



NARODOWY  
BANK POLSKI

Departament Analiz i Badań Ekonomicznych

---

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

Warszawa / 10 lipca 2023 r.





Plan prezentacji:

Projekcja 2023 – 2025

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

Ocena niepewności

## Projekcja na lata 2023-2025

### Koniunktura międzynarodowa

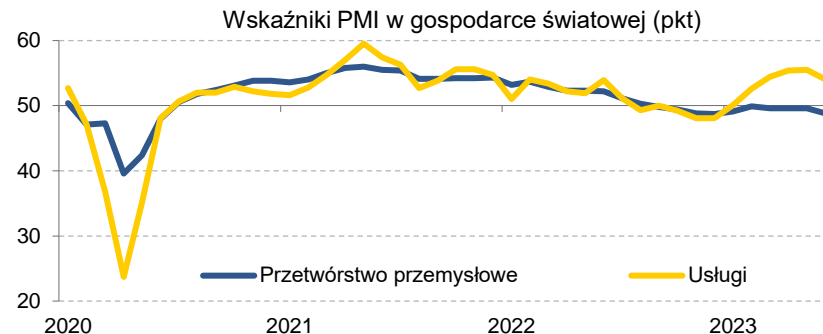
## Aktywność gospodarcza na świecie: umiarkowany wzrost w gospodarkach rozwiniętych w horyzoncie projekcji

Prognozowana przez NBP dynamika PKB dla najważniejszych gospodarek (%)

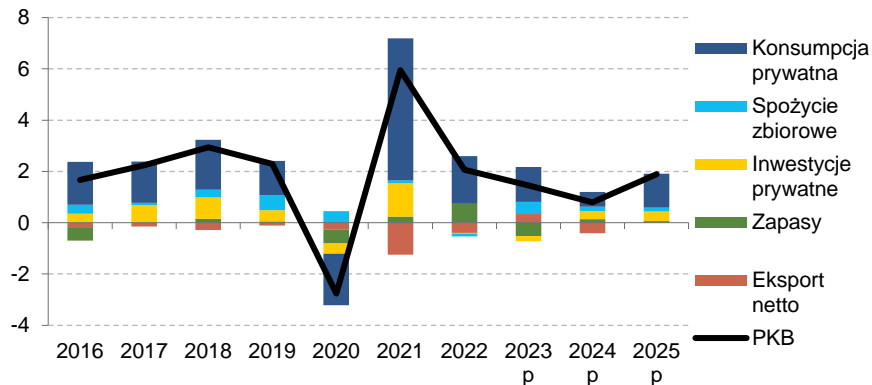
	2022	2023	2024	2025
Strefa euro	3,5	0,7 (0,7)	1,5 (1,5)	1,5 (1,6)
Niemcy	1,8	-0,1 (0,2)	1,4 (1,6)	1,5 (1,6)
Wielka Brytania	4,1	0,4 (-0,2)	0,9 (1,0)	1,2 (1,4)
Stany Zjednoczone	2,1	1,4 (1,3)	0,8 (1,6)	1,9 (1,9)
Chiny	3,0	5,3 (5,2)	4,9 (5,0)	4,8 (4,8)

W nawiasach podano wartości z projekcji marcowej (wartości odsezonowane).

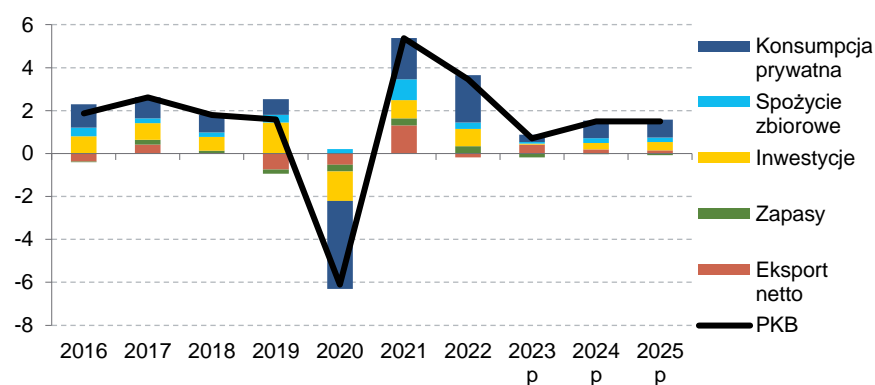
Kolorem zielonym oznaczono wskaźniki o wartości wyższej niż w projekcji marcowej, a czerwonym niższej.



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

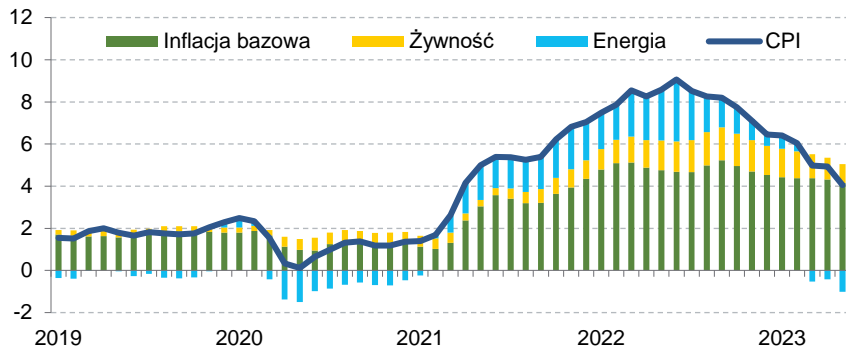


Dynamika realnego PKB (% , r/r) i jej składowe (pkt proc.) w strefie euro

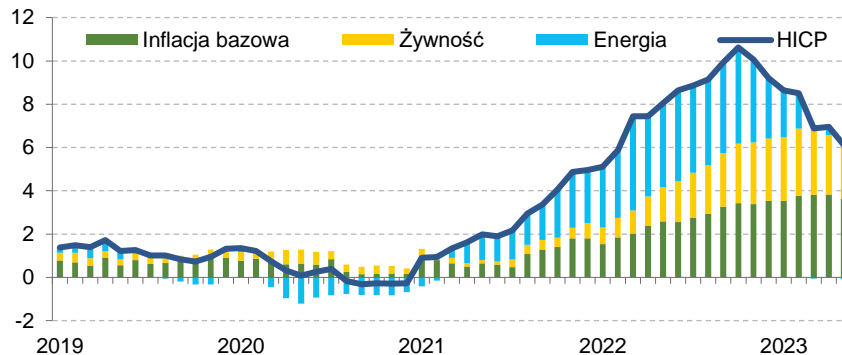


## Inflacja na świecie: powrót do celów inflacyjnych stopniowy ze względu na uporczywość inflacji cen usług

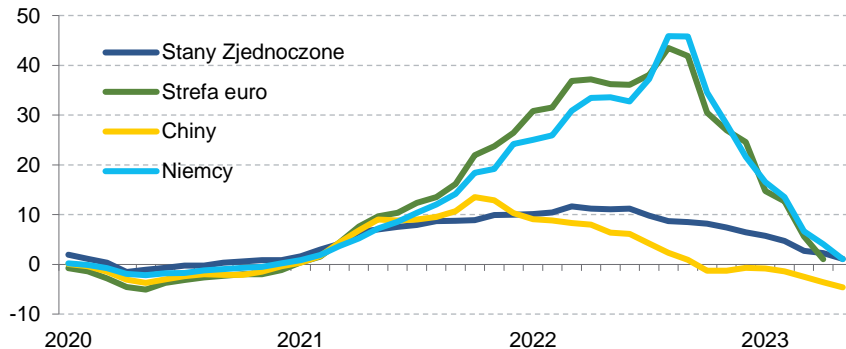
Inflacja CPI (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w Stanach Zjednoczonych



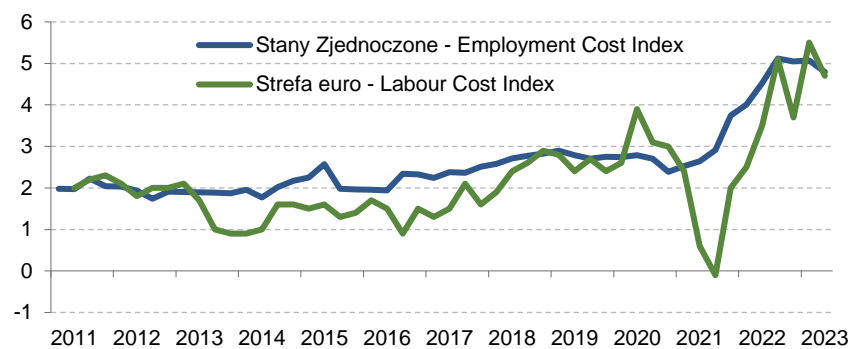
Inflacja HICP (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w strefie euro



Dynamika cen producenta w wybranych gospodarkach (% r/r)



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.



