



NARODOWY
BANK POLSKI

Departament Analiz i Badań Ekonomicznych

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

Warszawa / 5 lipca 2024 r.





Plan prezentacji:

Projekcja 2024 – 2026

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

Ocena niepewności

Projekcja na lata 2024-2026

Koniunktura międzynarodowa

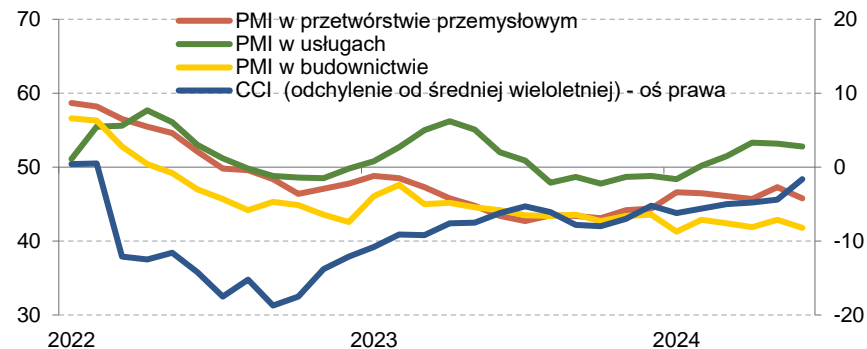
W gospodarkach europejskich oczekiwane jest przyspieszenie wzrostu PKB z obecnego niskiego poziomu, a w Stanach Zjednoczonych dalsza realizacja scenariusza „miękkiego lądowania”

Prognozowana przez NBP dynamika PKB dla najważniejszych gospodarek (%)

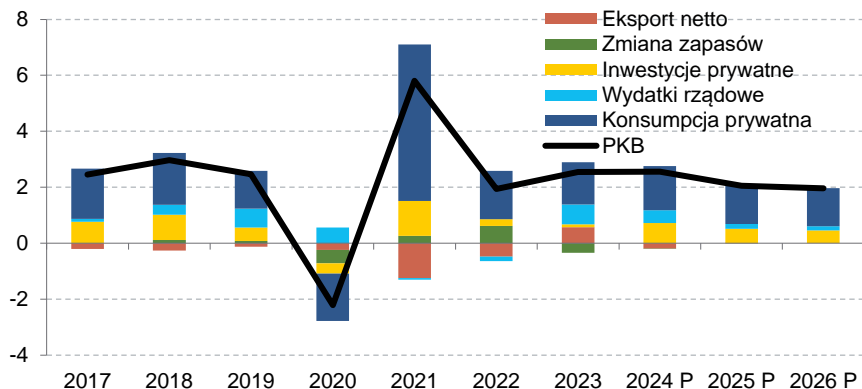
	2023	2024	2025	2026
Strefa euro	0,6	0,8 (0,7)	1,3 (1,3)	1,3 (1,2)
Niemcy	0,0	0,3 (0,2)	1,1 (1,2)	1,2 (1,0)
Wielka Brytania	0,1	0,9 (0,3)	1,2 (1,1)	1,4 (1,4)
Stany Zjednoczone	2,5	2,5 (2,3)	2,0 (1,9)	2,0 (1,9)
Chiny	5,2	4,9 (4,8)	4,6 (4,5)	4,2 (4,0)

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

Wskaźniki PMI i CCI w strefie euro (pkt)

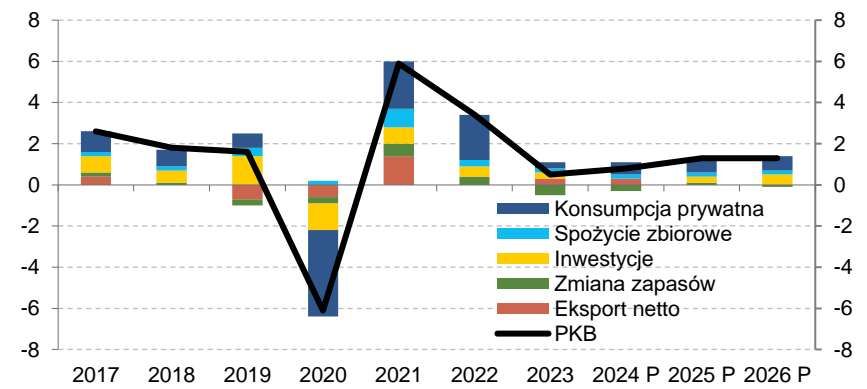


Dynamika realnego PKB (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w Stanach Zjednoczonych



