


## Wyraźnie ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB do 2025 r., w 2026 r. poprawa w ślad za spowolnieniem dynamiki popytu krajowego

Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w projekcji



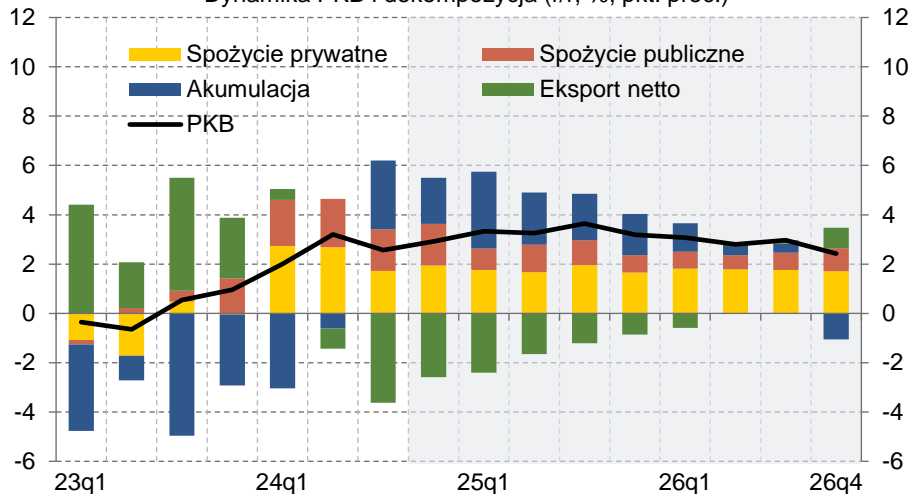
Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego w projekcji (% PKB)



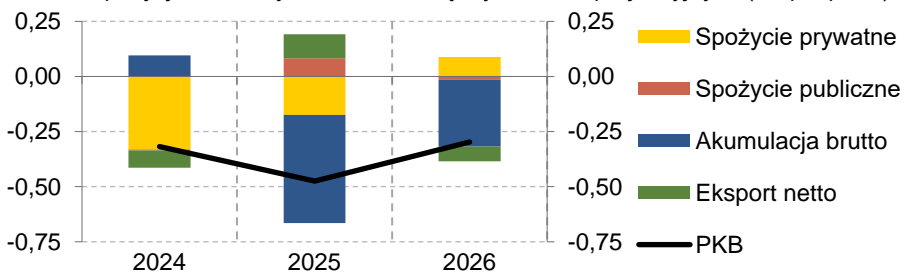


## W 2025 r. odbicie aktywności gospodarczej, jednak słabsze niż oczekiwano w rundzie lipcowej

Dynamika PKB i dekompozycja (r/r, %, pkt. proc.)



Dekompozycja zmian dynamiki PKB między rundami projekcyjnymi (r/r, pkt. proc.)



Czynniki oddziałujące na koniunkturę krajową w najbliższych kwartałach:

- ↑ **wysoka dynamika wynagrodzeń i działania fiskalne** zwiększające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych
- ↑ silny **wzrost napływu funduszy unijnych** w 2025 r. w ramach perspektywy finansowej 2021-2027 oraz Krajowego Planu Odbudowy
- ↓ **ograniczona skala ożywienia** w otoczeniu gospodarczym Polski, w szczególności w strefie euro
- ↓ **restrykcyjna polityka pieniężna** przy założeniu o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie
- ↓ **wysoka stopa oszczędności**

| PKB, r/r, %   | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------|------|------|------|------|------|
| Listopad 2024 | 5,6  | 0,2  | 2,7  | 3,4  | 2,8  |
| Lipiec 2024   | 5,6  | 0,2  | 3,0  | 3,8  | 3,1  |



Plan prezentacji:

Projekcja 2024 – 2026

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

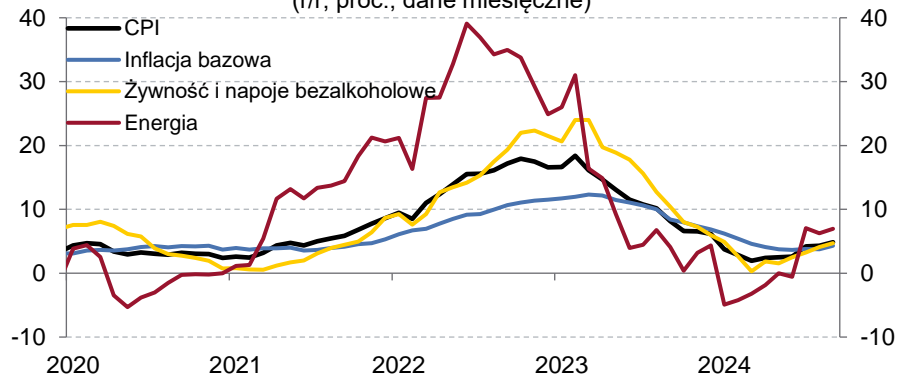
Ocena niepewności

## Projekcja na lata 2024-2026

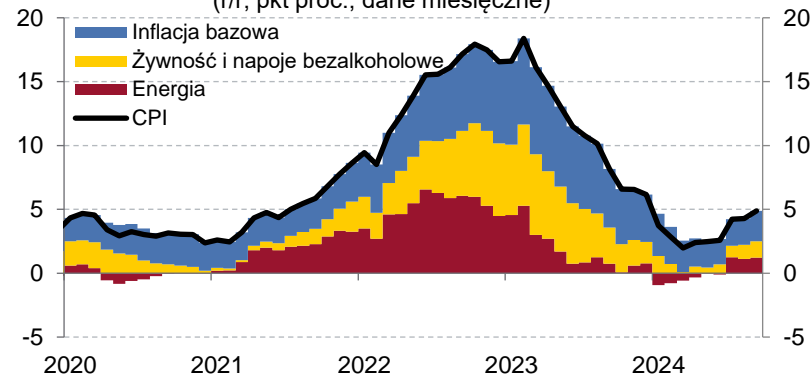
### Inflacja

## Od lipca br. wzrost inflacji CPI, głównie na skutek wyższych cen administrowanych nośników energii

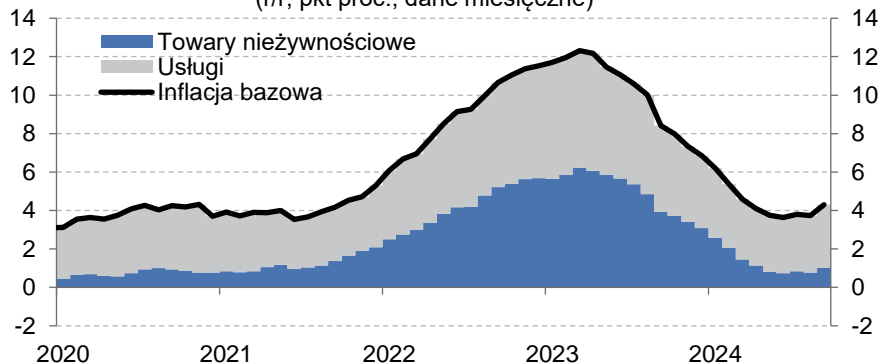
Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych  
(r/r, proc., dane miesięczne)



Dekompozycja inflacji CPI  
(r/r, pkt proc., dane miesięczne)



Dekompozycja inflacji CPI po wyłączeniu cen żywności i energii  
(r/r, pkt proc., dane miesięczne)



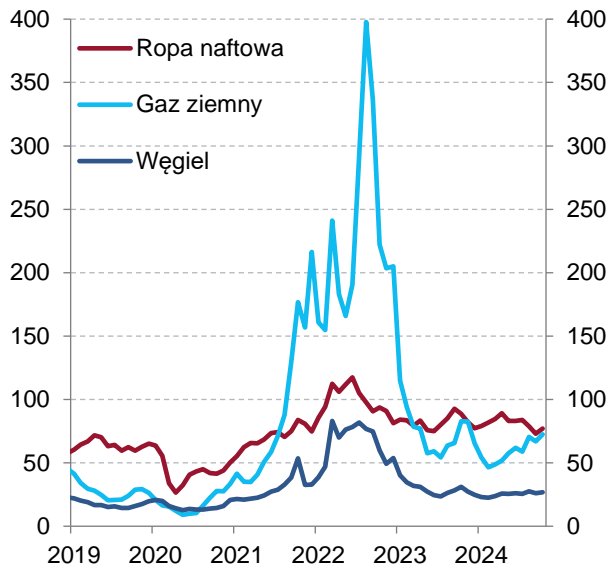
Realizacja wskaźników cen w II i III kwartale 2024 r. na tle projekcji  
lipcowej (r/r, proc.)

