



NARODOWY  
BANK POLSKI

Departament Analiz i Badań Ekonomicznych

---

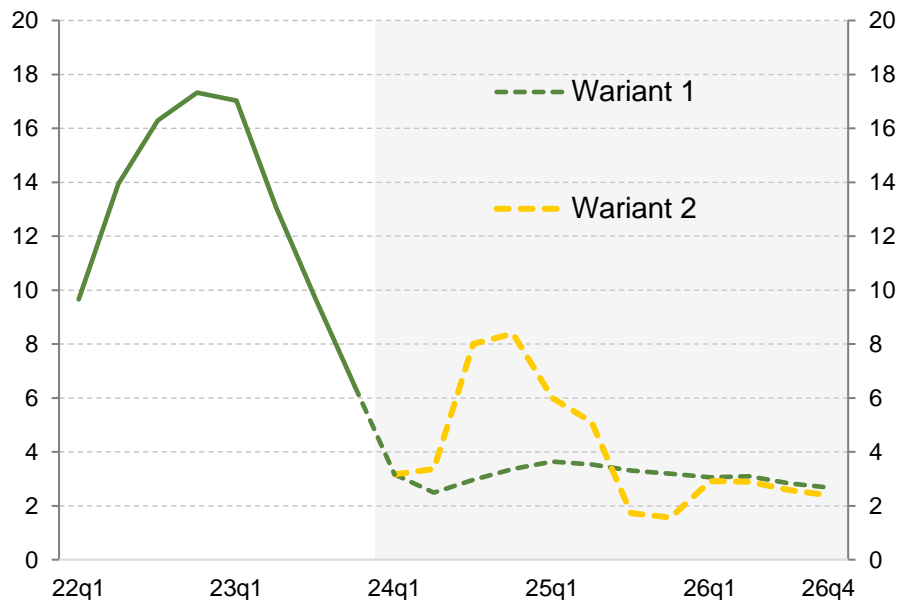
# **Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego Narodowego Banku Polskiego na podstawie modelu NECMOD**

Warszawa / 11 marca 2024 r.



## Ścieżka inflacji w projekcji marcowej jest silnie uzależniona od przyszłych zmian prawnych, wpływających na ceny energii i żywności.

Inflacja CPI (r/r, %)



**Wariant 1** – przedłużenie działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii do końca horyzontu projekcji.

**Wariant 2** – przywrócenie 5% stawki podatku VAT na podstawowe produkty żywnościowe od kwietnia br. oraz całkowite odmrożenie cen energii elektrycznej i gazu dla gospodarstw domowych od III kw. br.

CPI, r/r, %	2022	2023	2024	2025	2026
Wariant 1	14,4	11,4	3,0	3,4	2,9
Wariant 2	14,4	11,4	5,7	3,5	2,7



Plan prezentacji:

Projekcja 2024 – 2026

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

Ocena niepewności

## Projekcja na lata 2024-2026

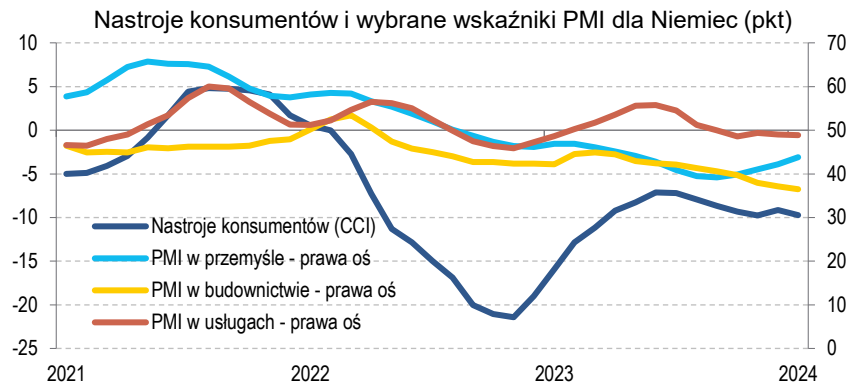
### Koniunktura międzynarodowa

## Nieco słabsze od oczekiwań odbicie wzrostu gospodarczego w strefie euro w latach 2024-2025, w Stanach Zjednoczonych scenariusz „miękkiego lądowania”

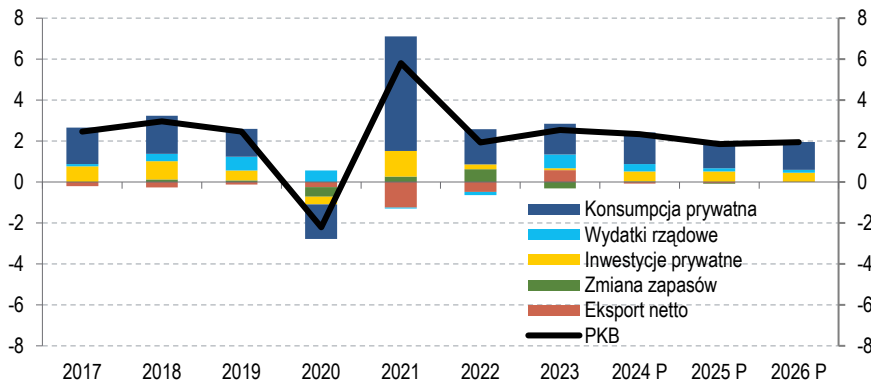
Prognozowana przez NBP dynamika PKB dla najważniejszych gospodarek (%)

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

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

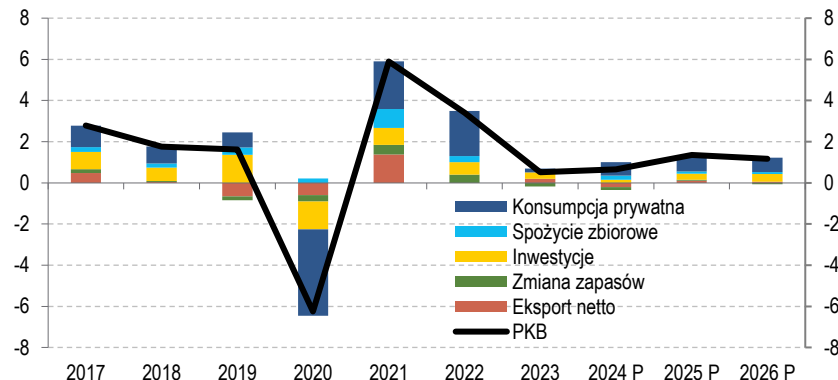


Dynamika realnego PKB (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w Stanach Zjednoczonych



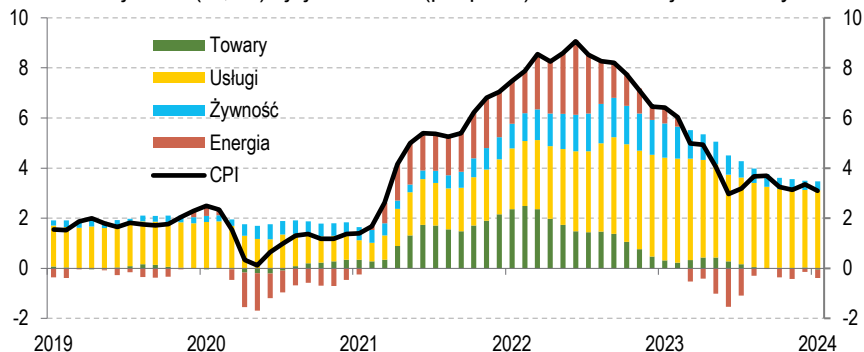
Źródło: S&P Global, BEA, ONS, Eurostat, obliczenia NBP.

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

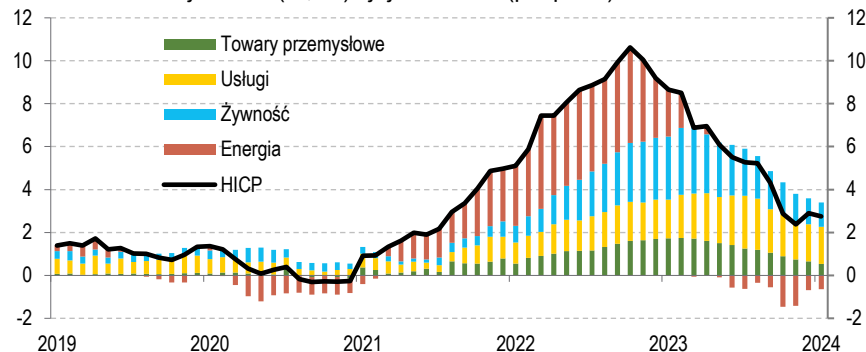


## W latach 2024-2026 inflacja będzie się obniżać, przy czym proces ten będzie ograniczany przez uporczywość inflacji cen usług.

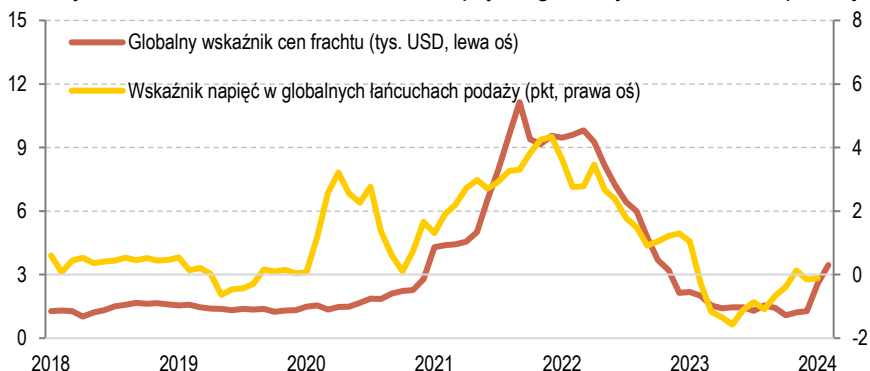
Inflacja CPI (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w Stanach Zjednoczonych



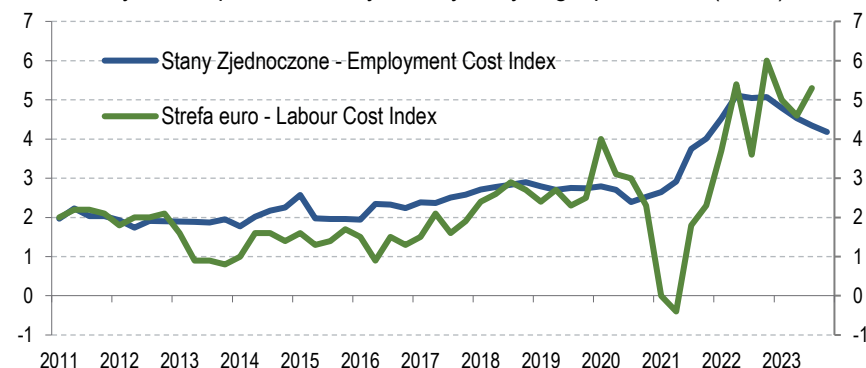
Inflacja HICP (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w strefie euro



Globalny wskaźnik cen frachtu i wskaźnik napięć w globalnych łańcuchach podaży



Dynamika płac nominalnych w wybranych gospodarkach (% 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, Refinitiv, FRBNY, Datastream.