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

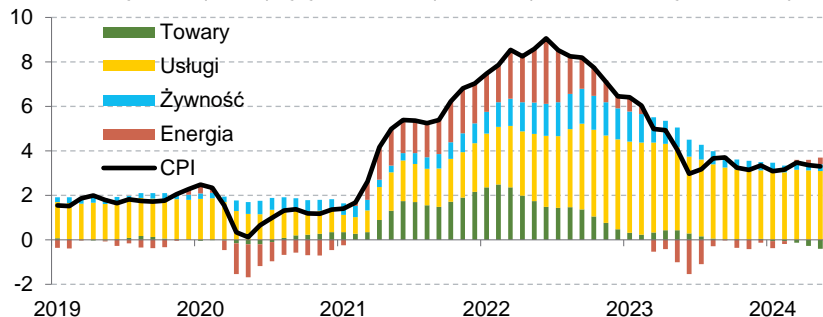
Dynamika realnego PKB (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w strefie euro



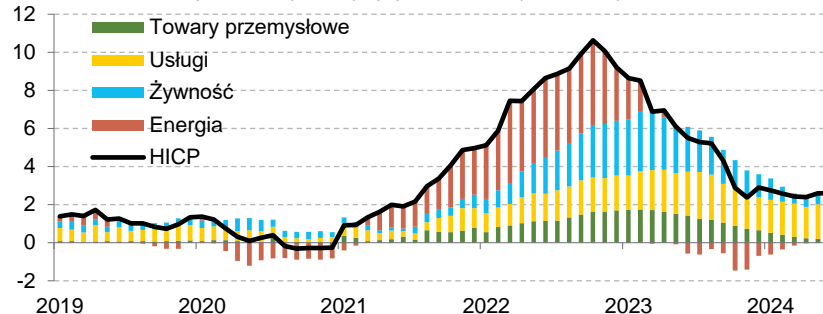
P – prognoza

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

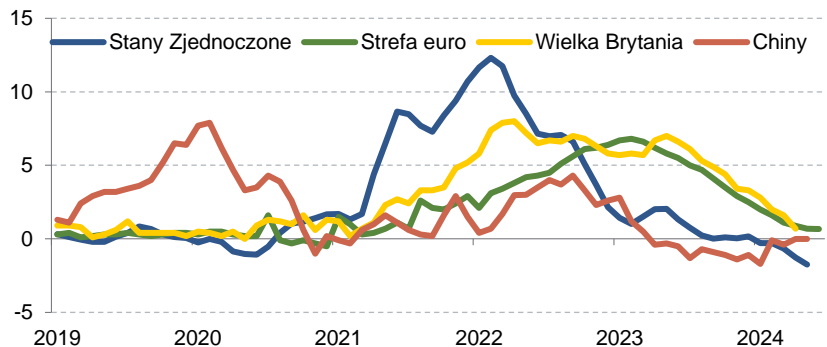
Inflacja CPI (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w Stanach Zjednoczonych



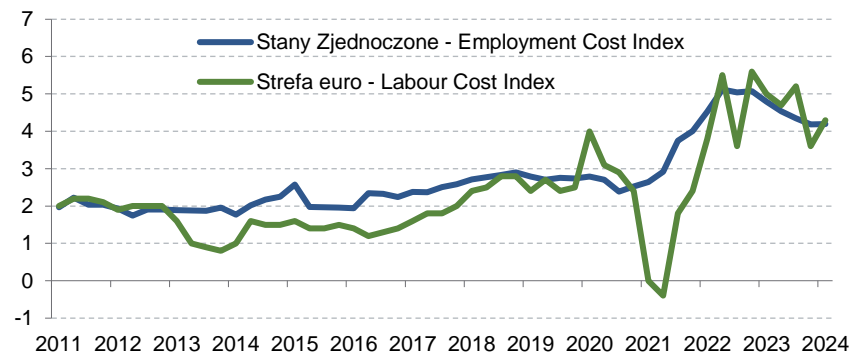
Inflacja HICP (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w strefie euro