| r/r, %                | 24q2 |        | 24q3 |       |
|-----------------------|------|--------|------|-------|
| Inflacja CPI          | 2,5  | (2,5)  | 4,5  | (4,4) |
| Inflacja bazowa       | 3,8  | (3,9)  | 3,9  | (3,8) |
| Inflacja cen żywności | 2,0  | (1,7)  | 4,0  | (3,3) |
| Inflacja cen energii  | -0,8 | (-0,7) | 6,8  | (8,2) |

W nawiasach podano wartości z projekcji lipcowej (wartości odsezonowane).  
Kolorem zielonym oznaczono wskaźniki o wartości wyższej niż w projekcji lipcowej, a  
czerwonym - niższej.

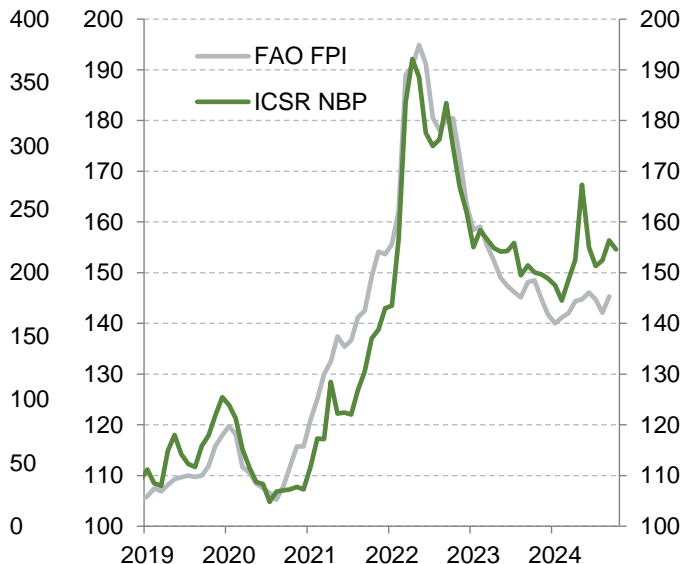
## Wzrost cen większości surowców w ostatnich miesiącach przy ograniczeniach podaży

Ceny ropy naftowej, gazu ziemnego oraz węgla  
(USD/boe, dane miesięczne)



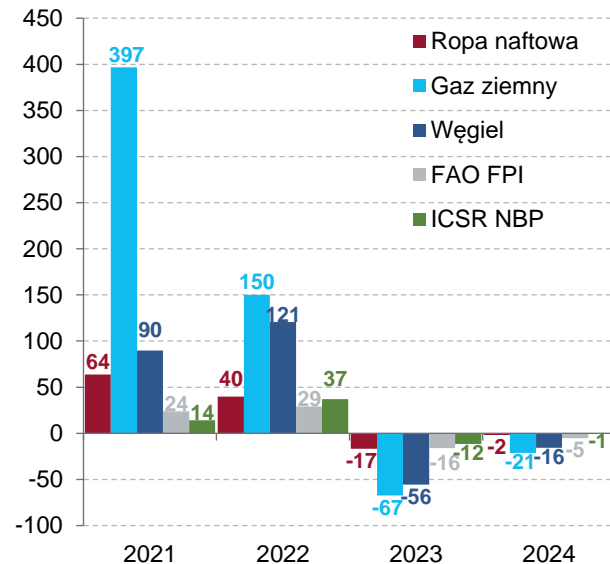
Uwaga: boe (ang. *barrel of oil equivalent*) – baryłka przeliczeniowa ropy. Dane do 14 października 2024 r.

FAO FPI oraz ICSR NBP  
(indeksy, maj 2010=100, EUR, dane miesięczne)



Uwaga: Dane dla ICSR NBP do 16 października 2024 r. Dane dla FAO FPI do 30 września 2024 r.