Plan prezentacji:

Projekcja 2023 – 2025

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

Ocena niepewności

## Projekcja na lata 2023-2025

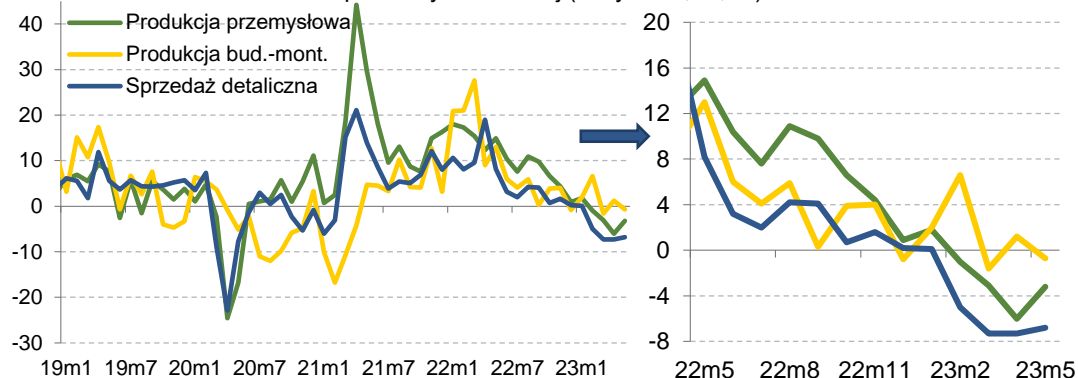
### Koniunktura krajowa

## Stagnacja koniunktury w I połowie 2023 r., przy relatywnie wysokiej dynamice inwestycji (dużych) firm

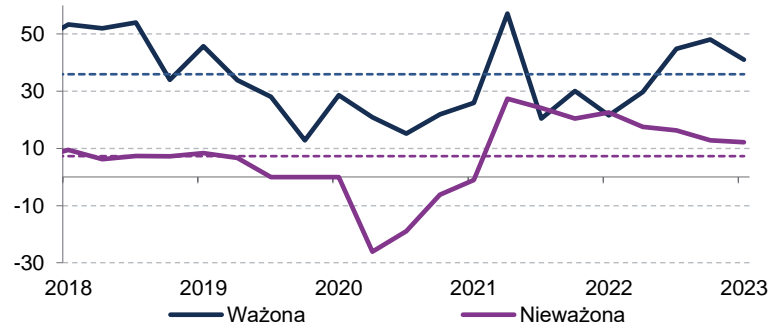
	23q1		23q2	
PKB (r/r, %)	<b>-0,3</b>	(-0,4)	<b>-0,1</b>	(0,8)
Popyt krajowy (r/r, %)	<b>-5,2</b>	(-2,5)	<b>-2,2</b>	(-0,5)
Spożycie gosp. dom. (r/r, %)	<b>-2,0</b>	(-1,0)	<b>-2,7</b>	(-0,2)
Spożycie publiczne (r/r, %)	<b>-0,5</b>	(2,1)	<b>-0,4</b>	(0,9)
Nakłady brutto na śr. trwałe (r/r, %)	<b>5,5</b>	(2,8)	<b>3,2</b>	(1,4)
Wkład zmiany zapasów (pkt. proc.)	<b>-4,1</b>	(-2,5)	<b>-1,0</b>	(-0,8)
Wkład eksportu netto (pkt. proc.)	<b>4,3</b>	(1,9)	<b>2,0</b>	(1,3)
Eksport (r/r, %)	<b>3,2</b>	(0,9)	<b>-0,6</b>	(-0,3)
Import (r/r, %)	<b>-4,6</b>	(-2,4)	<b>-3,8</b>	(-2,9)

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

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



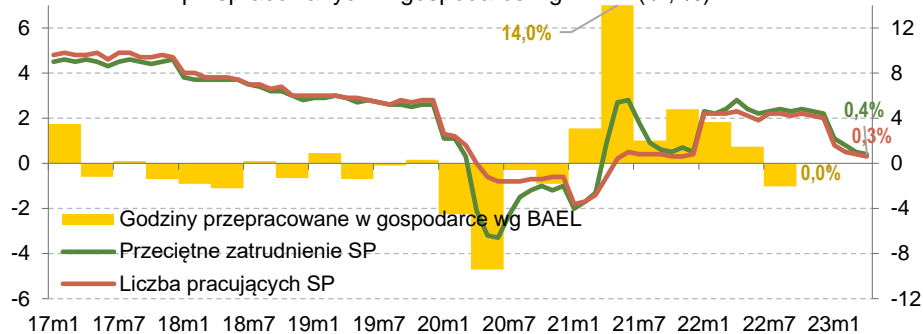
Przeciętna (mediana) dynamika r/r inwestycji przedsiębiorstw (ceny bieżące, %, dane kwartalne F-01/I-01, ważenie wielkością zatrudnienia)



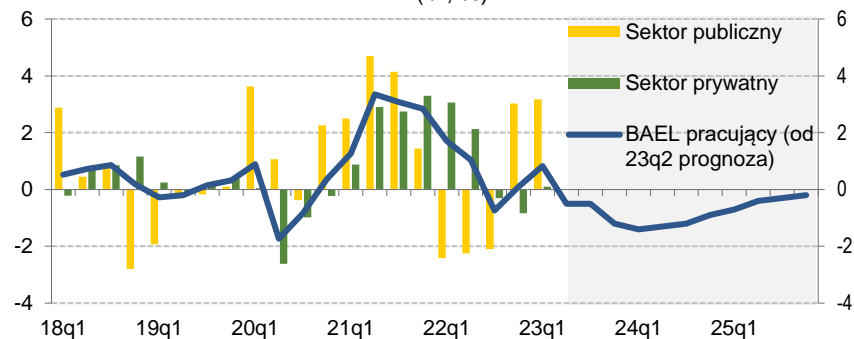
Uwaga: linie przerywane dotyczą średnich z wskaźników od 2012 r.

## Utrzymywanie się dobrej sytuacji na rynku pracy, przy wciąż wysokim poziomie zatrudnienia

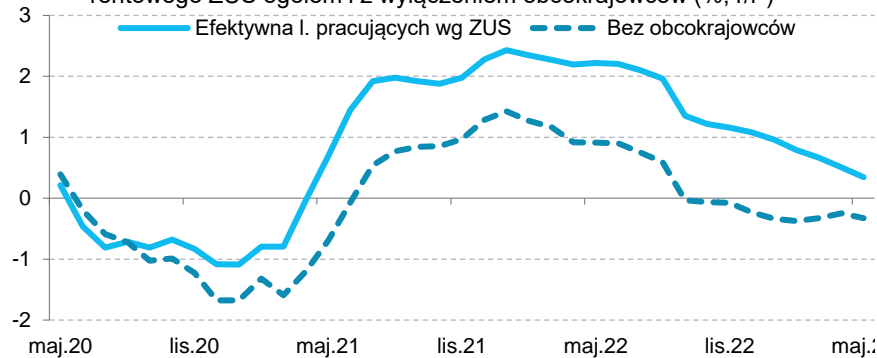
Przeciętne zatrudnienie, liczba pracujących w SP oraz łączna liczba godzin pracowanych w gospodarce wg BAEL (r/r, %)



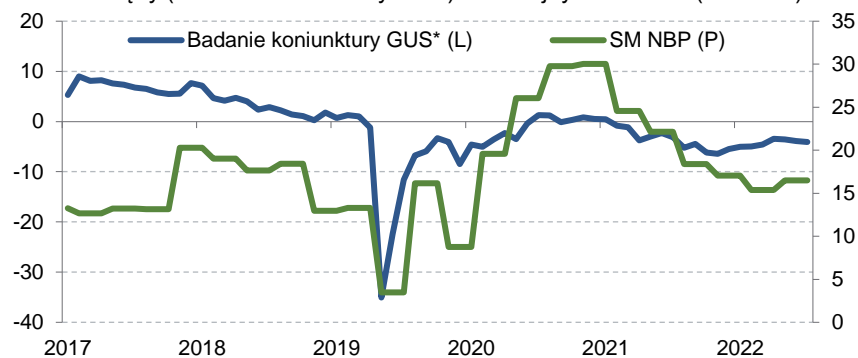
Pracujący wg BAEL – do I kw. 2023 w podziale na sektor publiczny i prywatny (r/r, %)



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



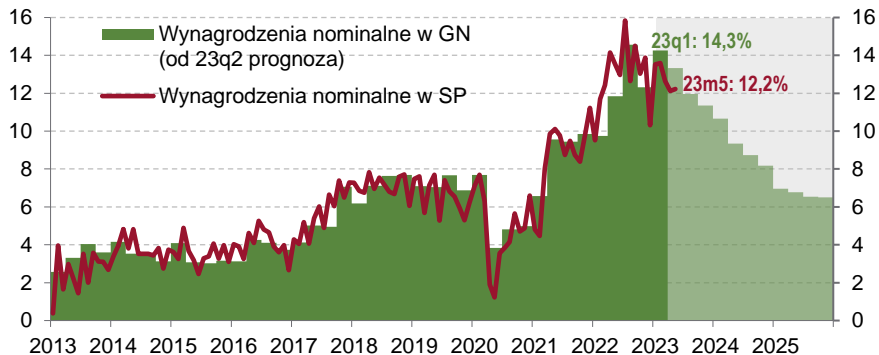
Indeks przewidywanych zmian stanu zatrudnienia w ciągu kolejnych trzech miesięcy (badanie koniunktury GUS) i w kolejnym kwartale (SM NBP)



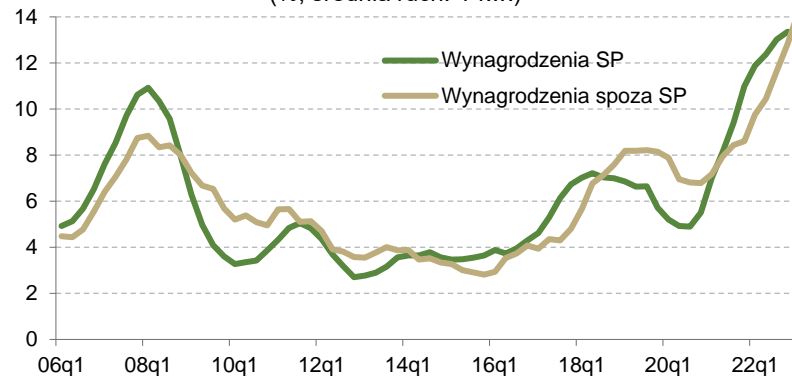
\* Dane wyrównane sezonowo. Indeks stanowi różnicę między procentowym udziałem odpowiedzi wskazujących na wzrost i spadek prognozowanego zatrudnienia. Dane GUS zagregowane przez NBP.