Plan prezentacji:

Projekcja 2024 – 2026

- Koniunktura międzynarodowa

- Koniunktura krajowa

- Inflacja

Ocena niepewności

## Projekcja na lata 2024-2026

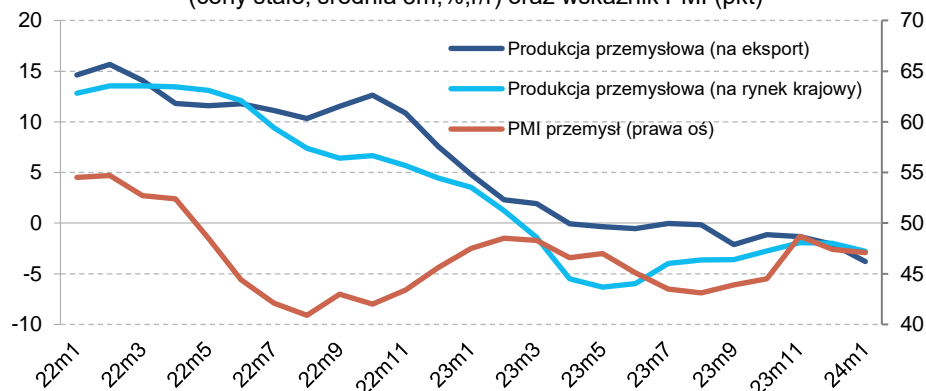
### Koniunktura krajowa

## Stopniowa odbudowa aktywności gospodarczej w II połowie 2023 r.

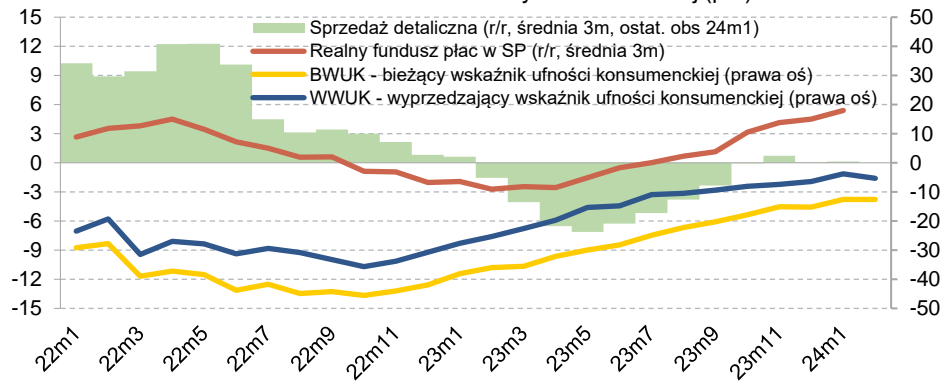
	23q3		23q4		23q4 GUS (29.02.2024)
PKB (r/r, %)	0,5	(0,4)	1,0	(1,3)	1,0
Popyt krajowy (r/r, %)	-5,2	(-2,0)	-3,3	(-0,4)	-2,3
Spożycie gosp. dom. (r/r, %)	0,8	(-1,4)	0,3	(-0,7)	-0,1
Spożycie publiczne (r/r, %)	3,3	(5,9)	5,0	(13,1)	5,7
Nakłady brutto na śr. trwałe (r/r, %)	7,2	(7,6)	7,7	(5,8)	8,7
Wkład zmiany zapasów (pkt. proc.)	-7,7	(-3,5)	-6,1	(-3,3)	-5,4
Wkład eksportu netto (pkt. proc.)	5,9	(2,4)	4,2	(1,7)	3,3
Eksport (r/r, %)	-11,0	(-4,3)	-3,0	(-3,1)	2,7
Import (r/r, %)	-20,3	(-8,2)	-10,5	(-6,8)	-2,8

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

Produkcja przemysłowa na rynek krajowy i zagraniczny  
(ceny stałe, średnia 3m,%r/r) oraz wskaźnik PMI (pkt)

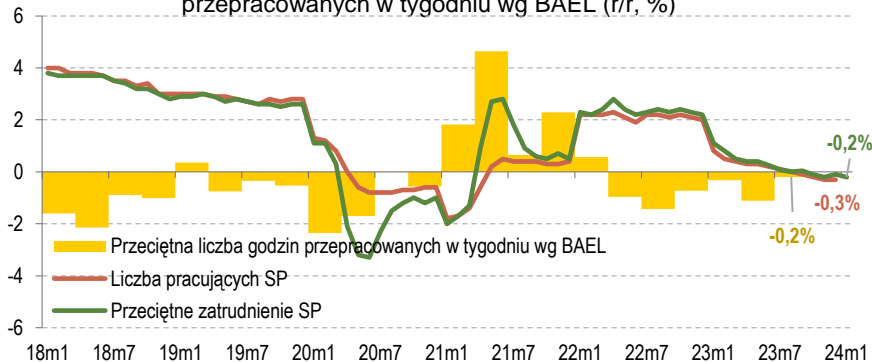


Sprzedż detaliczna i realny fundusz płac w SP (ceny stałe, średnia 3m,%r/r)  
oraz wskaźniki koniunktury konsumenckiej (pkt)

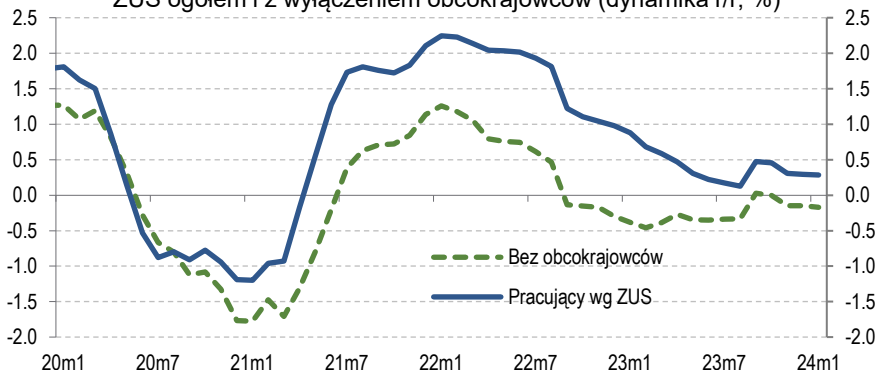


## Ograniczenie popytu na pracę

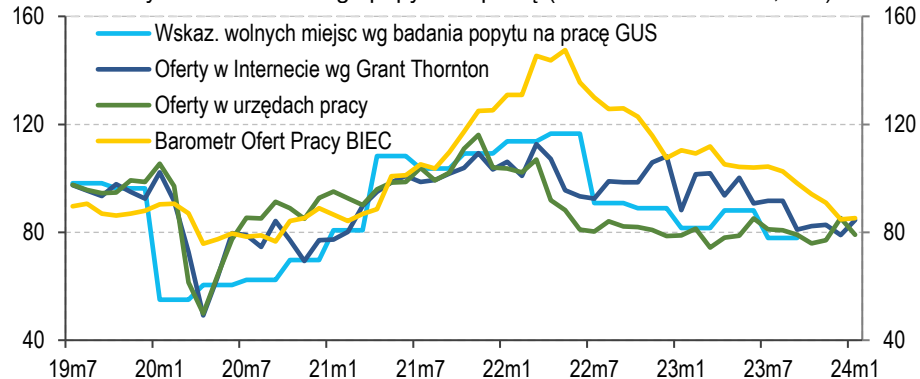
Przeciętne zatrudnienie, liczba pracujących w SP oraz średnia liczba godzin przepracowanych w tygodniu wg BAEL (r/r, %)



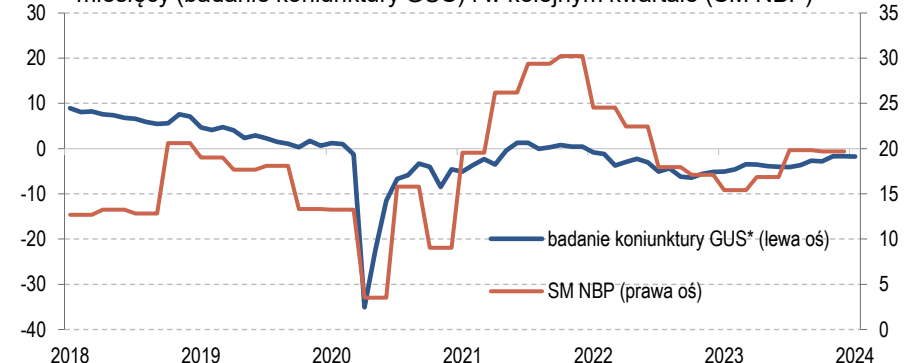
Liczba pracujących zgłoszonych do ubezpieczenia emerytalnego i rentowego ZUS ogółem i z wyłączeniem obcokrajowców (dynamika r/r, %)



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



Indeks przewidywanych zmian stanu zatrudnienia w ciągu kolejnych trzech miesięcy (badanie koniunktury GUS) i w kolejnym kwartale (SM NBP)



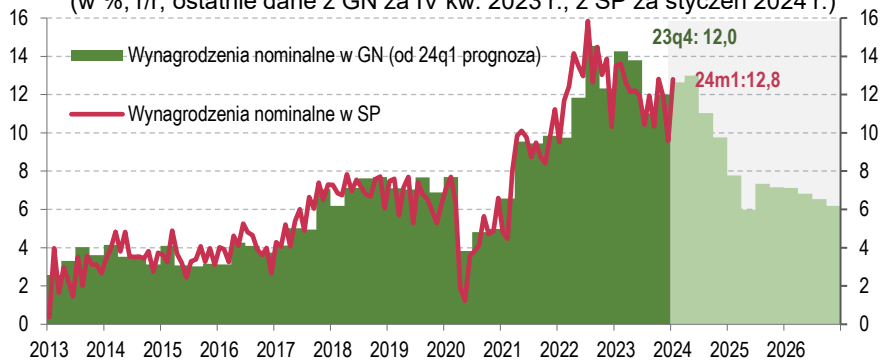
\* Dane wyrównane sezonowo. Indeks stanowi różnicę między procentowym udziałem odpowiedzi wskazujących na wzrost i spadek prognozowanego zatrudnienia. Dane GUS zagregowane przez NBP.



## Dynamika nominalnych wynagrodzeń w br. będzie podtrzymywana przez wysoki wzrost płacy minimalnej i wynagrodzeń w sferze budżetowej, w ujęciu realnym tempo wzrostu płac istotnie przyspieszy.

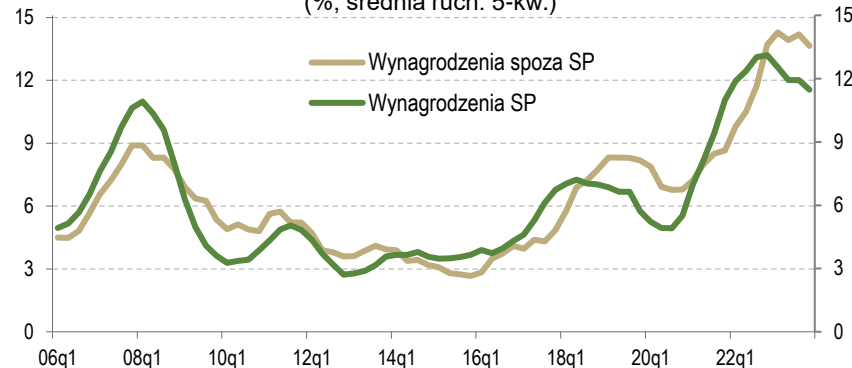
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń

(w %, r/r, ostatnie dane z GN za IV kw. 2023 r., z SP za styczeń 2024 r.)

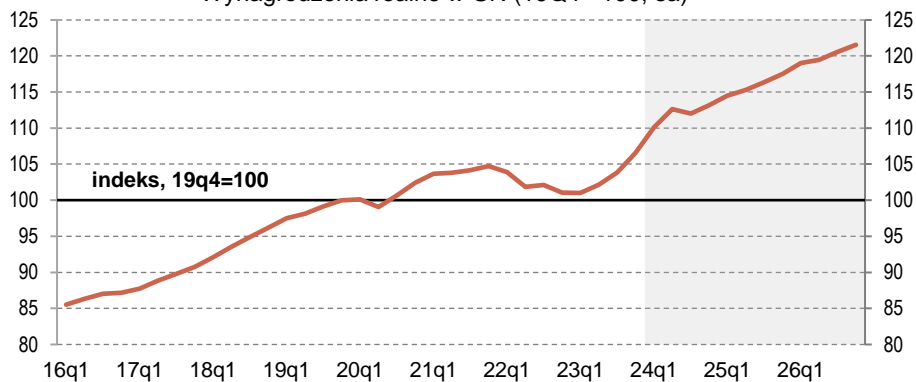


Roczne tempo wzrostu płac w SP oraz poza SP

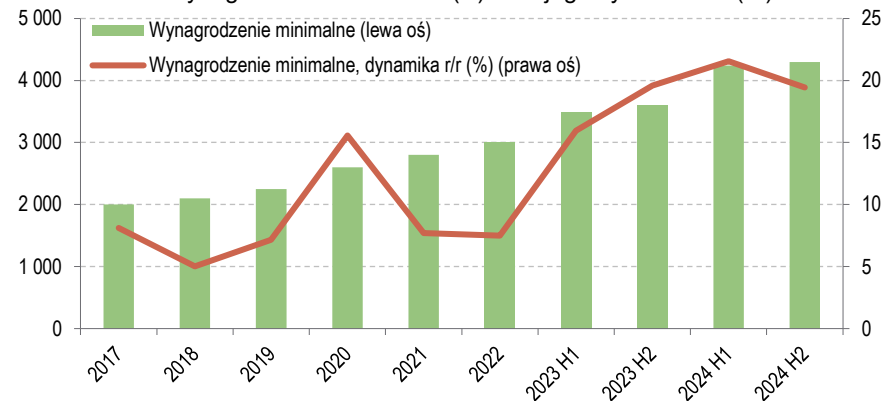
(%, średnia ruch. 5-kw.)