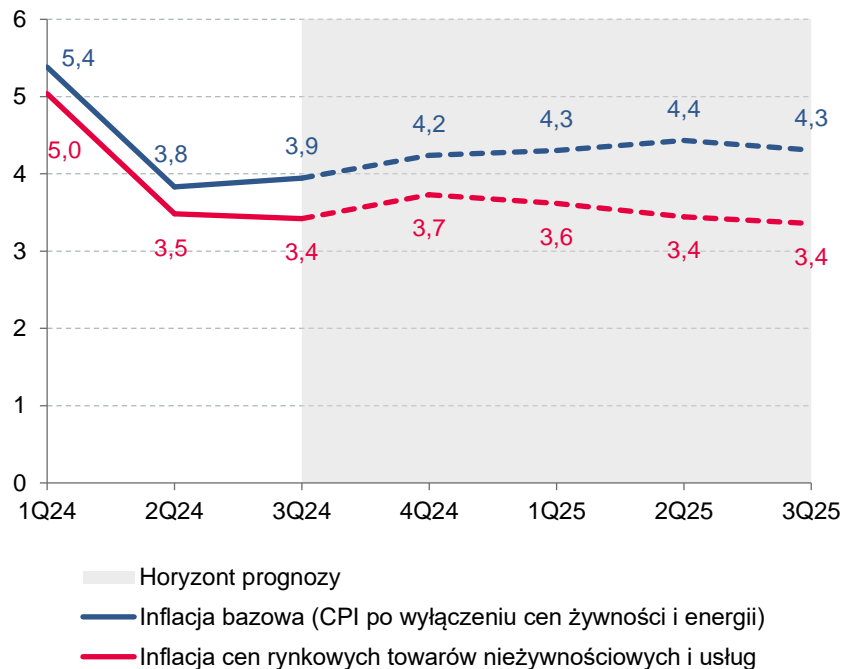
Dynamika cen surowców  
w latach 2021-2024 (proc.)



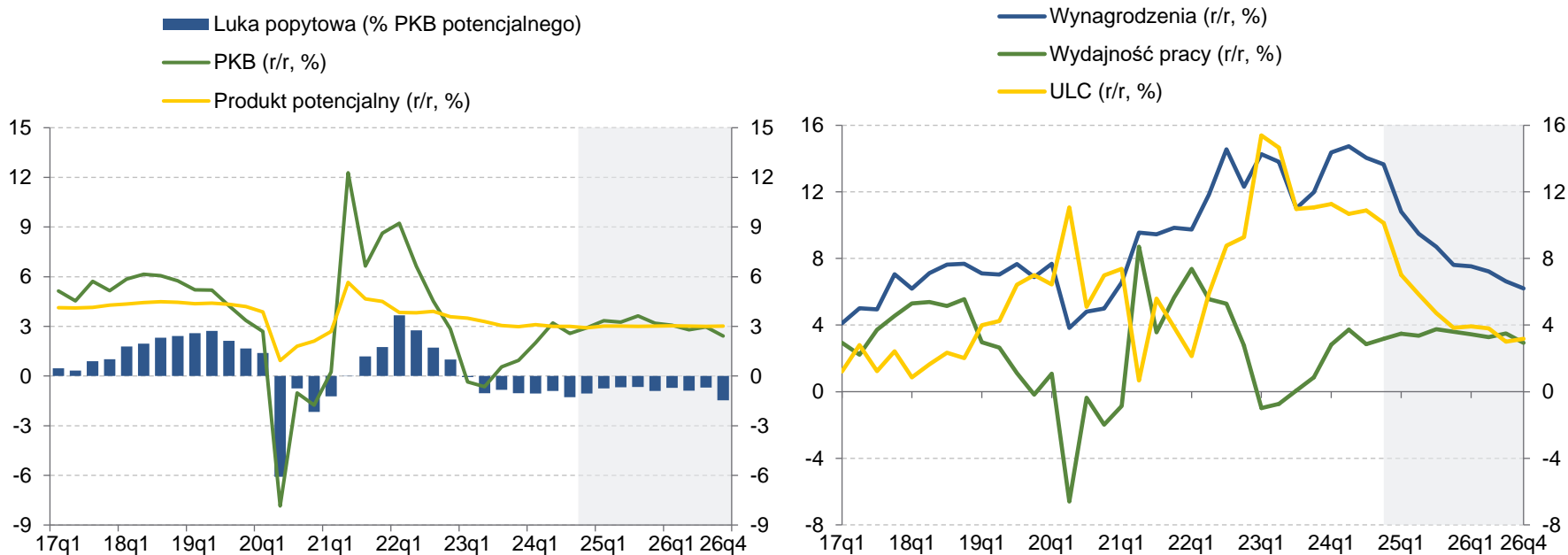
Uwaga: Średnioroczna dynamika w latach 2021-2023. Dla 2024 r. i surowców energetycznych oraz ICSR NBP średnia z okresu styczeń-październik w ujęciu rocznym, w przypadku FAO FPI średnia z okresu styczeń-wrzesień.