## W horyzoncie projekcji utrzyma się podwyższone tempo wzrostu wynagrodzeń nominalnych, choć widać już oznaki dostosowania kosztów pracy przez przedsiębiorstwa do wolniejszego wzrostu gospodarczego.

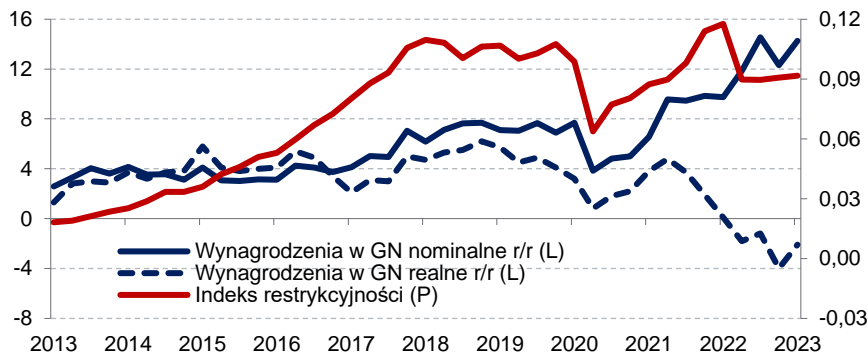
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń  
(w %, r/r, ostatnie dane z GN za I kw. 2023 r., z SP za V 2023 r.)



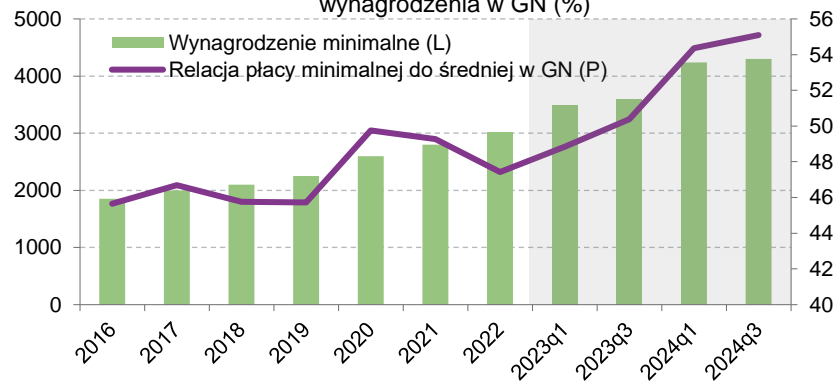
Roczne tempo wzrostu płac w SP oraz poza SP  
(%, średnia ruch. 4-kw.)



Wynagrodzenia w GN (% r/r) na tle indeksu restrykcyjności r. pracy (pkt)



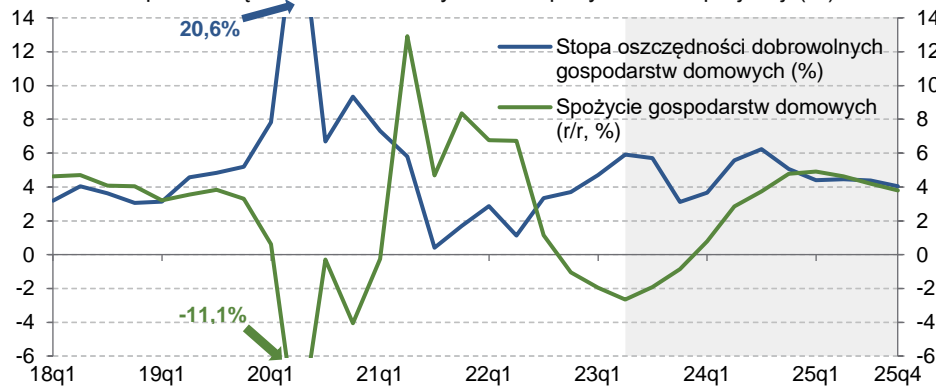
Wynagrodzenie minimalne (zł) oraz relacja do przeciętnego wynagrodzenia w GN (%)



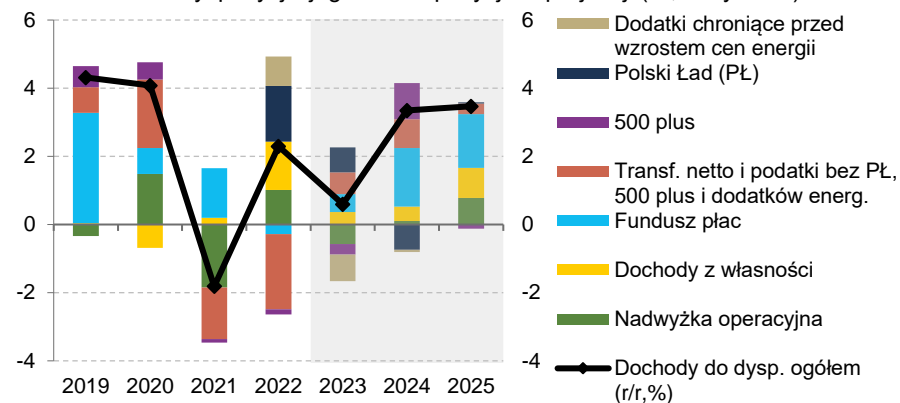


## W 2024 r. dynamika spożycia gospodarstw domowych przyspieszy na skutek korzystniejszego kształtowania się ich realnych dochodów do dyspozycji.

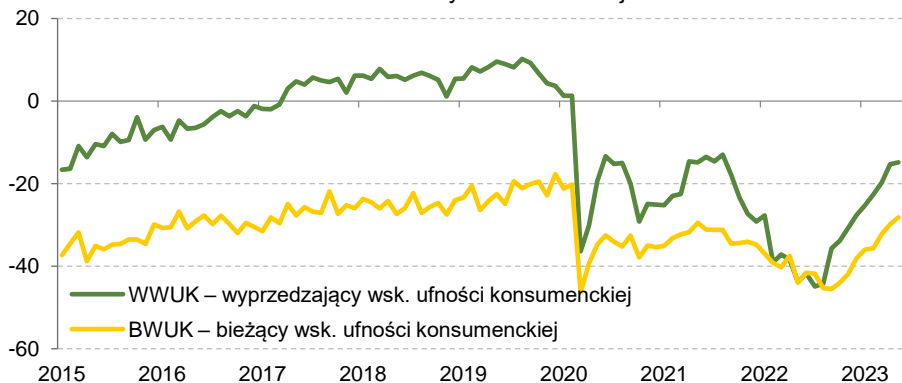
Stopa oszczędności dobrowolnych oraz spożycie GD w projekcji (%)



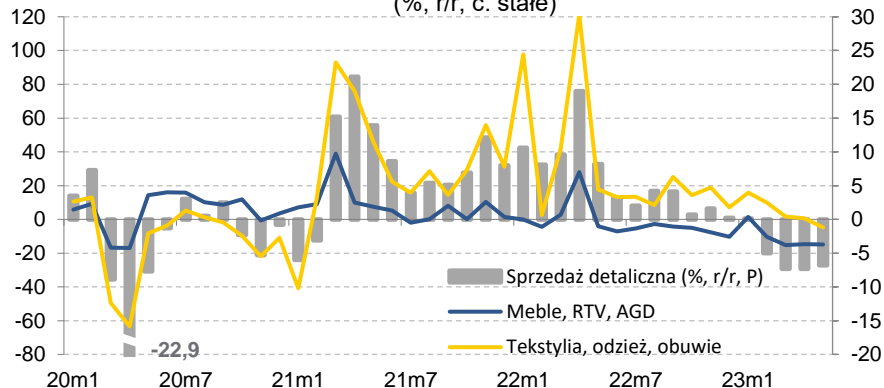
Dochód do dyspozycji i jego dekompozycja w projekcji (r/r, ceny stałe)



Wskaźniki koniunktury konsumenckiej GUS

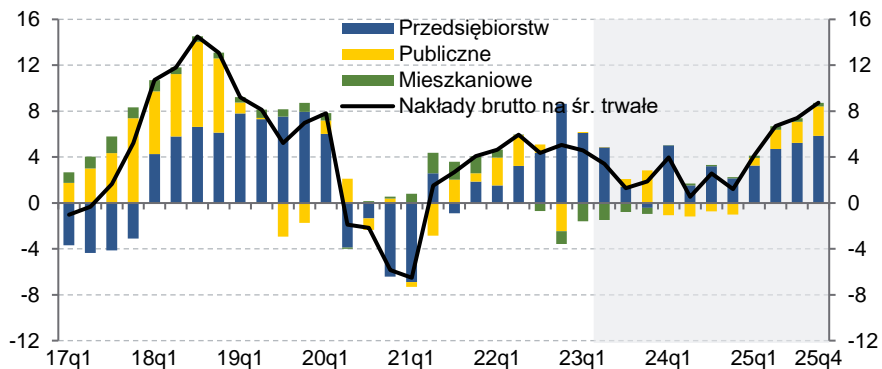


Sprzedaż detaliczna wybranych kategorii produktów na tle sprzedaży ogółem (% r/r, c. stałe)

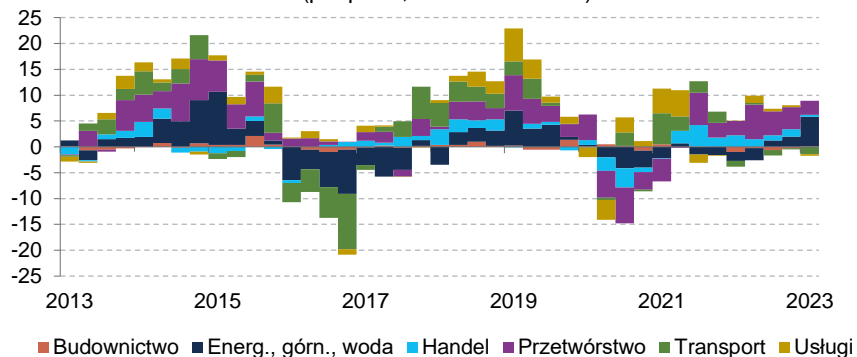


## Utrzymanie się relatywnie wysokiego wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w I kw. za sprawą nadal silnego wzrostu inwestycji (dużych) przedsiębiorstw.