Wynagrodzenia realne w GN (19Q4=100, sa)

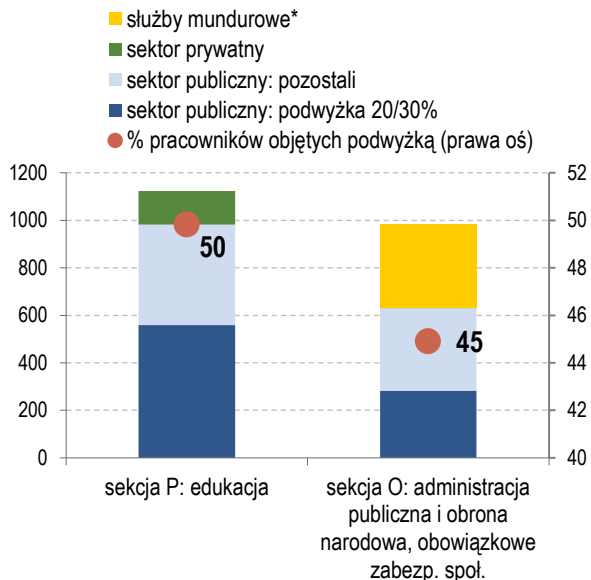


Wynagrodzenie minimalne (zł) oraz jego dynamika r/r (%)



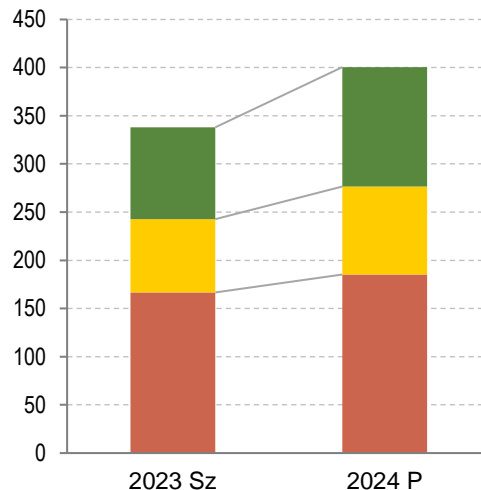
## Przewidywany istotny wpływ podwyżek w sektorze publicznym

Liczba pracowników w sekcji edukacji i administracji publicznej (tys.) i udział pracowników objętych największymi podwyżkami w tych sekcjach (%) (dane szacunkowe)



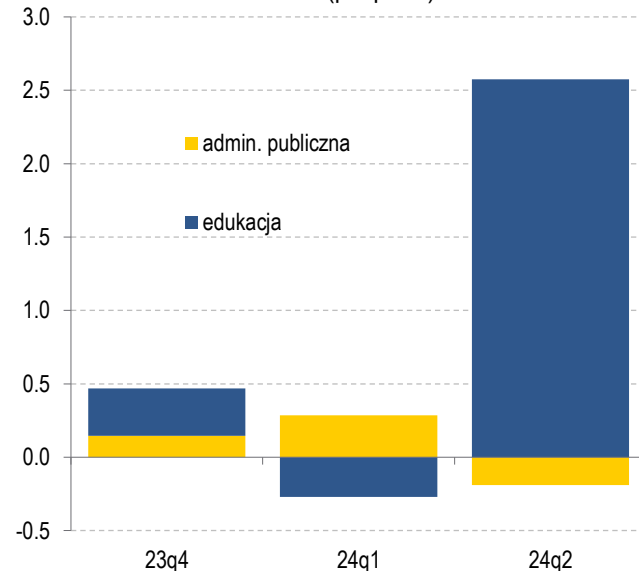
\* Udział pracowników w sekcji O nie obejmuje służb mundurowych. Służby mundurowe podlegają zapowiadzianym podwyżkom, jednak nie są w zakresie podmiotowym prognozowanego przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej.

Szacunki wydatków SFP na wynagrodzenia (mld zł, c.bieżące)



- Nauczyciele i wykładowcy (+30% w 2024)
  - Państwowa sfera budżetowa oraz administracja pozabudżetowa szczebla centralnego (+20% w 2024)
  - Reszta SFP
- Sz – szacunek  
P – prognoza

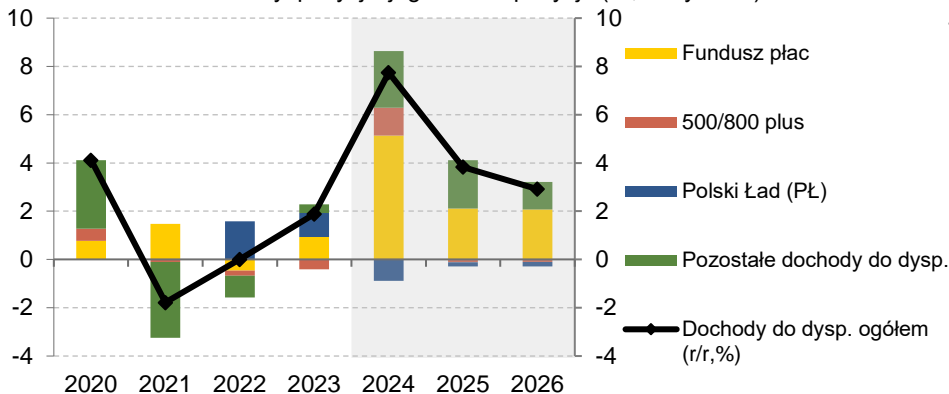
Wkład wybranych sektorów do zmiany nominalnej rocznej dynamiki wynagrodzeń w GN względem poprzedzającego kwartału (pkt proc.)



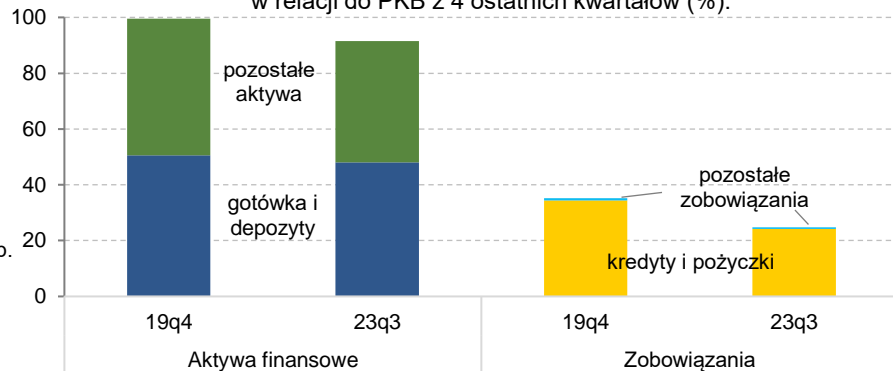
Uwaga: Szacunki przy założeniu wypłaty podwyżek w edukacji w II kw. br. wraz z wyrównaniem od stycznia oraz przy założeniu wypłaty podwyżek w sferze budżetowej w I kw. br.

## W 2024 r. dynamika spożycia gospodarstw domowych przyspieszy na skutek korzystnego kształtowania się ich realnych dochodów do dyspozycji.

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



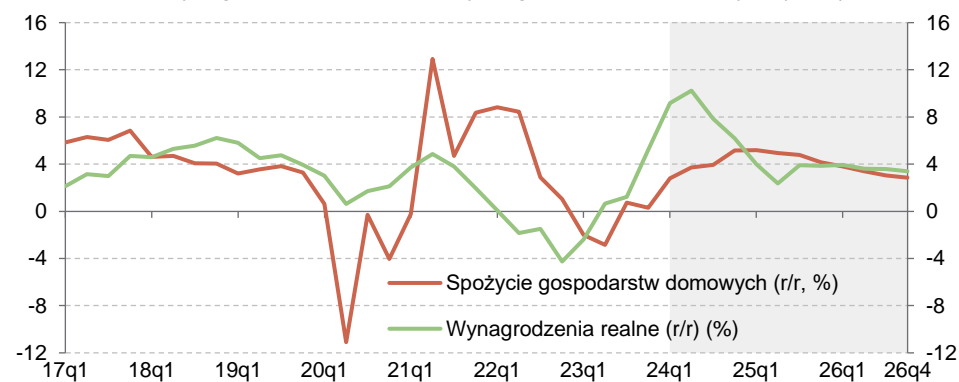
Aktywa finansowe i zobowiązania gospodarstw domowych na koniec 19q4 i 23q3 w relacji do PKB z 4 ostatnich kwartałów (%):



Stopa oszczędności dobrowolnych gospodarstw domowych (%)

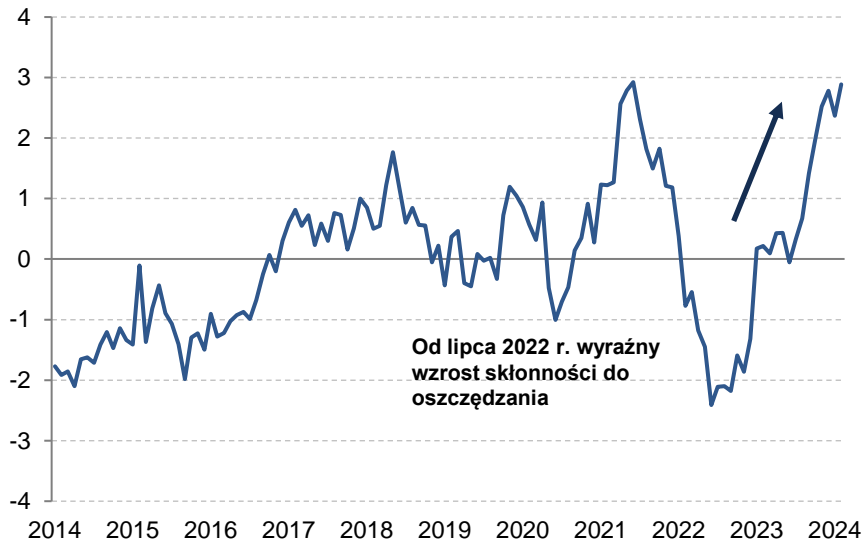


Wynagrodzenia realne i spożycie gospodarstw domowych (% r/r)



## Rosnąca skłonność do oszczędzania i wzrost zainteresowania obligacjami wśród gospodarstw domowych

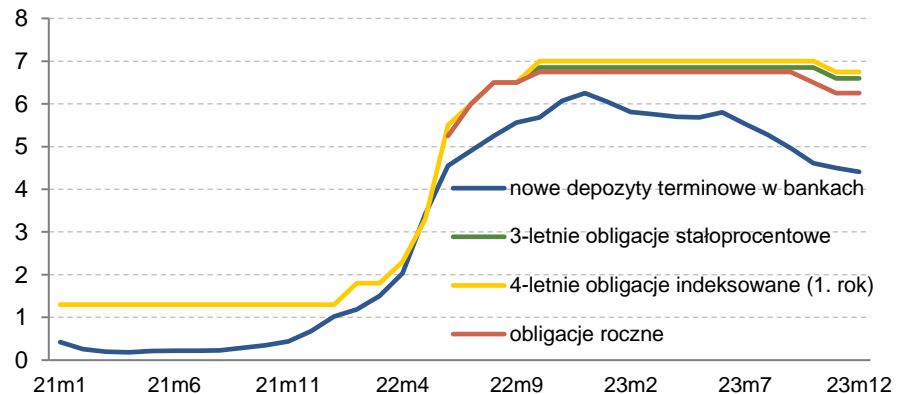
Wskaźnik skłonności do oszczędzania oczyszczony z wpływu obecnej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego



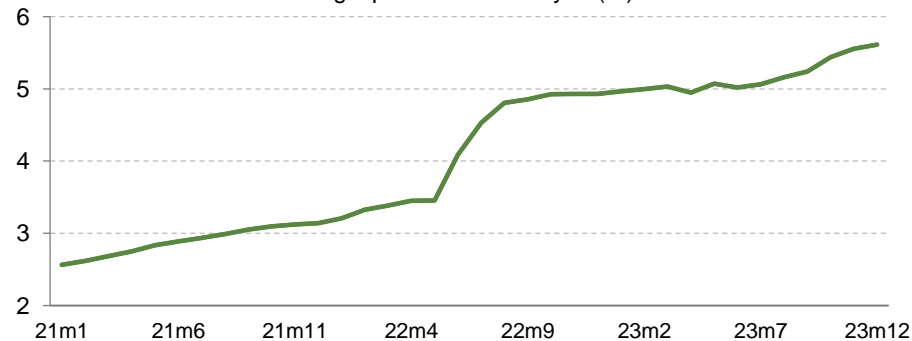
Uwagi: wskaźnik wyznaczony na podstawie oszacowań regresji liniowej, w której zmienną zależną był indeks „Przyszłe oszczędzanie pieniędzy” (KGD GUS), a zestaw zmiennych objaśniających zawierał zagregowane odsetki poszczególnych odpowiedzi na pytanie: „Które z poniższych stwierdzeń najlepiej opisuje obecną sytuację finansową Pana/Pani gospodarstwa domowego?” (1) możemy dużo oszczędzić, (2) trochę oszczędzamy, (3) przy obecnym dochodzie wiążemy koniec z końcem, (4) musimy korzystać z naszych oszczędności, (5) popadamy w długi, (6) nie wiem”.