## Istotny wpływ czynników regulowanych na inflację bazową

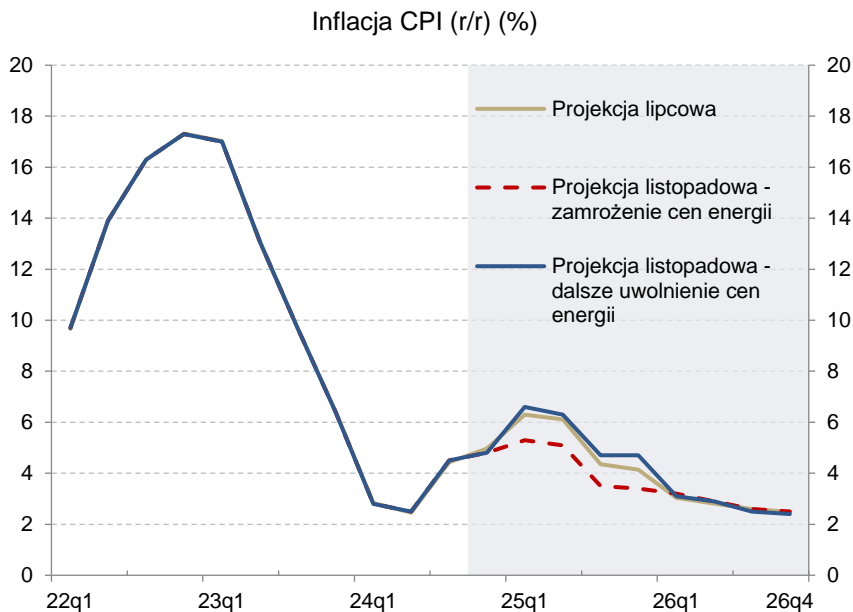
Wskaźniki inflacji bazowej oraz inflacji cen rynkowych towarów nieżywnościowych i usług (r/r, proc., dane kwartalne)



## W horyzoncie projekcji skala oczekiwanego ożywienia jest ograniczona, przy luce popytowej na ujemnym poziomie



## Niewielkie korekty prognoz inflacji CPI względem wyników projekcji lipcowej, niepewność związana ze skalą działań regulacyjnych rządu w zakresie cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i ciepła



**Ścieżka bazowa** – ceny energii – dalsze odejście od mechanizmów regulujących ceny energii, zgodnie z ustawą z 23 maja 2024 r.

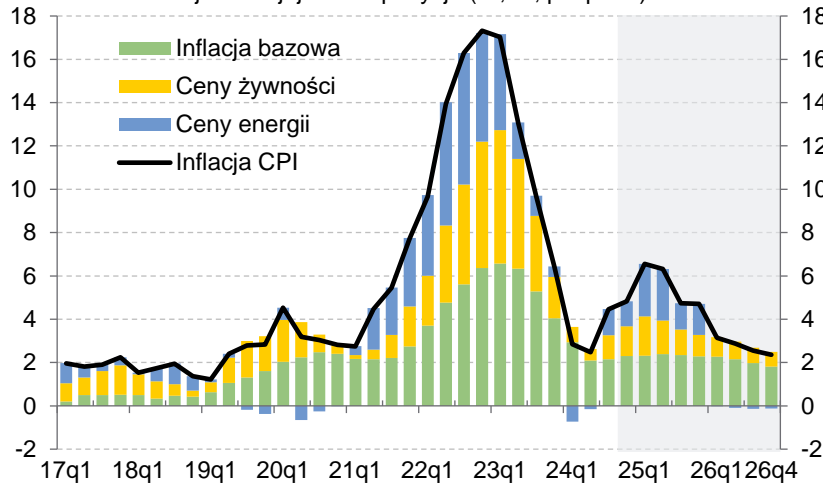
**Ścieżka alternatywna** – ceny energii – zamrożenie obowiązujących stawek i opłat za elektryczność, gaz i ciepło w latach 2025-2026 na obecnym poziomie

**Projekcja lipcowa** – ceny energii – dalsze odejście od mechanizmów regulujących ceny energii, zgodnie z ustawą z 23 maja 2024 r.