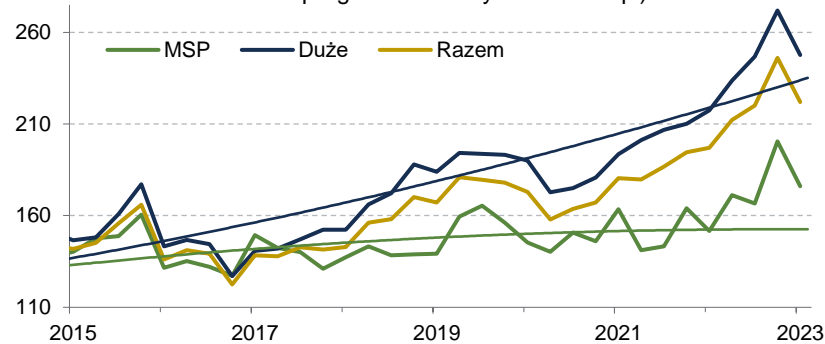
Nakłady brutto na środki trwałe w projekcji (r/r, %) - dekompozycja



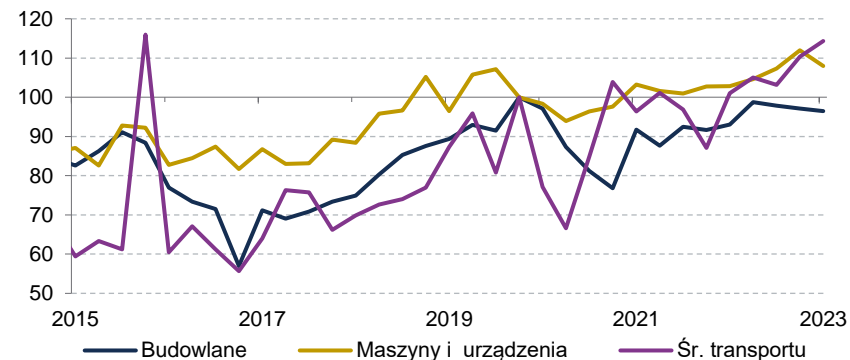
Wkład do realnej dynamiki r/r inwestycji wg PKD (pkt proc., deflowanie NBP)



Dynamika inwestycji wg wkł. zatrudnienia (2010 r. = 100%, s.a., c. bieżące, trend - prognoza na danych do 2019q4)

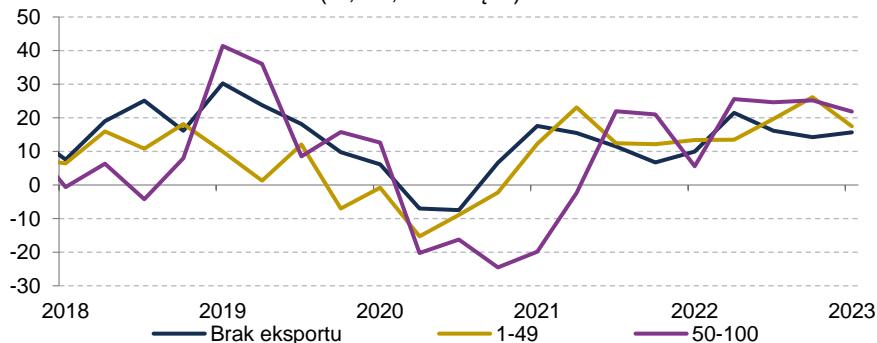


Realna dynamika inwestycji wg rodzajów nakładów (2019=100, s.a., deflowanie NBP)

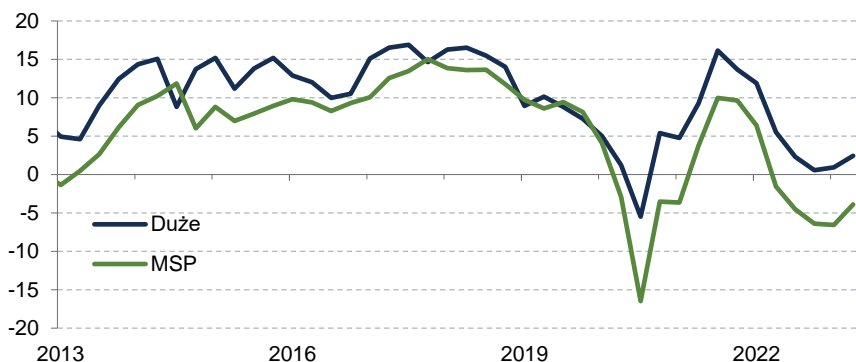


## Dobre inwestycje u eksporterów, ale perspektywy popytowe mogą wpływać na nie ograniczająco. Inwestycje przedsiębiorstw wspiera ich dobra kondycja finansowa.

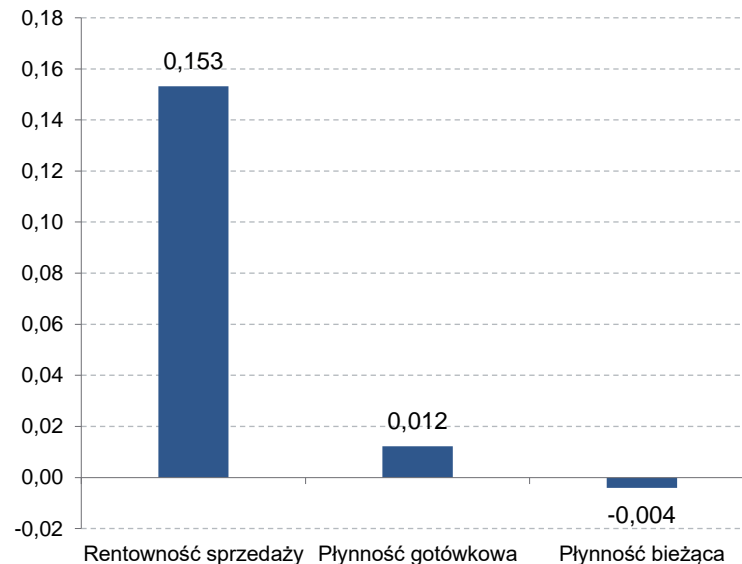
Dynamika inwestycji wg udziału eksportu w przychodach  
(%, r/r , c. bieżące)



Wskaźnik kwartalnych prognoz popytu wg wkł. zatrudnienia (pkt proc.)

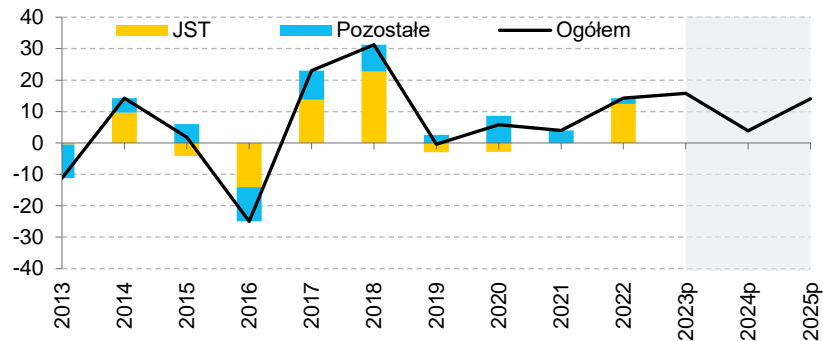


Oszacowania współczynników wpływu na stopę inwestycji

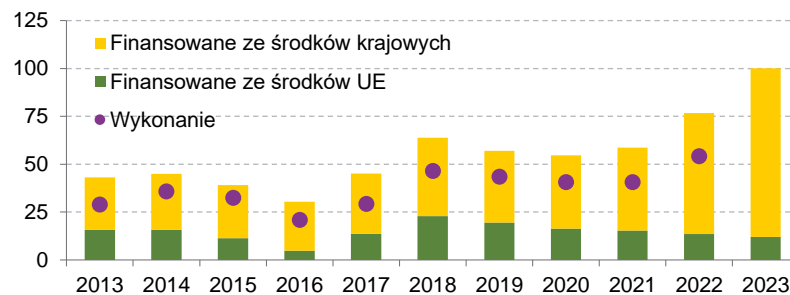


## W ujęciu nominalnym planowany duży wzrost inwestycji samorządowych w 2023 r., a oczekiwane wyhamowanie inwestycji publicznych w 2024 r. w związku z przełomem perspektyw unijnych.