Źródło: Badanie Kondycji Gospodarstw Domowych GUS (KGD GUS), MF, obliczenia NBP.

Średnie oprocentowanie nowych lokat bankowych oraz obligacji detalicznych (%)

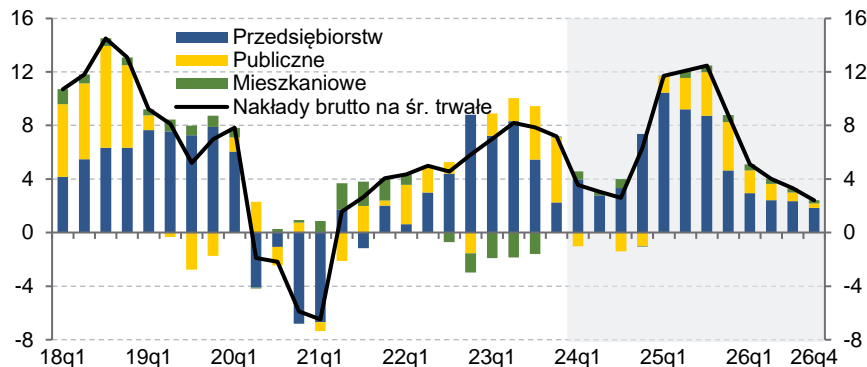


Udział obligacji skarbowych w krajowych aktywach finansowych gospodarstw domowych (%)

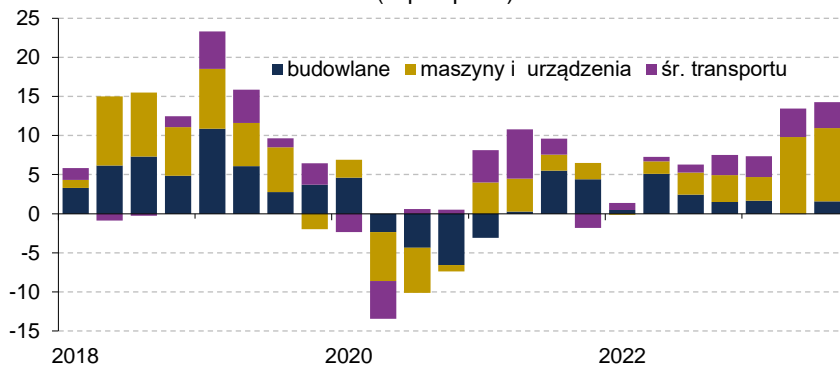


## Wysoka dynamika nakładów brutto na środki trwałe w 2023 r. za sprawą silnego wzrostu inwestycji dużych przedsiębiorstw, głównie w branży transportowej i energetycznej

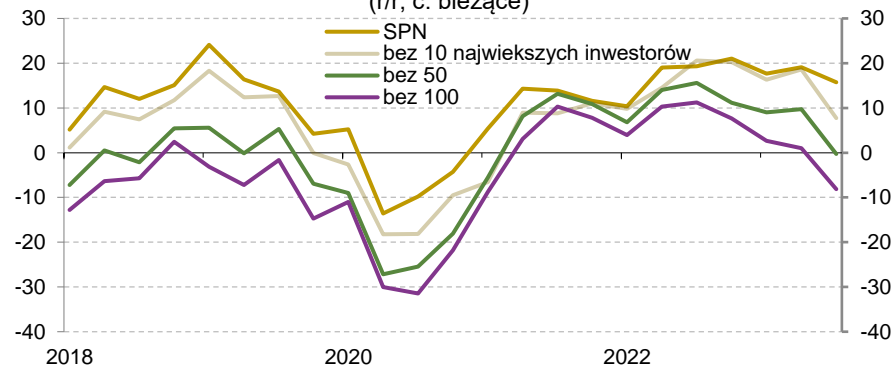
Nakłady brutto na środki trwałe w projekcji (r/r, %) - dekompozycja



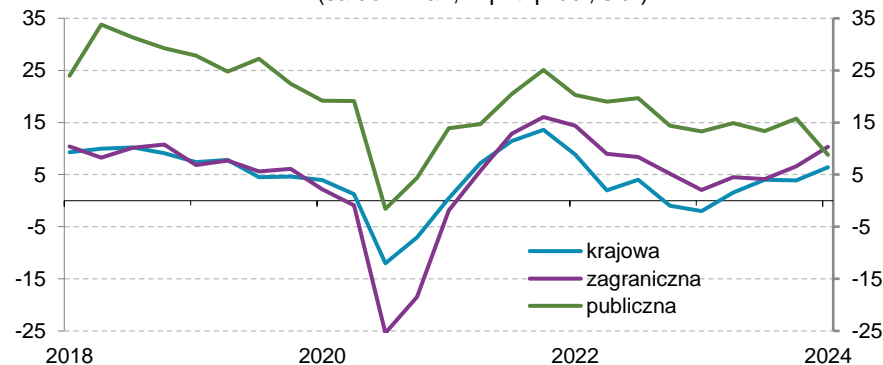
Wkład do realnej dynamiki r/r inwestycji wg rodzajów (w pkt. proc.)



Dynamika inwestycji z wyłączeniem grup największych inwestorów (r/r, c. bieżące)

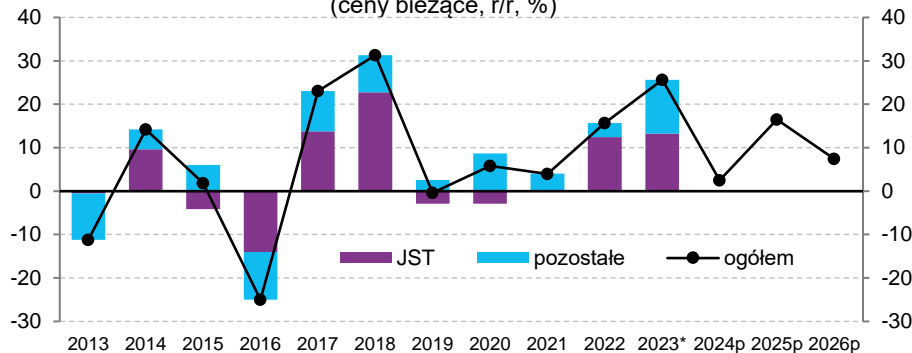


Planowana zmiana skali inwestycji w perspektywie roku wg form własności (saldo zmian, w pkt. proc., s.a.)

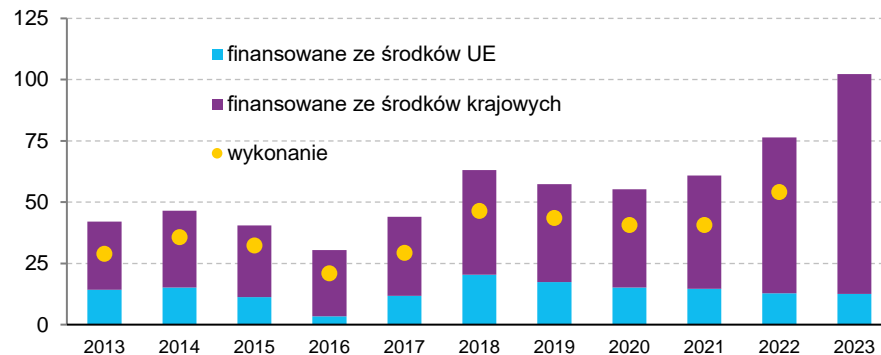


## W 2023 r. duży wzrost inwestycji samorządowych, w 2024 r. oczekiwane wyhamowanie inwestycji publicznych w związku z przełomem perspektyw unijnych

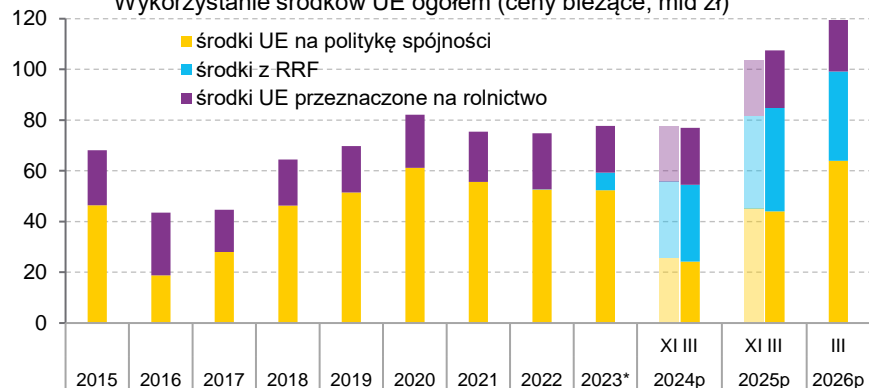
Tempo wzrostu inwestycji publicznych i wkład głównych elementów  
(ceny bieżące, r/r, %)



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



Wykorzystanie środków UE ogółem (ceny bieżące, mld zł)



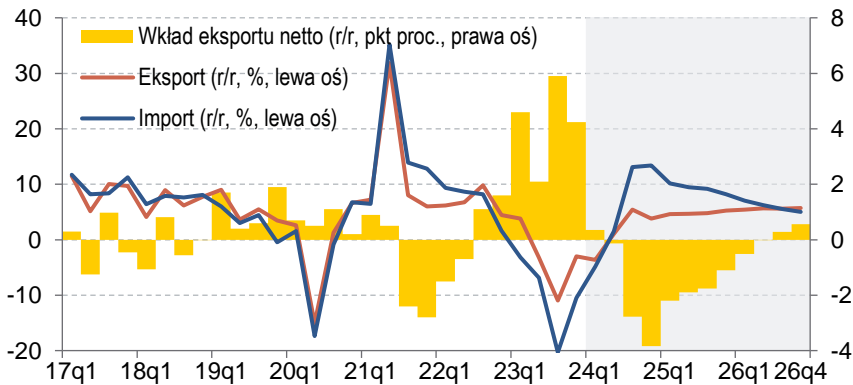
Wykorzystanie środków UE na inwestycje publiczne (ceny bieżące, mld zł)