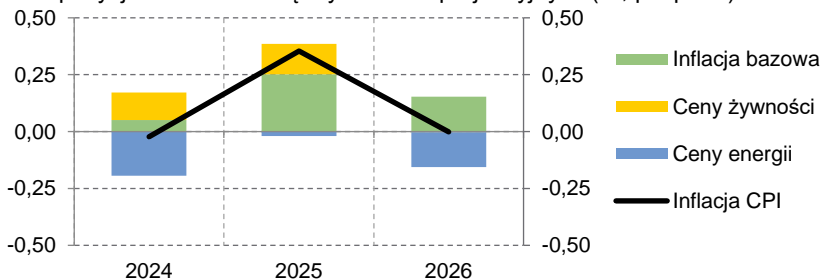
| CPI, r/r, %                                  | 2024 | 2025 | 2026 |
|--|------|------|------|
| Projekcja listopadowa – ścieżka bazowa       | 3,7  | 5,6  | 2,7  |
| Projekcja listopadowa – ścieżka alternatywna | 3,7  | 4,3  | 2,8  |
| Projekcja lipcowa – ścieżka bazowa           | 3,7  | 5,2  | 2,7  |

## Wzrost inflacji CPI w związku z czynnikami przejściowymi, powrót do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP w 2026 r.

Inflacja CPI i jej dekompozycja (r/r, %, pkt proc.)



Dekompozycja zmian CPI między rundami projekcyjnymi (r/r, pkt proc.)



Na ścieżkę inflacji w horyzoncie projekcji wpływać będzie:

**do I kw. 2025 r.:**

- ⬆️ **wpływ odmrażania cen energii** dla gospodarstw domowych w lipcu 2024 r. i w styczniu 2025 r.
- ⬆️ **rosnąca dynamika cen żywności**
  - ⬆️ niższe zbiory owoców i wybranych warzyw
  - ⬆️ efekt bazy związany z nasilającą się konkurencją cenową pomiędzy największymi detalistami na rynku żywności w ub.r.
- ⬆️ **wzrost inflacji bazowej**
  - ⬆️ efekt bazy związany z poszerzeniem listy osób uprawnionych do korzystania z darmowych leków we wrześniu ub.r.
  - ⬆️ podwyżki taryf regulowanych na zaopatrywanie w wodę i odprowadzanie ścieków
  - ⬆️ wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe w marcu 2025 r.

**od II kw. 2025 r. do IV kw. 2026 r.:**

- ⬇️ **spadek dynamiki kosztów pracy**
- ⬇️ **niska presja popytowa**
- ⬇️ **ograniczony wzrost cen** w otoczeniu polskiej gospodarki
- ⬇️ **w 2026 r. ustąpi wpływ ograniczania mechanizmów regulujących ceny nośników energii dla gospodarstw domowych**

| CPI, r/r, %   | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------|------|------|------|------|------|
| Listopad 2024 | 14,4 | 11,4 | 3,7  | 5,6  | 2,7  |
| Lipiec 2024   | 14,4 | 11,4 | 3,7  | 5,2  | 2,7  |





Plan prezentacji:

Projekcja 2024 – 2026

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

Ocena niepewności

---

## Ocena niepewności

---

- Obszary niepewności
- Wykresy wachlarzowe

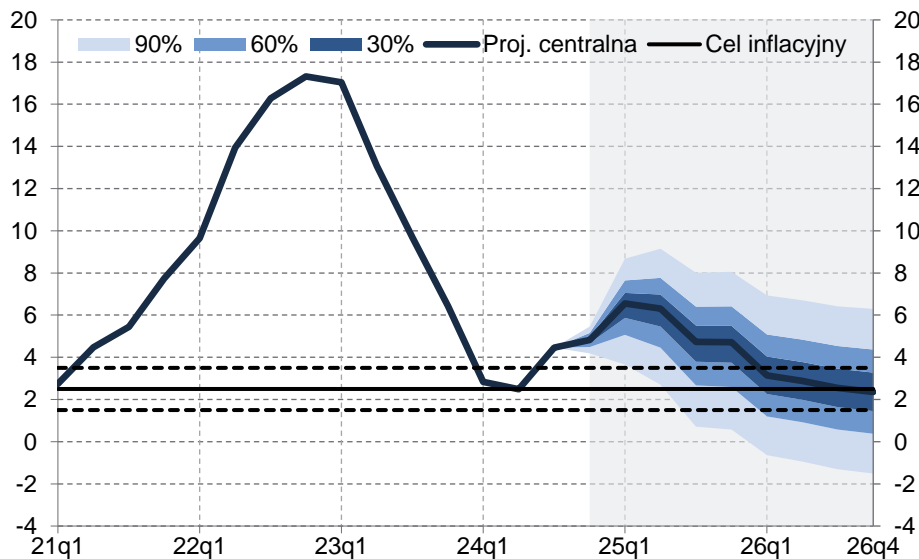
## Obszary niepewności

- **Przyszły kształt działań regulacyjnych w Polsce**
- **Tempo i skala realizacji projektów w ramach KPO**
- **Koniunktura gospodarcza wśród partnerów handlowych Polski, w szczególności Niemiec**
- **Polityka handlowa największych gospodarek, w tym skala fragmentacji światowego handlu i produkcji**
- **Rozwój sytuacji geopolitycznej i skala kryzysów zbrojnych w kontekście ich oddziaływania na przyszłą ścieżkę cen surowców, przepływy migracyjne oraz aktywność gospodarczą na świecie i w Polsce**

W horyzoncie projekcji listopadowej występuje:

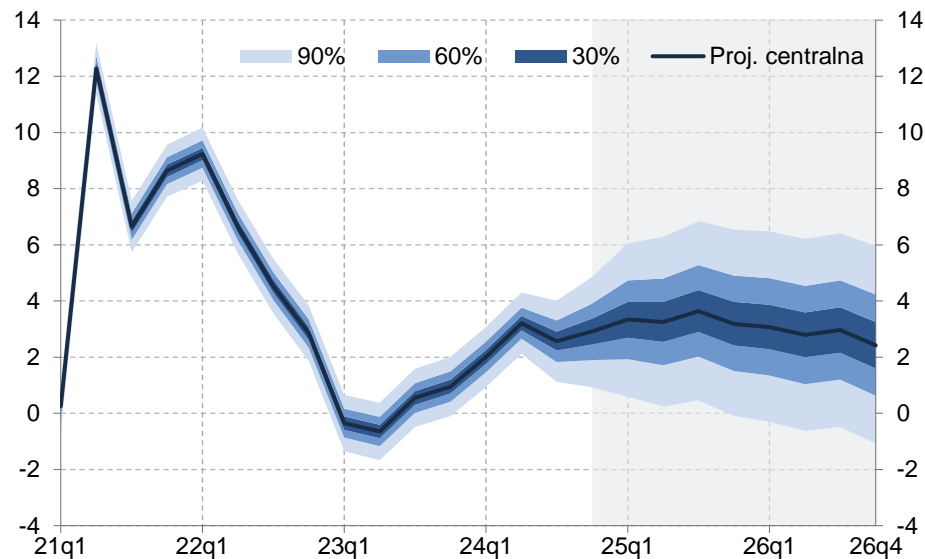
- ↓ **wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI poniżej ścieżki centralnej w krótkim horyzoncie projekcji**
- ↔ **bliski symetrycznemu rozkład ryzyk dla prognozowanej dynamiki PKB**

Inflacja CPI (r/r, %)



| CPI r/r, % | poniżej 1,5% | poniżej 2,5% | poniżej 3,5% | poniżej centr. | przedział 1,5-3,5% |
|------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------------|
| 2025       | 3%           | 7%           | 17%          | 56%            | 15%                |
| 2026       | 27%          | 45%          | 65%          | 50%            | 37%                |

PKB (r/r, %)



| CPI r/r, % | ścieżka centralna | przedział 50% |     |
|------------|-------------------|---------------|-----|
| 2025       | 5,6               | 4,2           | 6,6 |
| 2026       | 2,7               | 1,4           | 4,1 |

| PKB r/r, % | ścieżka centralna | przedział 50% |     |
|------------|-------------------|---------------|-----|
| 2025       | 3,4               | 2,4           | 4,3 |
| 2026       | 2,8               | 1,7           | 4,0 |



**NARODOWY  
BANK POLSKI**