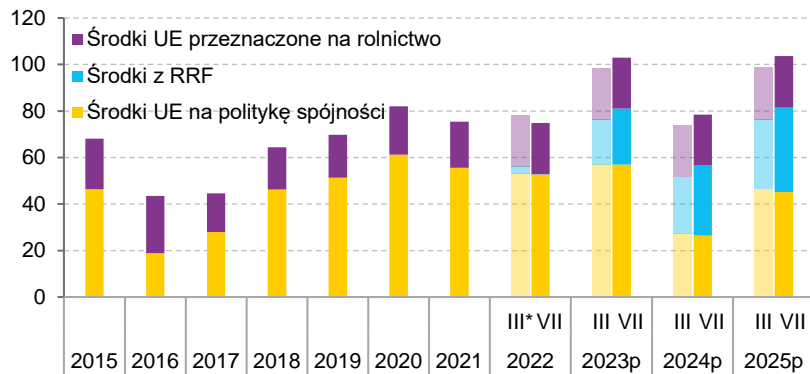
Tempo wzrostu inwestycji publicznych i wkład głównych elementów (r/r, %)



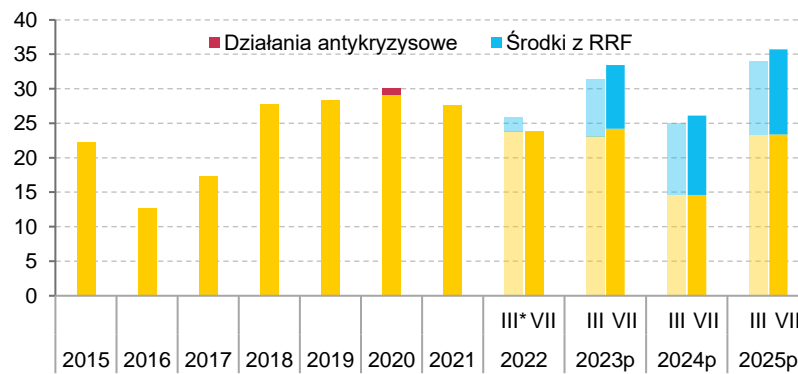
Planowane wydatki inwestycyjne JST (plan z I kw., mld zł)



Wykorzystanie środków UE ogółem (mld zł)

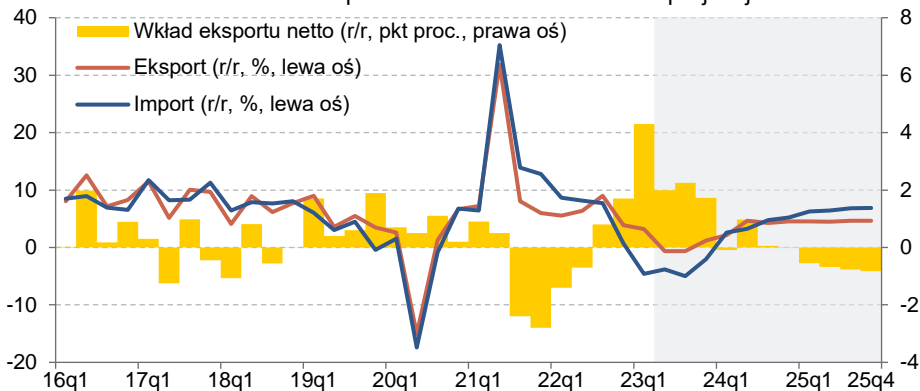


Wykorzystanie środków UE na inwestycje publiczne (mld zł)

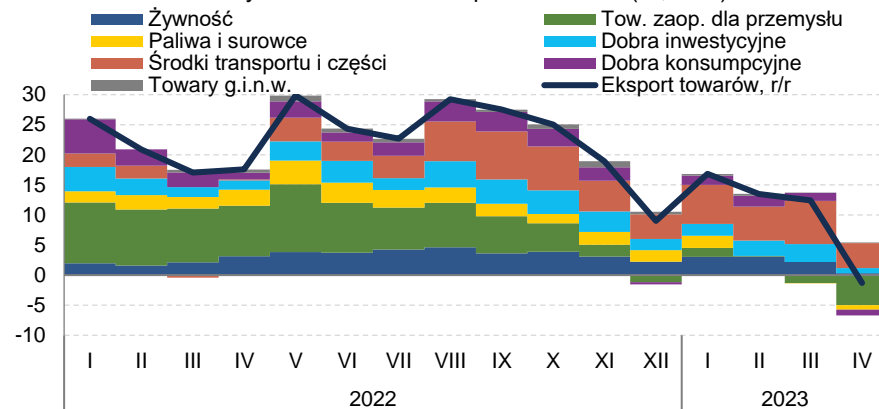


## W 2023 r. obniżenie dynamiki eksportu w efekcie słabnącego popytu ze strefy euro. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB dodatni na skutek silniejszej cyklicznej reakcji importu, w 2025 r. ponownie ujemny.

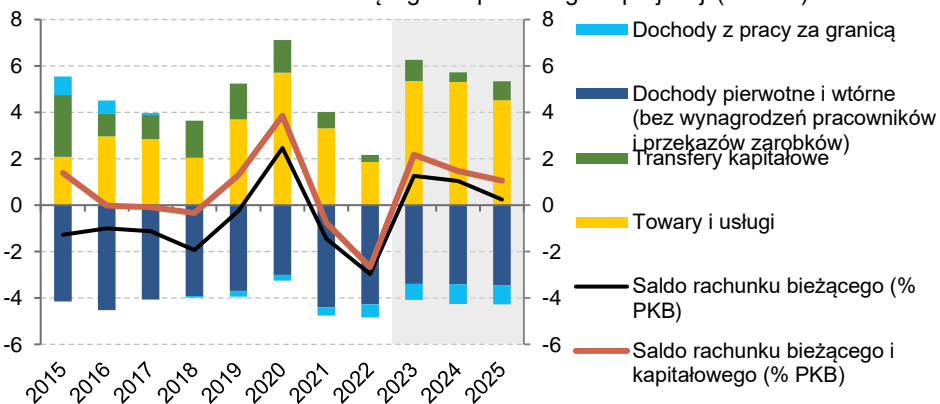
Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w projekcji



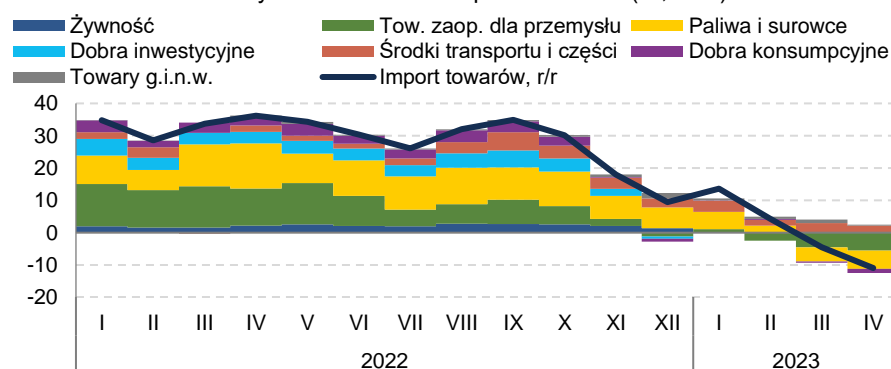
Dynamika wartości eksportu towarów (r/r, w %)



Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego w projekcji (% PKB)

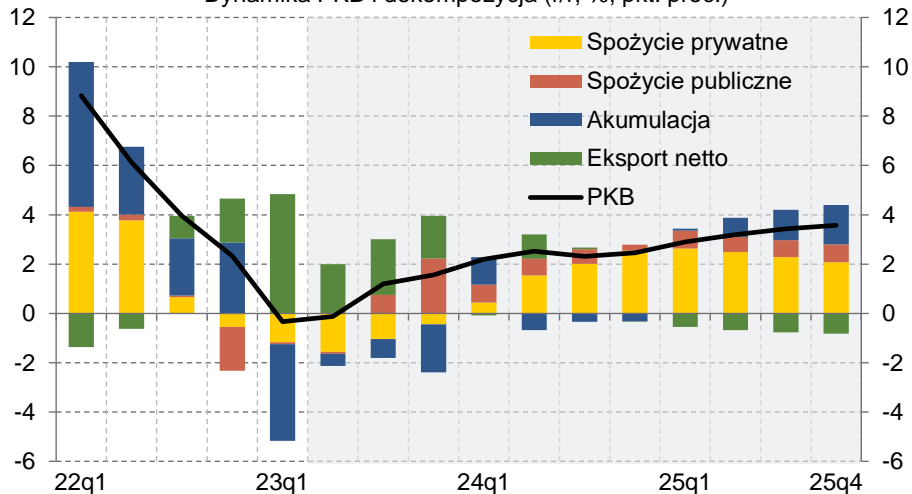


Dynamika wartości importu towarów (r/r, w %)

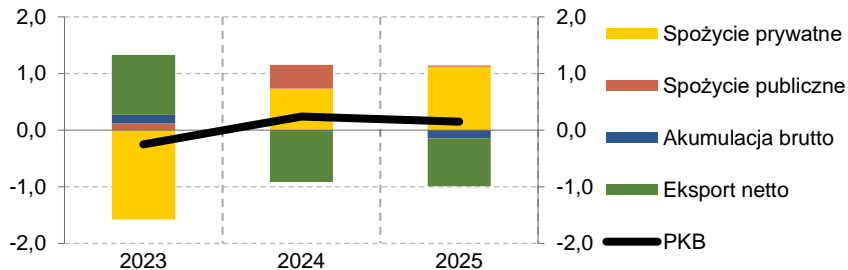


## Dynamika r/r PKB w II kw. 2023 r. bliska zera. PKB w całym 2023 r. nieco niższy niż w projekcji marcowej, ale odbicie w latach 2024-2025 – silniejsze.