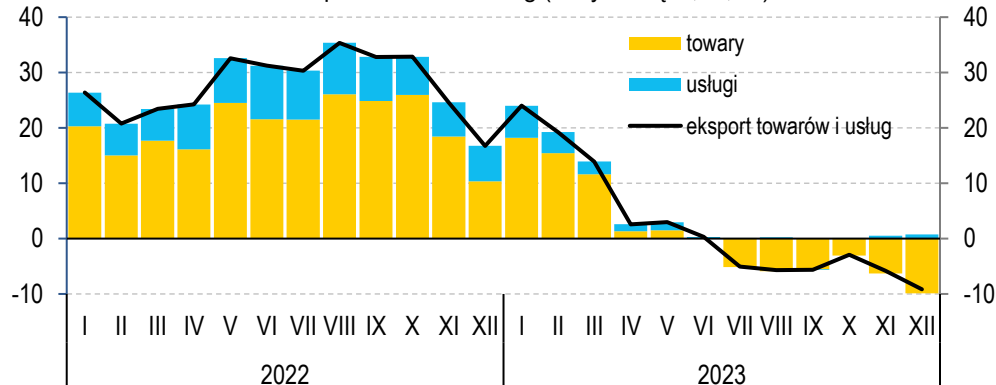
\* - dane szacunkowe  
p – prognoza

## Po historycznie wysokim odczycie w 2023 r., w latach 2024-2025 wkład eksportu netto do wzrostu PKB ponownie ujemny

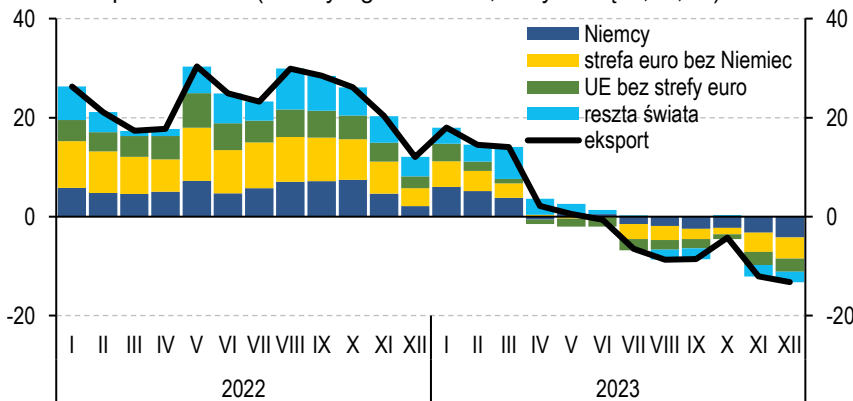
Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w projekcji



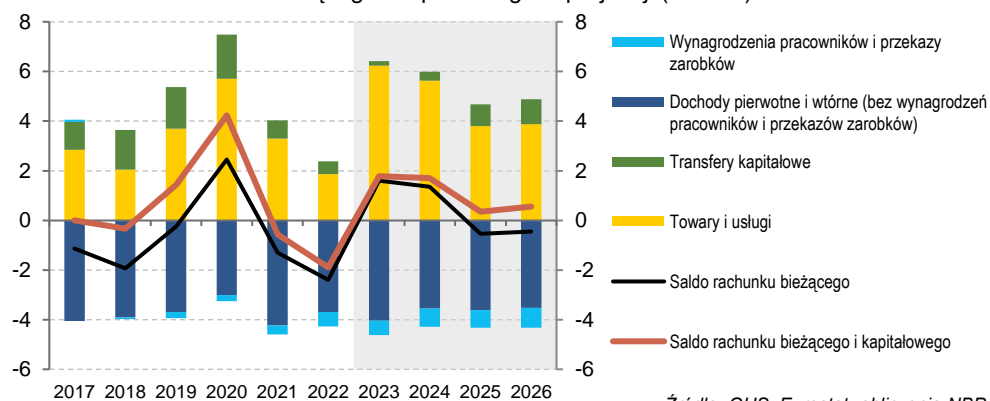
Eksport towarów i usług (ceny bieżące, %, r/r)



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

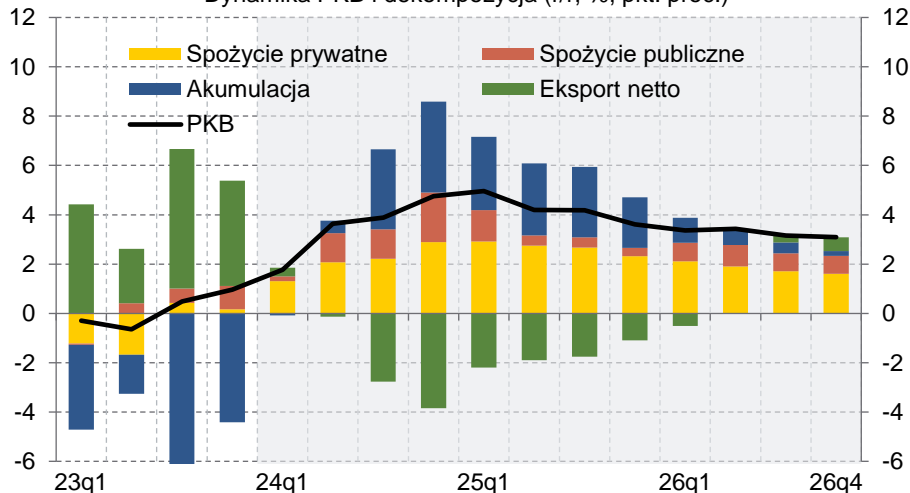


Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego w projekcji (% PKB)

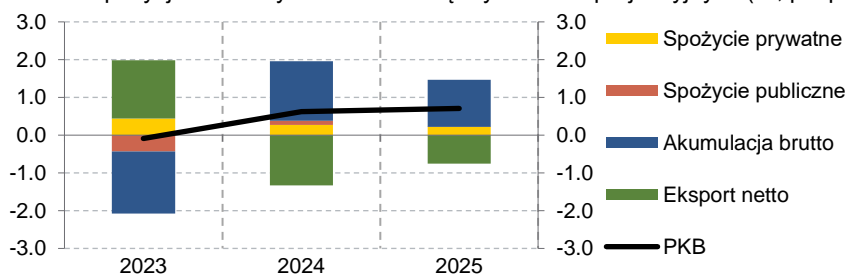


## Po wyraźnym spowolnieniu w 2023 r., w kolejnych latach odbicie tempa wzrostu, nieco silniejsze niż oczekiwano w rundzie listopadowej

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



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



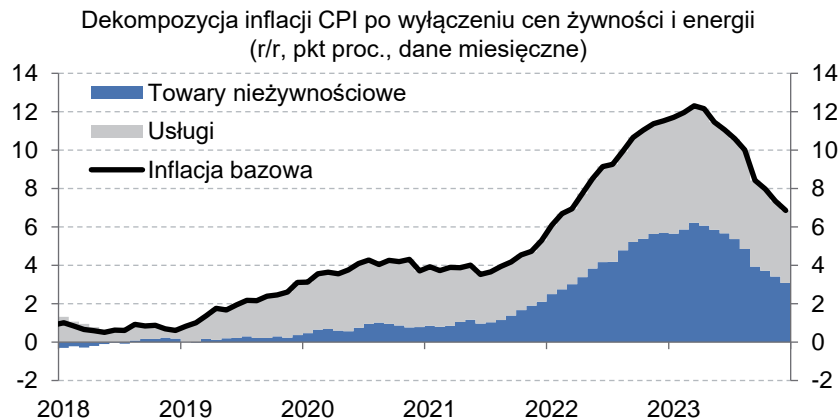
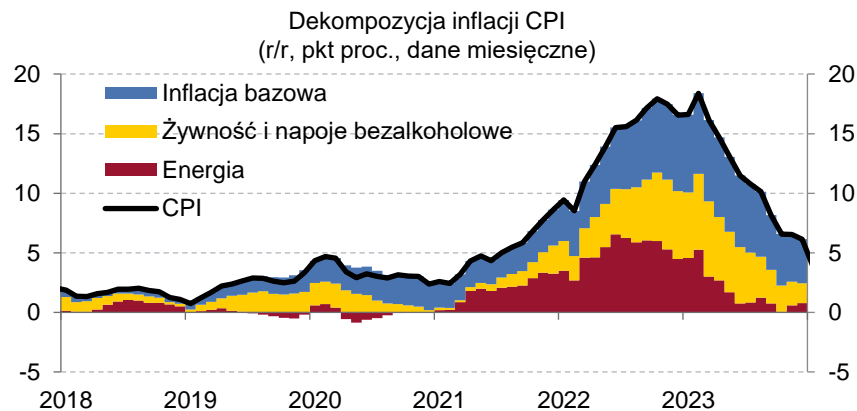
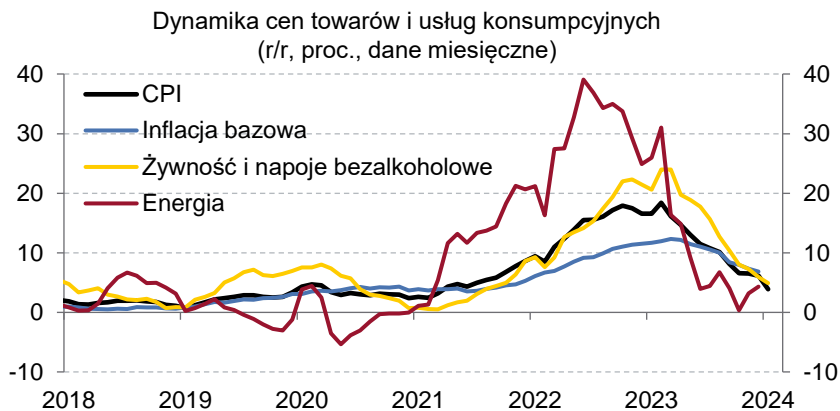
Czynniki oddziałujące na koniunkturę krajową w najbliższych kwartałach:

- ↑ **ustępowanie skutków szoków podażowych** na światowych rynkach surowców energetycznych
- ↑ **działania fiskalne** zwiększające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych
- ⇓↑ w 2024 r. **nieznaczny spadek absorpcji funduszy europejskich**, a w 2025 r. **ich silny wzrost** w ramach nowej perspektywy finansowej 2021-2027
- ↑ **ograniczona skala ożywienia** w otoczeniu zewnętrznym Polski
- ⇓ **restrykcyjna polityka pieniężna** przy założeniu o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie

PKB, r/r, %	2022	2023	2024	2025	2026
Marzec 2024	5,3	0,2	3,5	4,2	3,3
Listopad 2023	5,3	0,3	2,9	3,5	-



## Wyraźny spadek inflacji CPI na przełomie lat 2023-2024



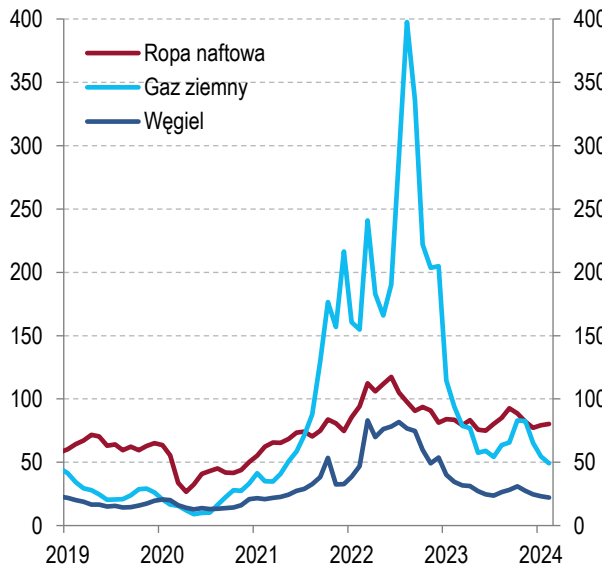
Realizacja wskaźników cen w 2023 r. na tle projekcji listopadowej  
(r/r, proc.)

r/r, %	23q3	23q4	2023 r.	
Inflacja CPI	9,7	6,4	(6,7)	11,4 (11,4)
Inflacja bazowa	9,7	7,4	(7,6)	10,1 (10,1)
Inflacja cen żywności	12,9	7,1	(7,0)	15,1 (15,0)
Inflacja cen energii	5,1	2,6	(3,6)	9,8 (10,0)

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

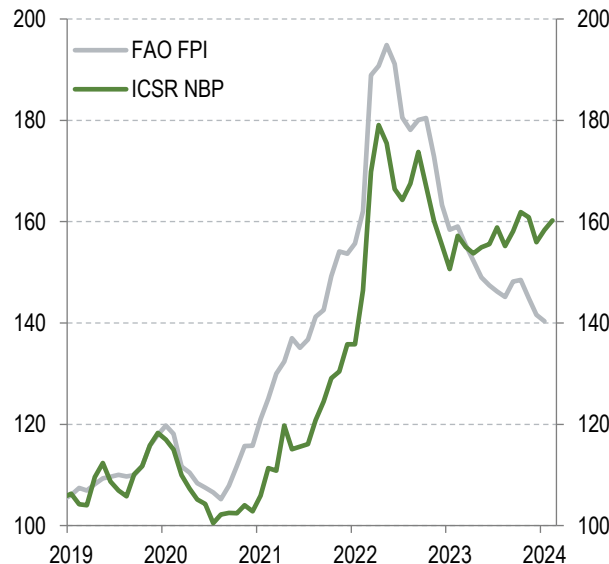
## Ceny surowców na rynkach światowych obniżyły się względem rekordowych poziomów z 2022 r.