Dynamika cen towarów przemysłowych w wybranych gospodarkach (% r/r)



Dynamika płac nominalnych w wybranych gospodarkach (% r/r)



Uwaga: Dynamika cen towarów przemysłowych wg koszyka CPI w Stanach Zjednoczonych i Chinach, wg koszyka HICP w strefie euro i wg koszyka CPIH w Wielkiej Brytanii.

Źródło: BLS, Eurostat, LSEG, ONS.



Plan prezentacji:

Projekcja 2024 – 2026

- Koniunktura międzynarodowa

- Koniunktura krajowa

- Inflacja

Ocena niepewności

Projekcja na lata 2024-2026

Koniunktura krajowa

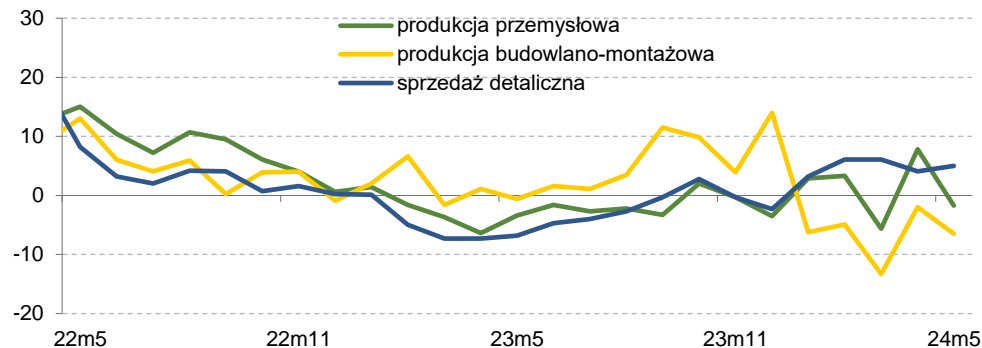
Wzrost aktywności gospodarczej w I połowie 2024 r., głównie za sprawą popytu konsumpcyjnego

	24q1		24q2	
PKB (r/r, %)	2,0	(2,1)	2,9	(3,6)
Popyt krajowy (r/r, %)	1,7	(1,5)	3,3	(4,1)
Spożycie gosp. dom. (r/r, %)	4,6	(2,8)	4,6	(3,7)
Spożycie publiczne (r/r, %)	10,9	(1,1)	10,4	(6,5)
Nakłady brutto na śr. trwałe (r/r, %)	-1,8	(1,6)	-0,2	(3,0)
Wkład zmiany zapasów (pkt. proc.)	-2,8	(-0,7)	-1,6	(-0,1)
Wkład eksportu netto (pkt. proc.)	0,4	(0,4)	-0,1	(-0,1)
Eksport (r/r, %)	0,5	(-3,6)	2,0	(1,1)
Import (r/r, %)	-0,1	(-4,9)	2,5	(1,5)

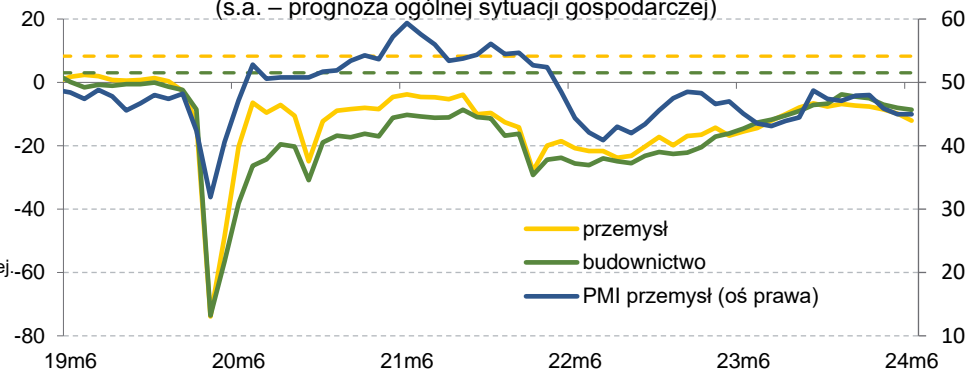
W nawiasach podano wartości z projekcji marcowej (wartości odsezonowane).