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



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



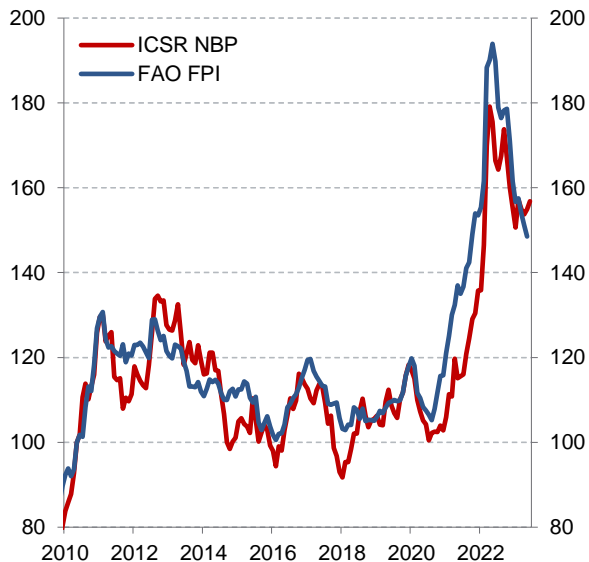
Czynniki oddziałujące na koniunkturę krajową w najbliższych kwartałach:

- ⇓ silne oddziaływanie **negatywnego szoku podażowego**, pod istotnym wpływem agresji Rosji na Ukrainę
- ⇓ wyraźne **spowolnienie aktywności gospodarczej za granicą** w 2023 r.
- ⇓ dotychczasowe **podwyżki stóp procentowych NBP**
- ⇑ **zmiany fiskalne**, m.in. waloryzacja programu Rodzina 500 Plus
- ⇑ ustawowe regulacje taryf wybranych nośników energii
- ⇑ korzystna sytuacja na **rynku pracy**
- ⇑ **wygasanie negatywnych efektów szoków podażowych i odbudowa aktywności za granicą w latach 2024-25**
- ⇓ **w 2024 r. znaczący spadek napływu funduszy europejskich** - zakończenie wydatków w ramach perspektywy UE na lata 2014-2020

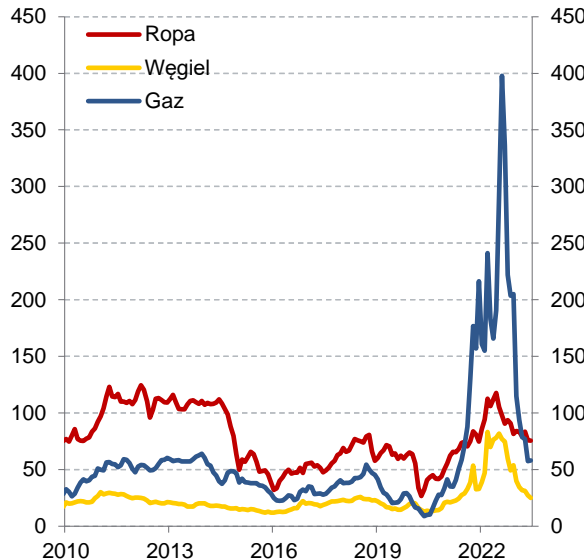
PKB, r/r, %	2021	2022	2023	2024	2025
Lipiec 2023	6,9	5,1	0,6	2,4	3,3
Marzec 2023	6,8	4,9	0,9	2,1	3,1

## Ceny surowców wyraźnie obniżyły się względem rekordowych wartości z 2022 r.

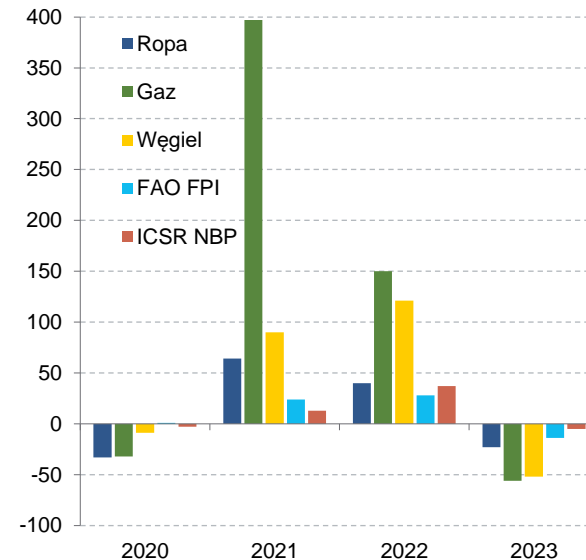
ICSR NBP oraz FAO FPI  
(indeksy maj 2010=100, EUR, dane miesięczne)



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



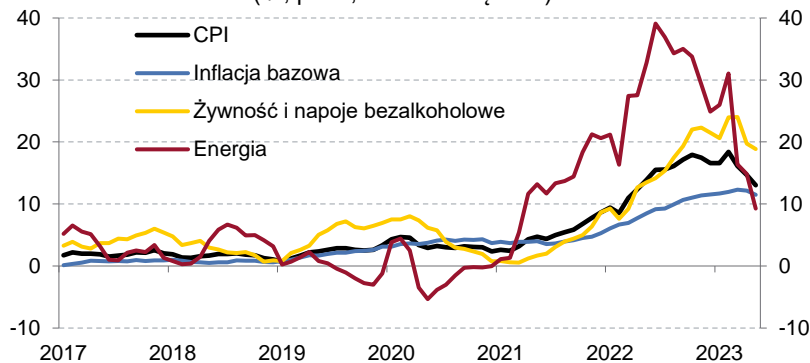
Średnioroczna dynamika cen surowców  
(%, dane roczne)



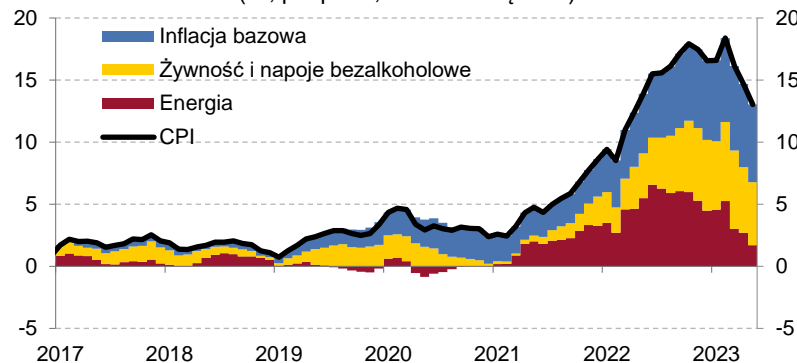
Uwaga: boe (barrel of oil equivalent, ang.) – baryłka przeliczeniowa ropy

## Spadek inflacji CPI od lutego br.

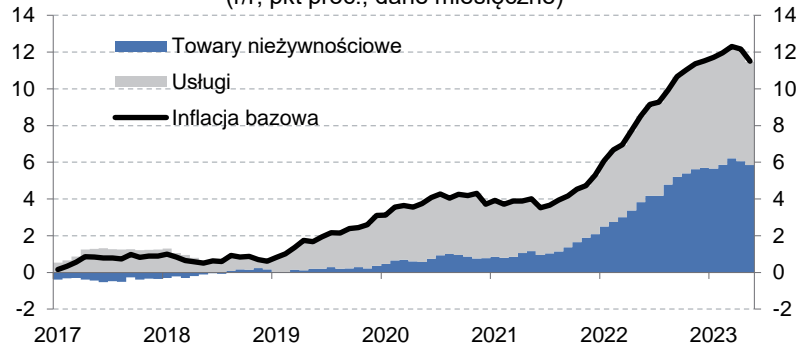
Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych  
(r/r, proc., dane miesięczne)



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 I kw. 2023 r. oraz założone w projekcji lipcowej ich wartości w II kw. 2023 r. na tle projekcji marcowej (r/r, proc.)

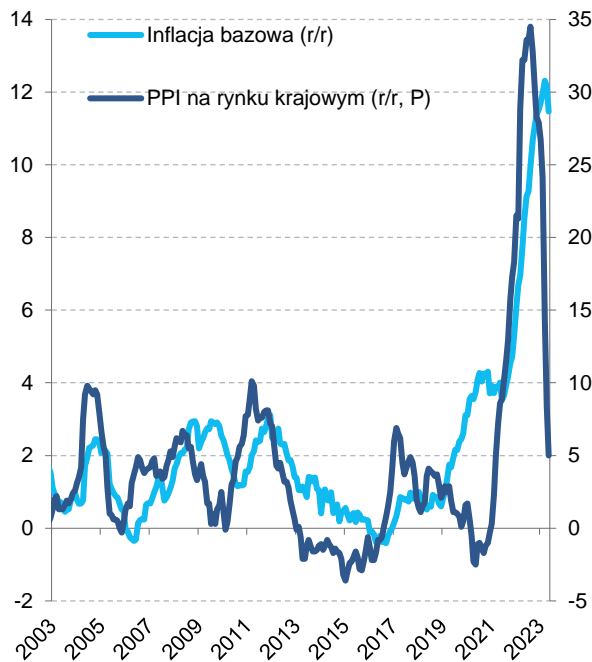
r/r, %	23q1		23q2	
Inflacja CPI	17,0	(17,2)	13,1	(12,8)
Inflacja bazowa	12,0	(11,8)	11,6	(11,1)
Inflacja cen żywności	22,9	(21,7)	18,8	(16,4)
Inflacja cen energii	24,2	(26,7)	9,5	(12,6)