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



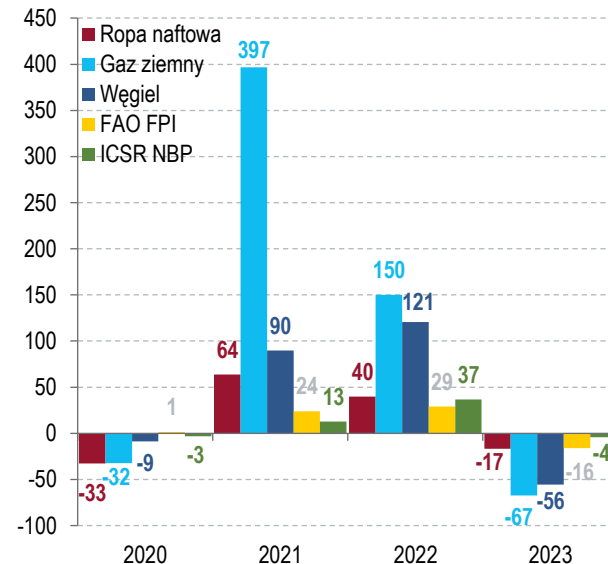
Uwaga: boe (barrel of oil equivalent, ang.) – baryłka przeliczeniowa ropy.

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



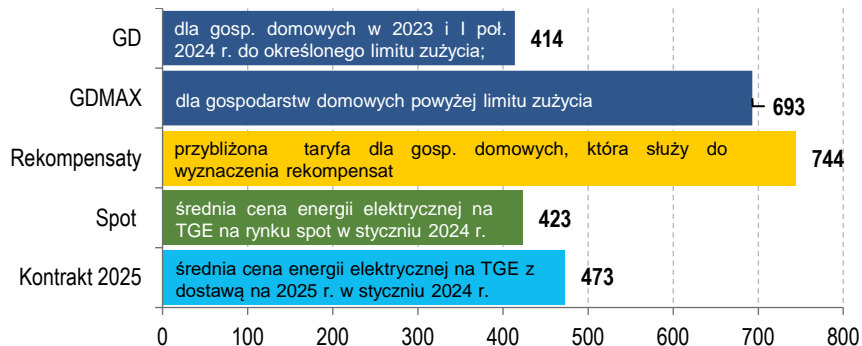
Uwaga: dane dla indeksu FAO FPI do stycznia 2024r.

Średnioroczna dynamika cen surowców  
energetycznych i rolnych w latach 2020-2023 (%)

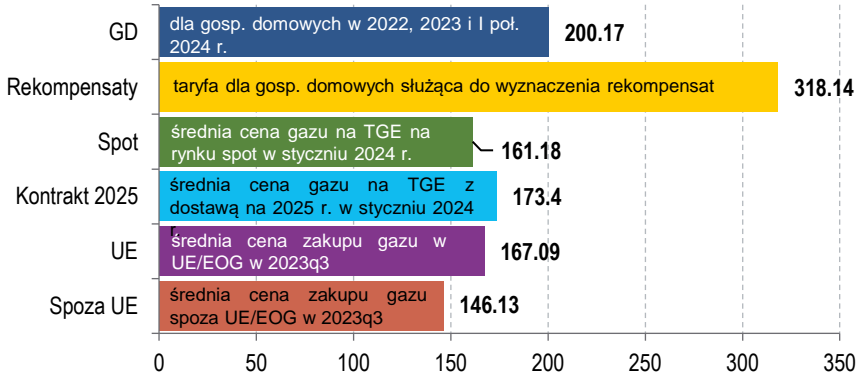


## Niepewność dotycząca ścieżki cen energii po czerwcu 2024 r.

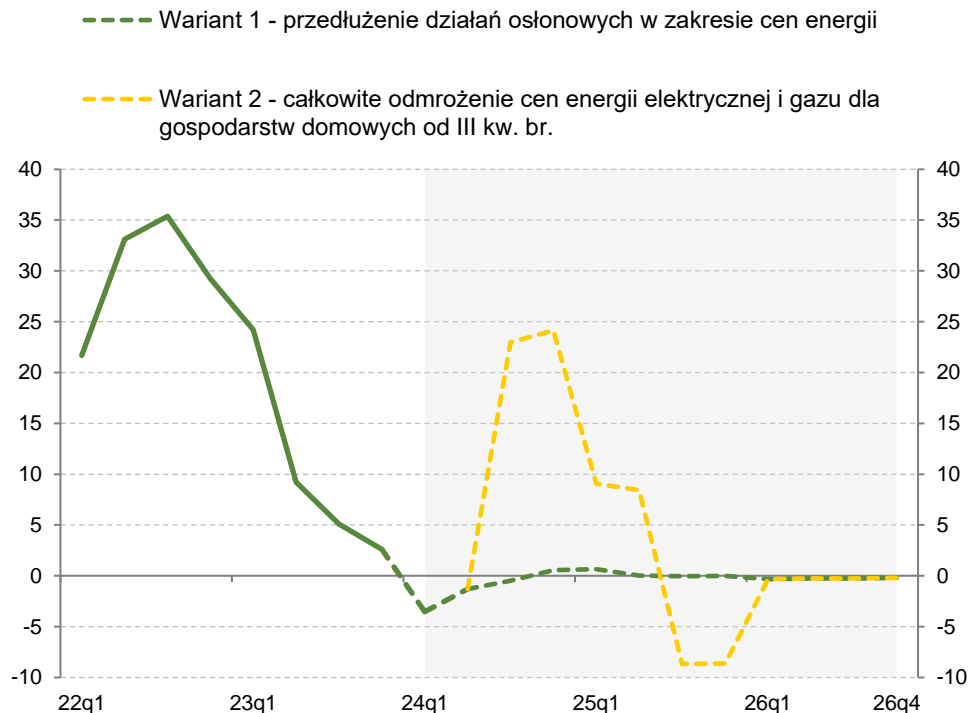
Ceny energii elektrycznej (PLN/MWh)



Ceny gazu ziemnego (PLN/MWh)

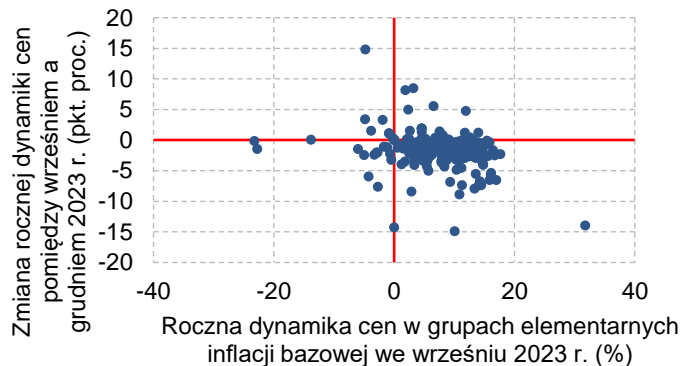


Inflacja cen energii - dwa warianty (r/r) (%)



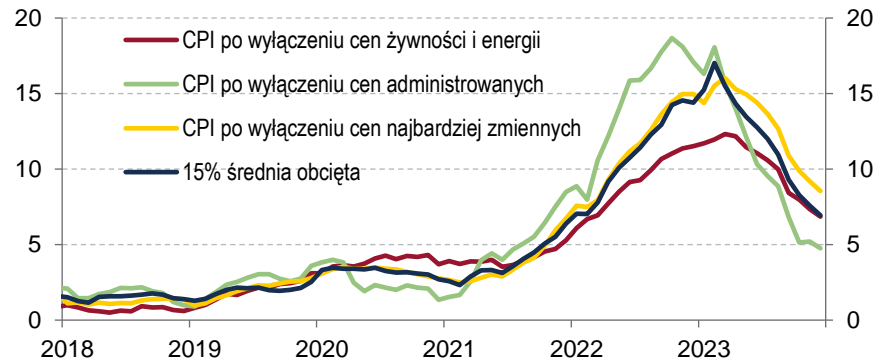
## Spadek dynamiki cen dotyczy szerokiej grupy towarów i usług z koszyka inflacji bazowej. Rosnący udział komponentów sztywnych w kształtowaniu się inflacji CPI

Zmiana rocznej dynamiki cen pomiędzy wrześniem a grudniem 2023 r.  
w zależności od poziomu inflacji we wrześniu 2023 r.

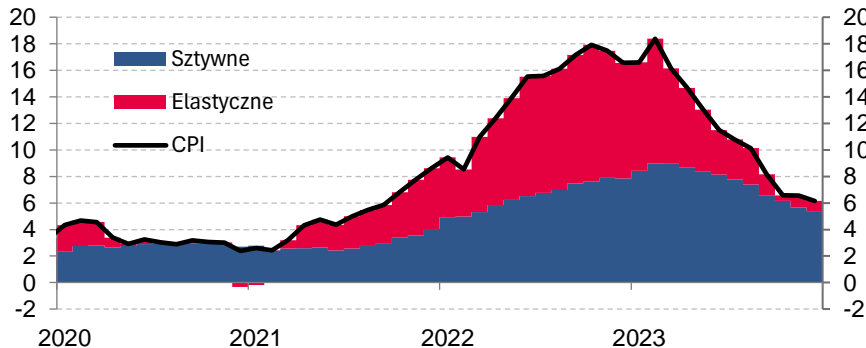


Uwaga: ze względu na zakres osi na wykresie pominięto 1 grupę elementarną: transport pasażerski morski (roczna dynamika cen w grudniu: 32,6%, zmiana od września: 49,8 pkt proc.). Ze względu na niską wagę wpływ tej dynamiki na inflację bazową był pomijalny.

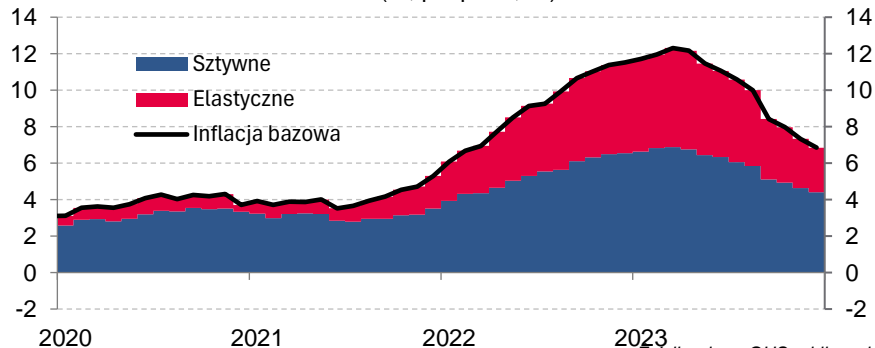
Wskaźniki inflacji bazowej  
(r/r, proc., dane miesięczne)



Dekompozycja inflacji CPI na komponenty sztywne i elastyczne  
(%, pkt proc., r/r)

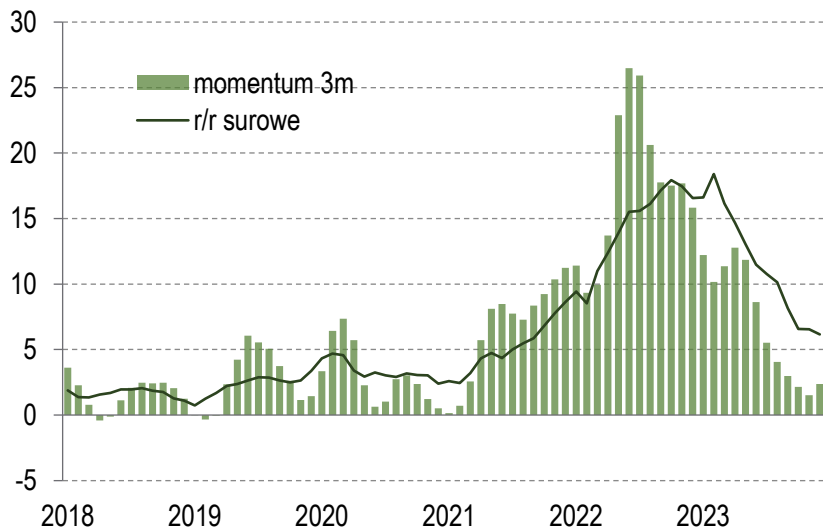


Dekompozycja inflacji bazowej na komponenty sztywne i elastyczne  
(%, pkt proc., r/r)