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, %)



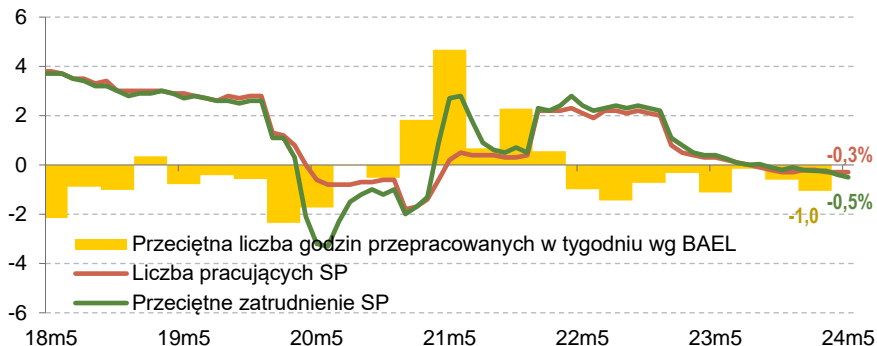
Wskaźniki koniunktury w przemyśle i budownictwie (s.a. – prognoza ogólnej sytuacji gospodarczej)



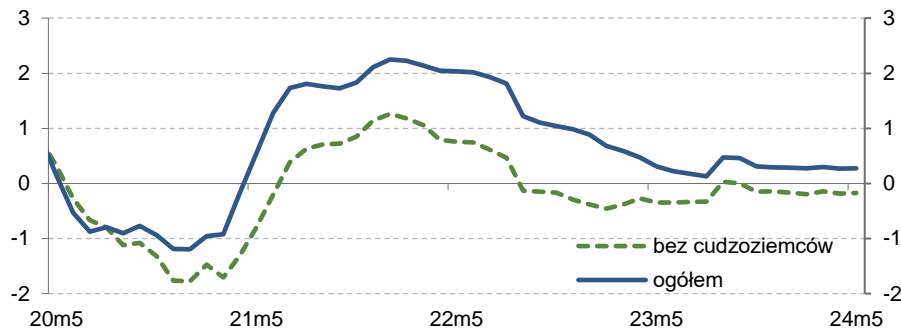
Uwaga: liniami przerywanymi oznaczono wieloletnie średnie wskaźników koniunktury w przemyśle (kolor **żółty**) i budownictwie (kolor **zielony**).

Spowolnienie aktywności gospodarczej w 2023 r. z opóźnieniem przełożyło się na ograniczenie popytu na pracę

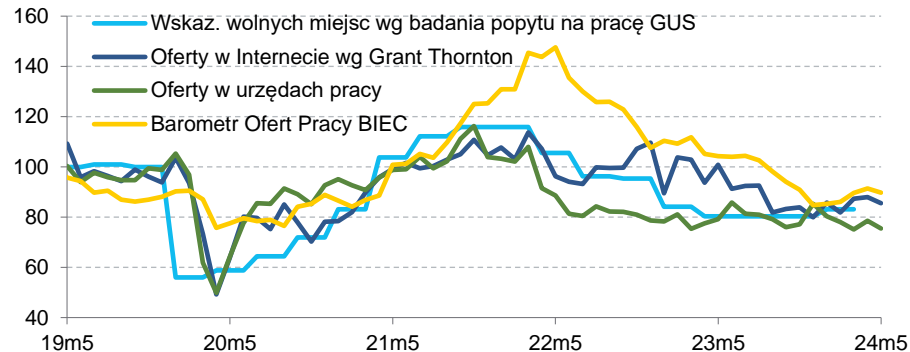
Przeciętne zatrudnienie, liczba pracujących w SP oraz średnia liczba godzin przepracowanych w tygodniu wg BAEL (r/r, %)