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

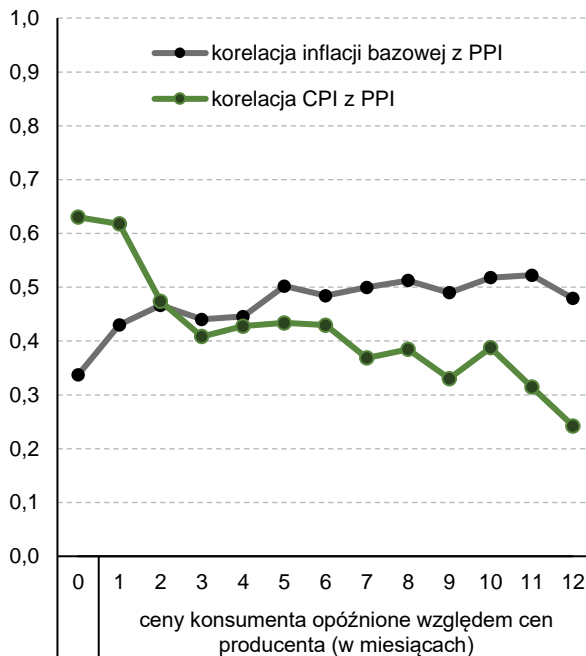


## Inflacja bazowa z większym opóźnieniem reaguje na zmiany PPI niż CPI

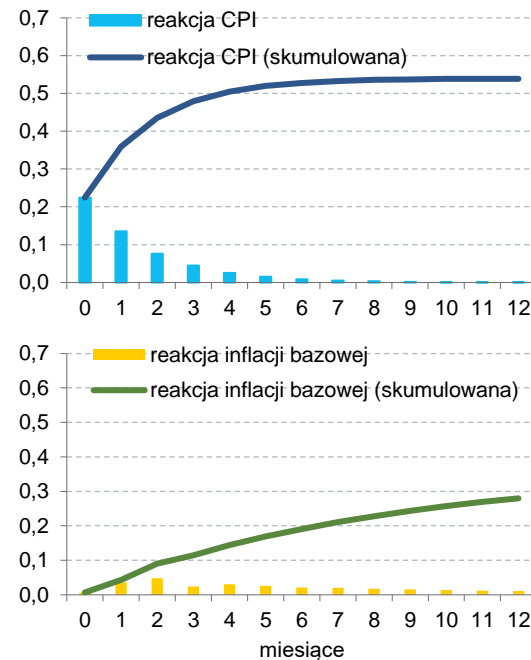
Dynamika CPI po wyłączeniu cen żywności i energii na tle PPI na rynku krajowym (r/r, %)



Bieżące i opóźnione współczynniki korelacji (dane odsezonowane, m/m)

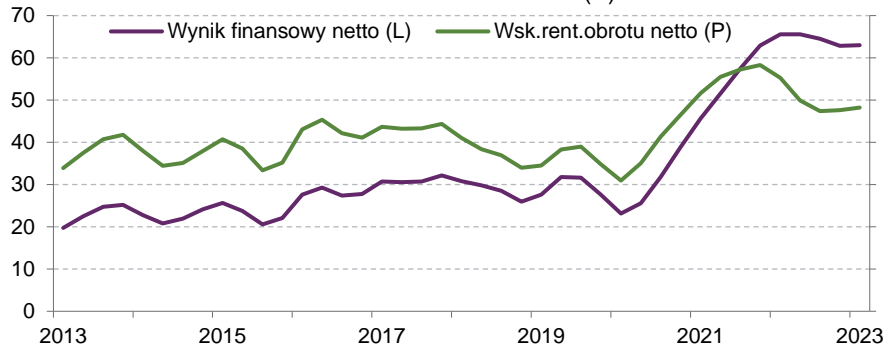


Odpowiedź CPI i inflacji bazowej na wzrost PPI na rynku krajowym o 1 pkt proc.

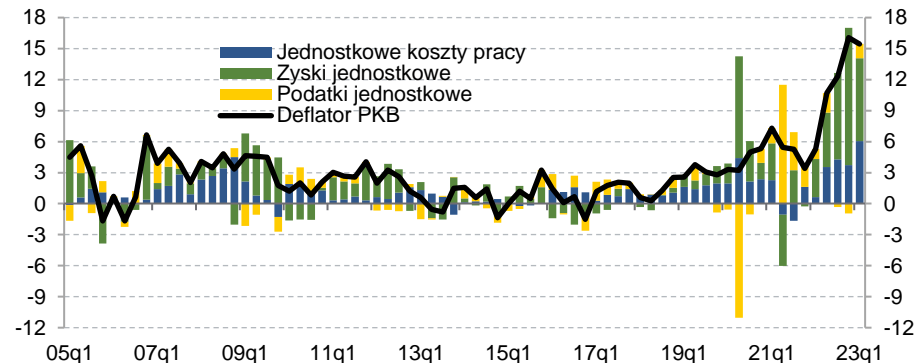


## Wyraźny wzrost nadwyżki operacyjnej brutto na jednostkę produkcji przedsiębiorstw niefinansowych, przy zróżnicowanym stopniu trudności przenoszenia impulsów kosztowych na ceny

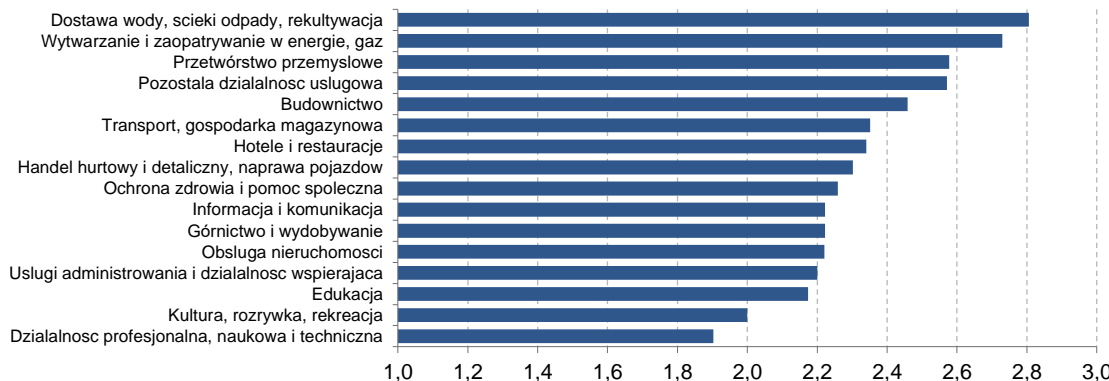
Wynik finansowy netto (mld zł) (L) i wskaźnik rentowności obrotu netto (P)



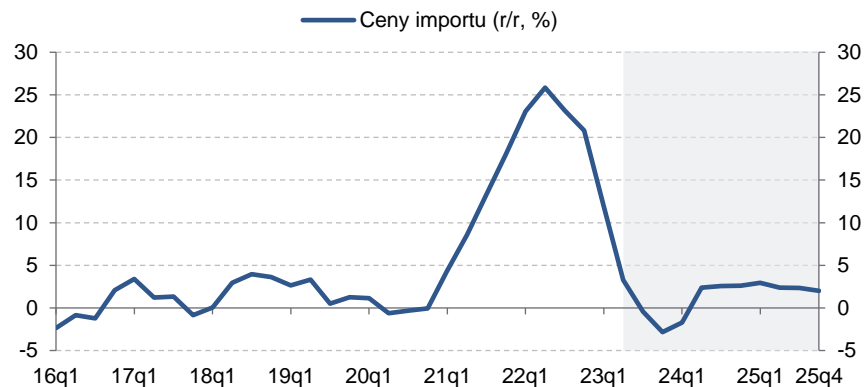
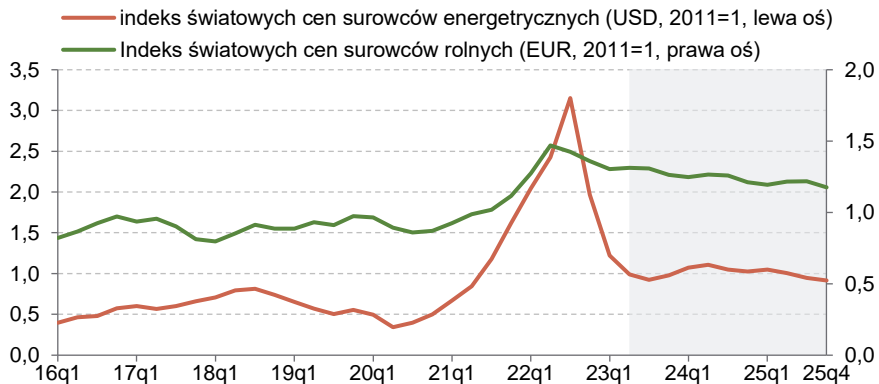
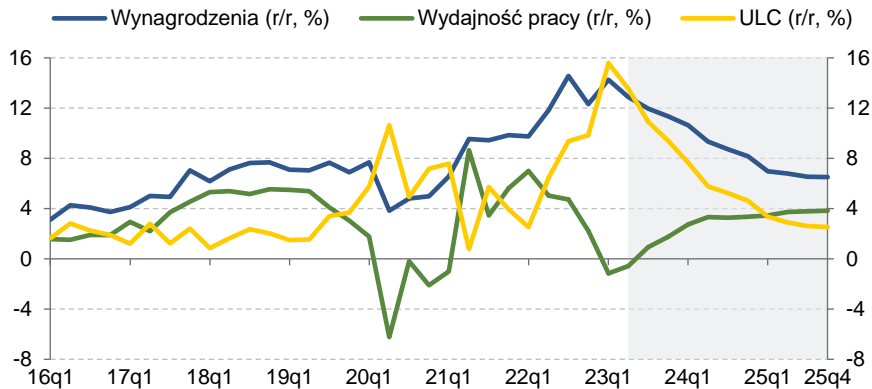
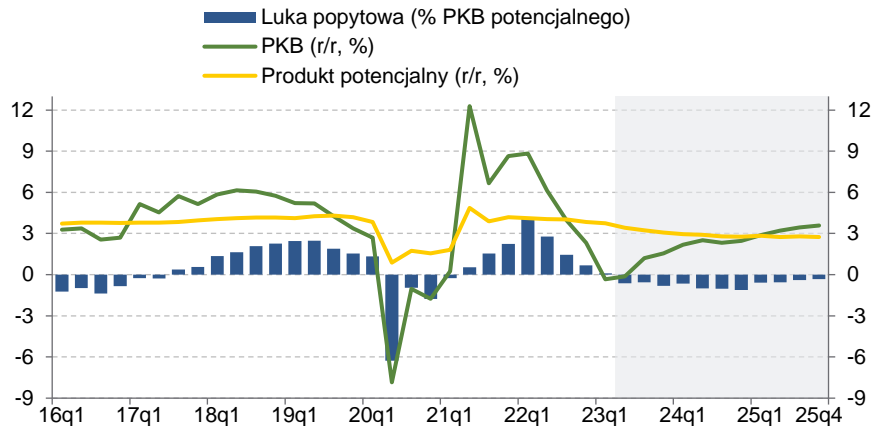
Dekompozycja zmian r/r deflatora PKB