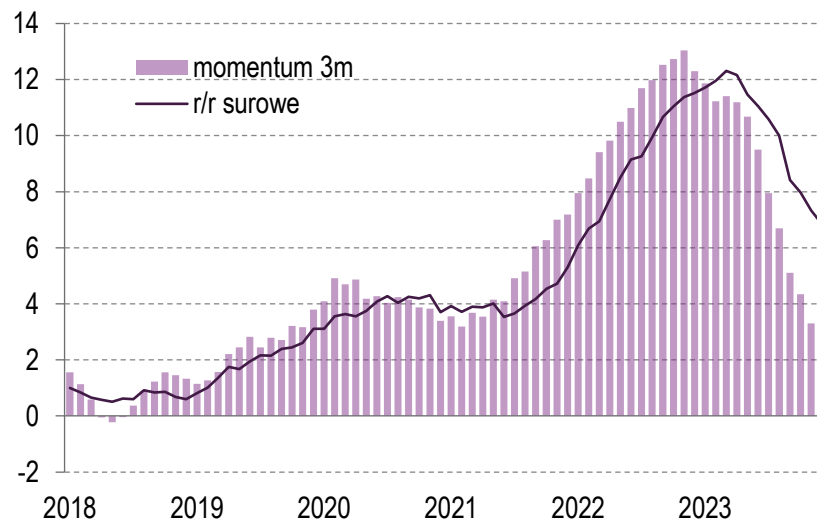


## Wyraźne spowolnienie momentum inflacji CPI do 2,4% r/r i inflacji bazowej do 3,6%

Inflacja CPI  
i annualizowane momentum 3m (% r/r)

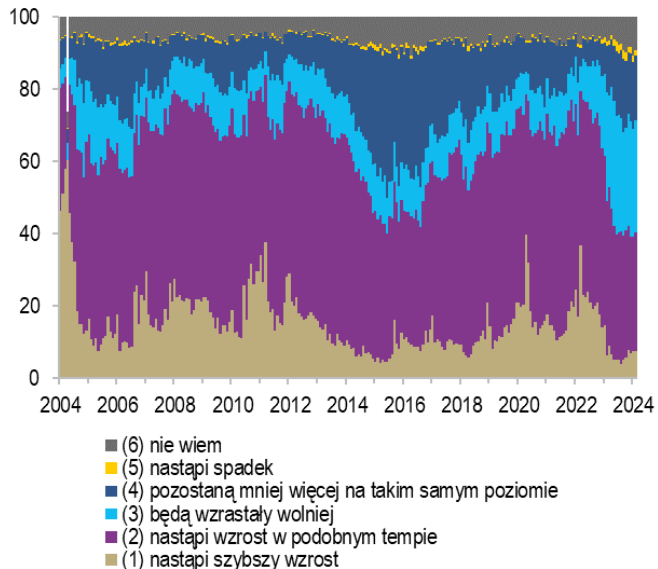


Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii  
i annualizowane momentum 3m (% r/r)



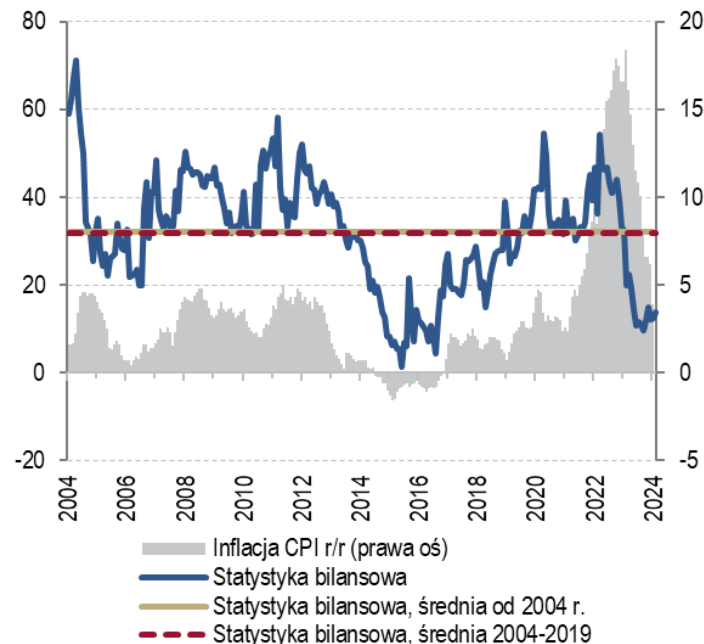
## Wzrost inflacji jedynie przejściowo zaburzył oczekiwania inflacyjne konsumentów – proces dostosowań struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe do spadku inflacji był szybki i nastąpił z wyprzedzeniem.

Struktura odpowiedzi na pytanie ankietowe dot. zmian cen konsumpcyjnych, +12 m-cy



Treść pytania ankietowego: „Porównując do ostatnich 12 m-cy, jakie Pan(i) przewiduje zmiany cen konsumenckich (towarów i usług konsumpcyjnych) na najbliższe 12 m-cy? (1) nastąpi szybszy wzrost, (2) nastąpi wzrost w podobnym tempie, (3) będą wzrastały wolniej, (4) pozostaną mniej więcej na takim samym poziomie, (5) nastąpi spadek, (6) nie wiem”. Odsetki respondentów wybierających powyższe odpowiedzi są oznaczane odpowiednio jako E1, E2, E3, E4, E5 i E6.

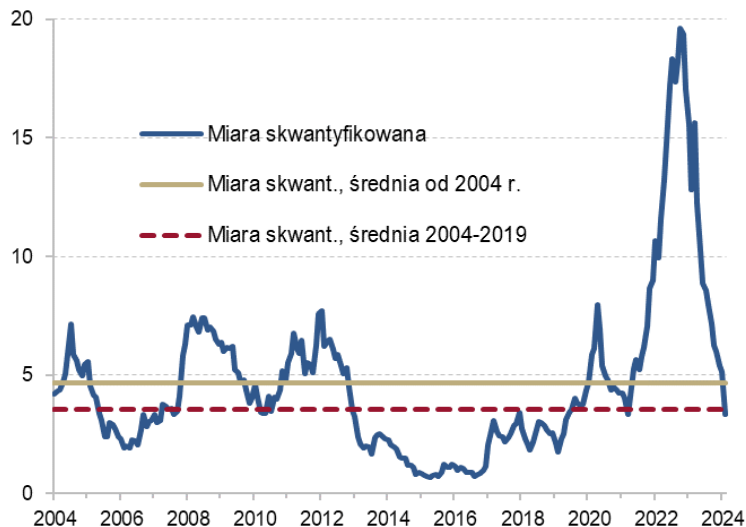
Statystyka bilansowa oczekiwań inflacyjnych konsumentów, +12 m-cy



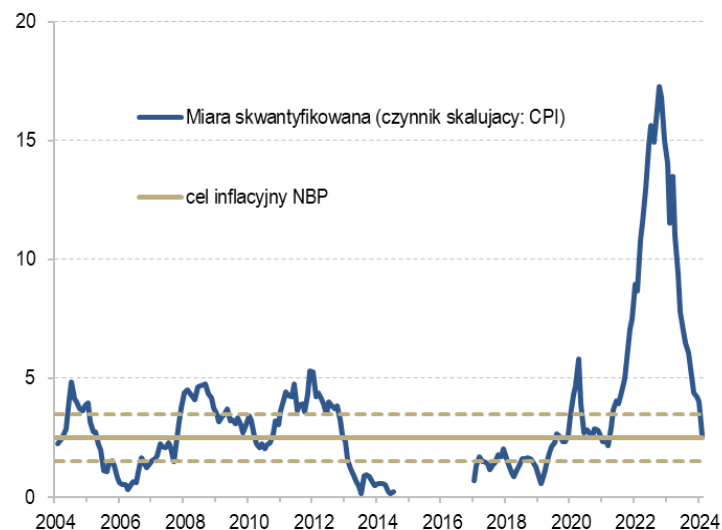
Uwaga: Statystyka bilansowa jest obliczana przez GUS według wzoru:  $E1+0,5*E2-0,5*E4-E5$ , gdzie E1, E2, E3, E4 i E5 to odsetki respondentów wybierających kolejne warianty odpowiedzi na pytanie ankietowe.

## Spadek oczekiwań inflacyjnych konsumentów potwierdzają eksperymentalne miary oczekiwań

Miara oczekiwań inflacyjnych skwantyfikowana probabilistycznie  
(czynnik skalujący: CPPI)  
na tle długookresowej średniej



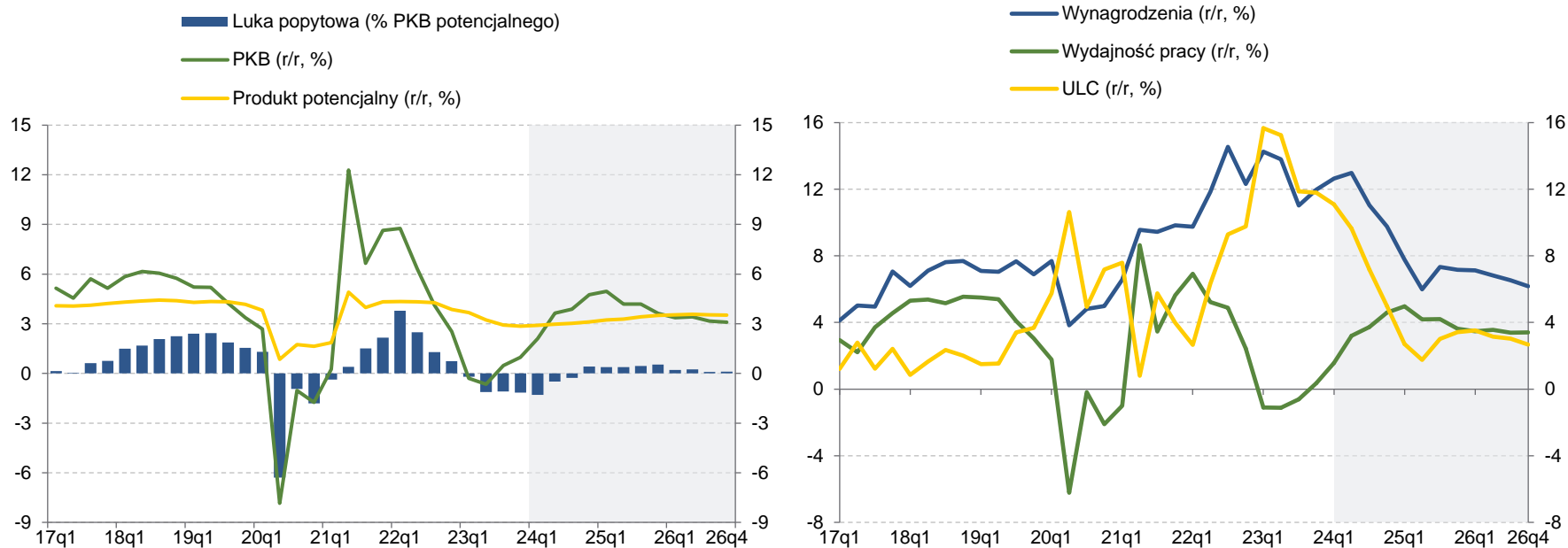
Miara oczekiwań inflacyjnych skwantyfikowana probabilistycznie (czynnik skalujący: CPI)  
na tle celu inflacyjnego NBP



Uwaga: Prezentowane wskaźniki mają charakter eksperymentalny. Szczegóły nt. kwantyfikacji miary na lewym wykresie oraz stosowne odniesienia zawarto w [zeszycie Materiały i Studia NBP nr 323](#).

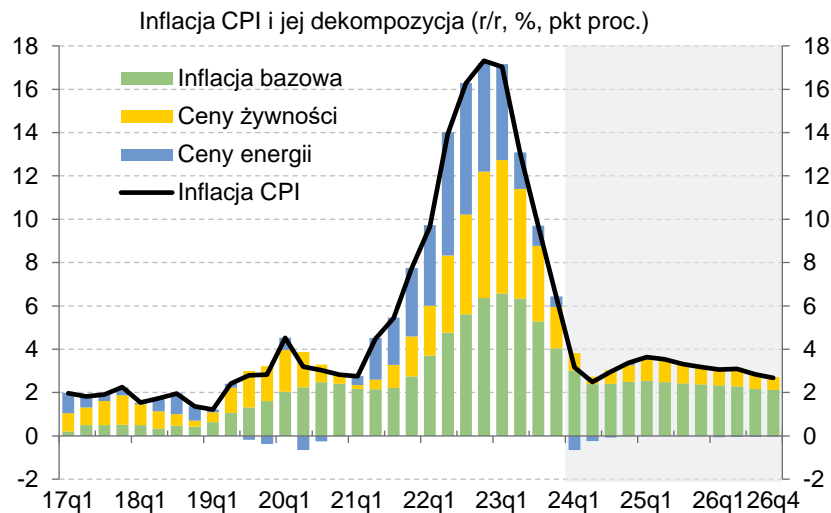
Przedstawione na lewym wykresie dane za luty 2024 r. to wstępny szacunek miary skwantyfikowanej.

## Dezinflacja ograniczana przez powracającą do dodatnich wartości lukę popytową, a w krótszym horyzoncie projekcji również przez wysoką dynamikę wynagrodzeń





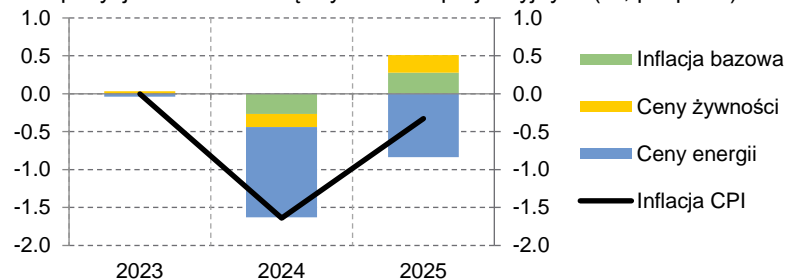
## Inflacja CPI w przedziale odchyłek od celu inflacyjnego NBP przez większą część okresu prognozy



Na ścieżkę inflacji w horyzoncie projekcji wpływać będzie:

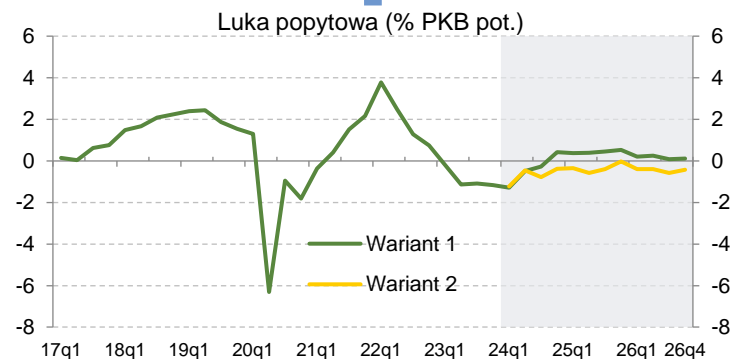
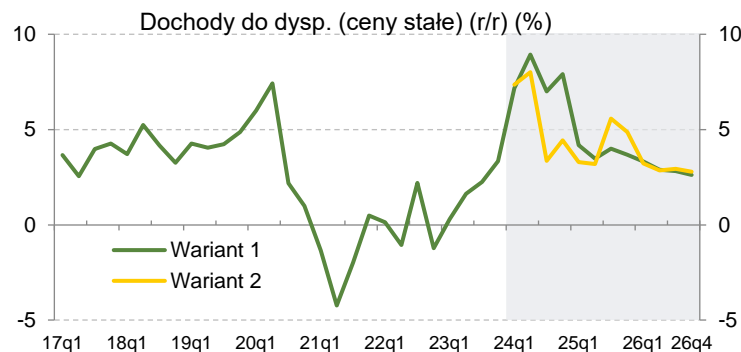
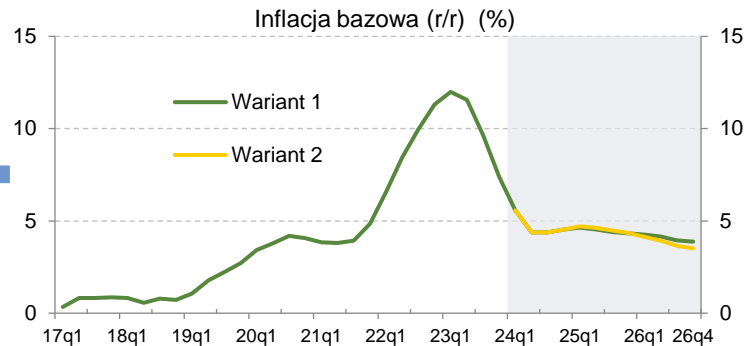
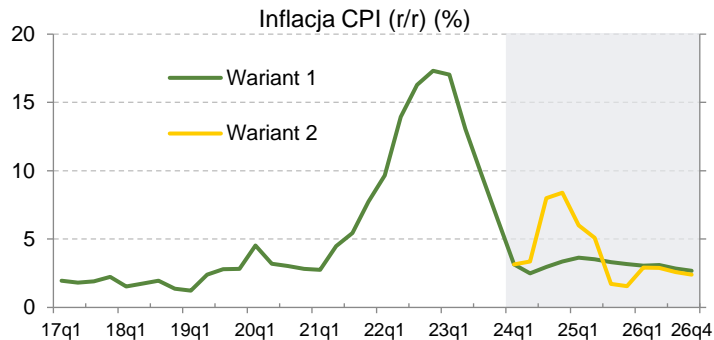
- ⬇️ spadek **cen surowców energetycznych i rolnych**
- ⬇️ niska **inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki**
- ⬇️ aprecjacja **kursu walutowego** w IV kw. 2023 r.
- ⬇️ oczekiwany spadek **dynamiki wynagrodzeń**
- ⬇️ **założenie o utrzymaniu przez rząd działań osłonowych** (zerowej stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe oraz zamrożenia cen energii elektrycznej i gazu dla gospodarstw domowych)
- ⬆️ **wyraźna odbudowa popytu, wspierana działaniami fiskalnymi** zwiększającymi transfery socjalne i wynagrodzenia
- ⬆️ **zwiększona persystencja inflacji**

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



CPI, r/r, %	2022	2023	2024	2025	2026
Marzec 2024	14,4	11,4	3,0	3,4	2,9
Listopad 2023	14,4	11,4	4,6	3,7	-

## Projekcja marcowa – **Wariant 1 (ścieżka centralna)** vs. **Wariant 2**



**Wariant 1 (ścieżka centralna)** – przedłużenie działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii do końca horyzontu projekcji.

**Wariant 2** – przywrócenie 5% stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe od kwietnia br. oraz całkowite odmrożenie cen energii elektrycznej i gazu dla gospodarstw domowych od III kw. br.



Plan prezentacji:

Projekcja 2024 – 2026

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

Ocena niepewności

---

## Ocena niepewności

---

- Obszary niepewności
- Wykresy wachlarzowe

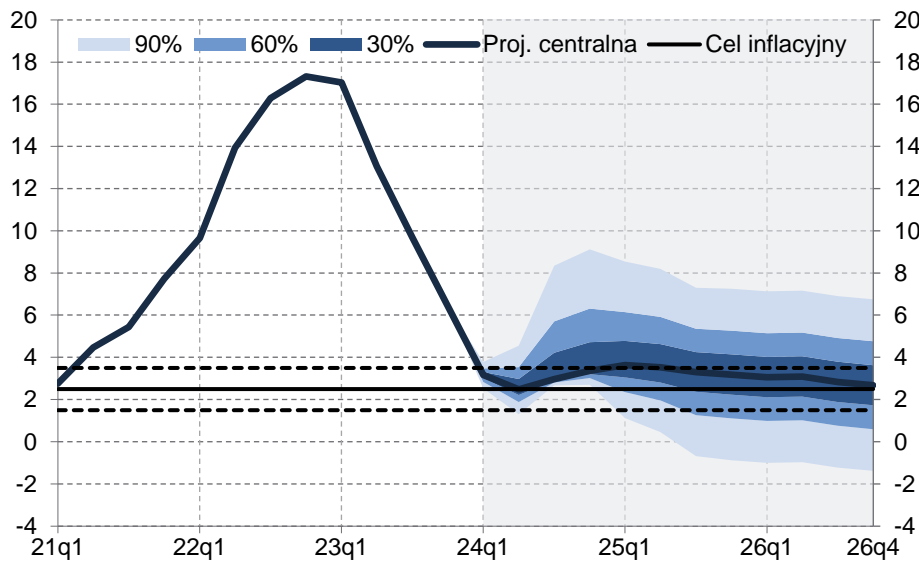
## Obszary niepewności

- **Wpływ działań fiskalnych rządu w Polsce, w tym skala i zakres podejmowanych działań osłonowych**
- **Kształt polityki gospodarczej w głównych gospodarkach świata**
- **Rozwój sytuacji geopolitycznej oraz skala kryzysów zbrojnych i zaburzeń łańcuchów dostaw**
- **Przyszła ścieżka cen surowców energetycznych na rynkach światowych**

W horyzoncie projekcji marcowej występuje:

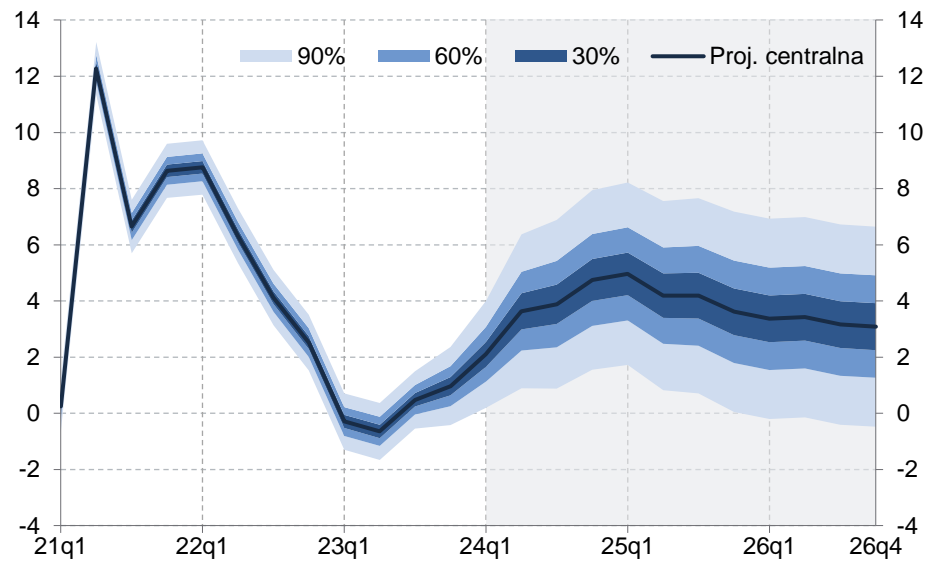
- ↑ **Wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI powyżej ścieżki centralnej projekcji**
- ↔ **Zbliżony do symetrycznego rozkład niepewności dla dynamiki PKB**

Inflacja CPI (r/r, %)



CPI r/r, %	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej centr.	przedział 1,5-3,5%
2024	0%	2%	32%	15%	32%
2025	12%	26%	45%	43%	33%
2026	25%	42%	61%	50%	36%

PKB (r/r, %)



CPI r/r, %	ścieżka centralna	przedział 50%	
2024	3,0	2,8	4,3
2025	3,4	2,2	5,0
2026	2,9	1,5	4,3

PKB r/r, %	ścieżka centralna	przedział 50%	
2024	3,5	2,7	4,3
2025	4,2	3,2	5,3
2026	3,3	2,0	4,5



**NARODOWY  
BANK POLSKI**