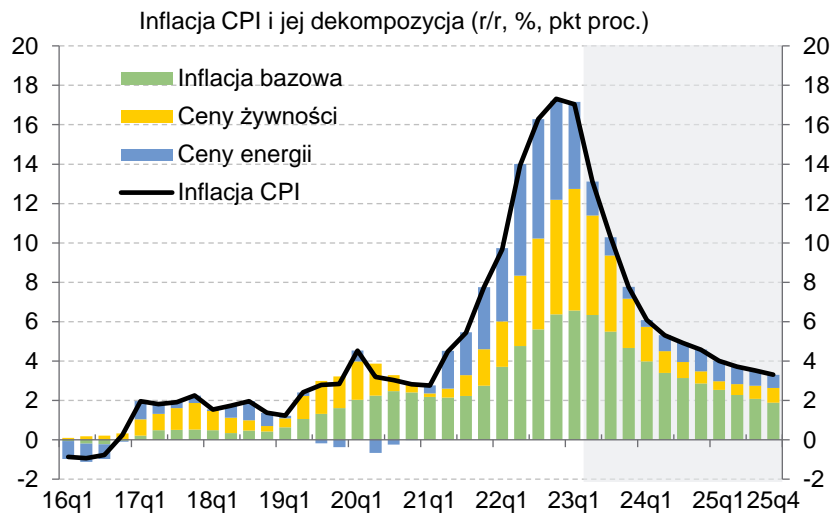
Obserwowane w II kw. 2023 r. trudności w przerzucaniu wzrostu kosztów na ceny w sekcjach PKD



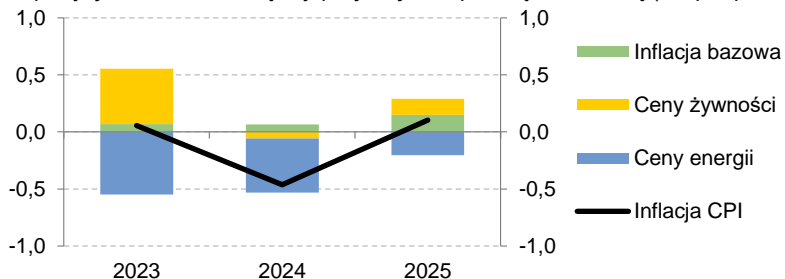
## W horyzoncie projekcji presja popytowa na obniżonym poziomie, oddziałując w kierunku spadku inflacji CPI



## Stopniowy powrót inflacji do przedziału odchyłeń od celu inflacyjnego NBP na przestrzeni lat 2023-2025.



Dekompozycja zmian CPI między projekcjami lipcową i marcową (r/r, pkt proc.)



Na ścieżkę inflacji w horyzoncie projekcji wpływać będzie:

- ⇓ wygasanie czynników podwyższających inflację w poprzednich latach:
  - ⇓ **spowolnienie wzrostu krajowego popytu**
  - ⇓ obniżone **ceny surowców energetycznych i rolnych** na rynkach światowych
  - ⇓ **ustępowanie napięć w sieciach dostaw**
  - ⇓ **spowolnienie inflacji za granicą**
  - ⇓ **obniżająca się dynamika kosztów pracy**
- ⇓ rządowe działania osłonowe, w tym: **zamrożenie cen gazu, maksymalne ceny energii elektrycznej**, ustawowe **ograniczenie wzrostu taryf za ciepło** w 2023 r., utrzymanie obniżonych stawek podatku VAT na żywność
- ⇑ **zwiększona persystencja inflacji** (podwyższone oczekiwania inflacyjne przekładające się na silniejszą presję płacową, zwiększona akceptacja dla wzrostu cen)
- ⇑ **wygaśnięcie znacznej części rozwiązań**, które obowiązywały w 2022 r. **w ramach Tarczy Antyinflacyjnej**, założone zmniejszanie skali rządowych działań osłonowych w latach 2024-25

CPI, r/r, %	2021	2022	2023	2024	2025
Lipiec 2023	5,1	14,4	11,9	5,2	3,6
Marzec 2023	5,1	14,4	11,9	5,7	3,5



Plan prezentacji:

Projekcja 2023 – 2025

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

Ocena niepewności

---

## Ocena niepewności

---

- Obszary niepewności
- Wykresy wachlarzowe

## Obszary niepewności

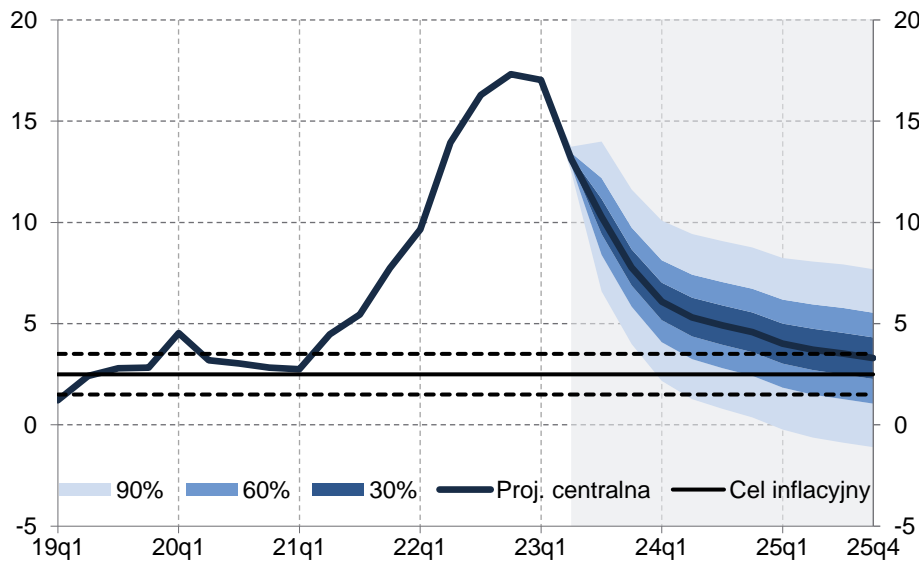
- **Dalszy przebieg agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę**
- **Podaż i popyt na surowce energetyczne na świecie**
- **Efekty zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC i Fed**
- **Zaburzenia w systemie finansowym**
- **Działania osłonowe rządu**

W horyzoncie projekcji lipcowej występuje:

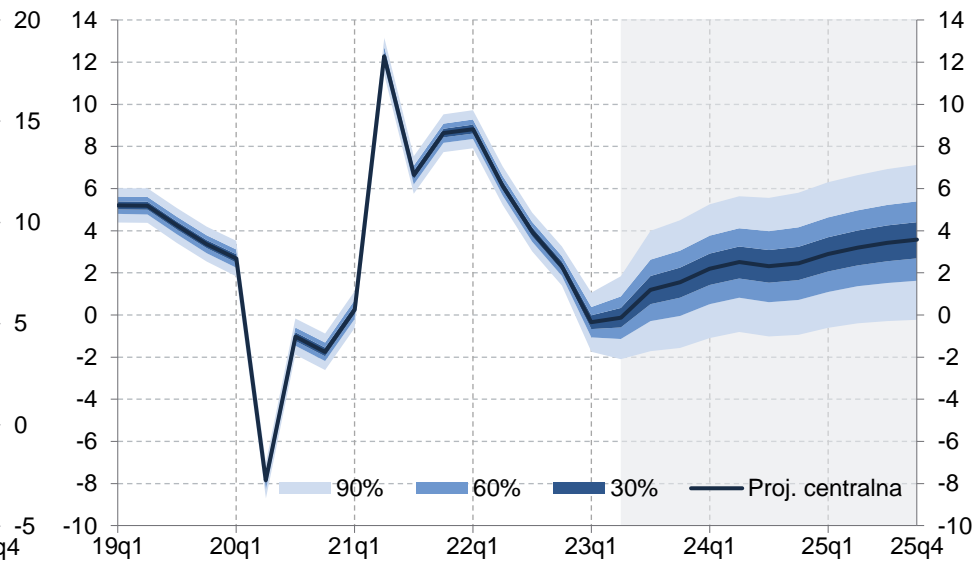
- ↔ **Zbliżony do symetrycznego rozkład niepewności dla inflacji CPI**
- ↓ **Nieco wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się dynamiki PKB poniżej ścieżki centralnej projekcji**

Najważniejszym źródłem ryzyka dla tych zmiennych są **makroekonomiczne skutki agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę**.

Inflacja CPI (r/r, %)



PKB (r/r, %)



CPI r/r, %	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej centr.	przedział 1,5-3,5%
2023	0%	0%	0%	50%	0%
2024	5%	12%	22%	50%	17%
2025	17%	30%	48%	50%	31%

CPI r/r, %	ścieżka centralna	przedział 50%	
2023	11,9	11,1	12,7
2024	5,2	3,7	6,8
2025	3,6	2,1	5,1

PKB r/r, %	ścieżka centralna	przedział 50%	
2023	0,6	-0,2	1,3
2024	2,4	1,4	3,3
2025	3,3	2,1	4,4



**NARODOWY  
BANK POLSKI**