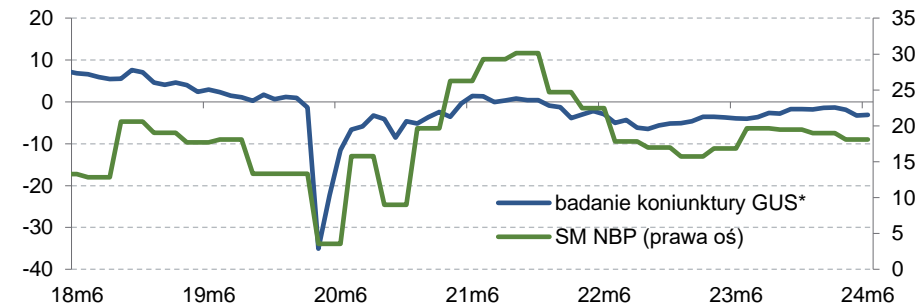
Liczba pracujących zgłoszonych do ubezpieczenia emerytalnego i rentowego ZUS ogółem i z wyłączeniem obcokrajowców (dynamika r/r, %)



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



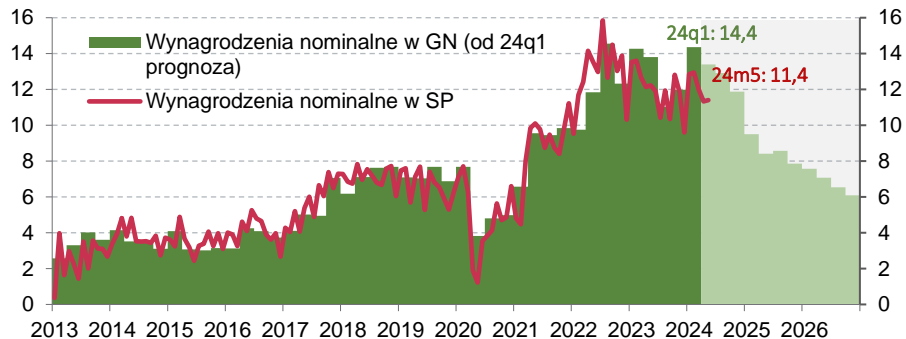
Indeks przewidywanych zmian stanu zatrudnienia w ciągu kolejnych trzech miesięcy (badanie koniunktury GUS) i w kolejnym kwartale (SM NBP)



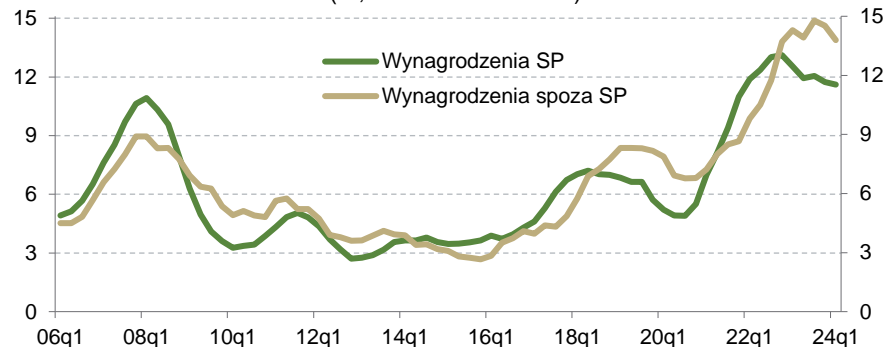
* Dane wyrównane sezonowo. Indeks stanowi różnicę między procentowym udziałem odpowiedzi wskazujących na wzrost i spadek prognozowanego zatrudnienia. Dane GUS zagregowane przez NBP.

Dynamika nominalnych wynagrodzeń w br. podtrzymana przez wysoki wzrost płacy minimalnej i wynagrodzeń w sferze budżetowej, w ujęciu realnym tempo wzrostu plac istotnie przyspieszyło

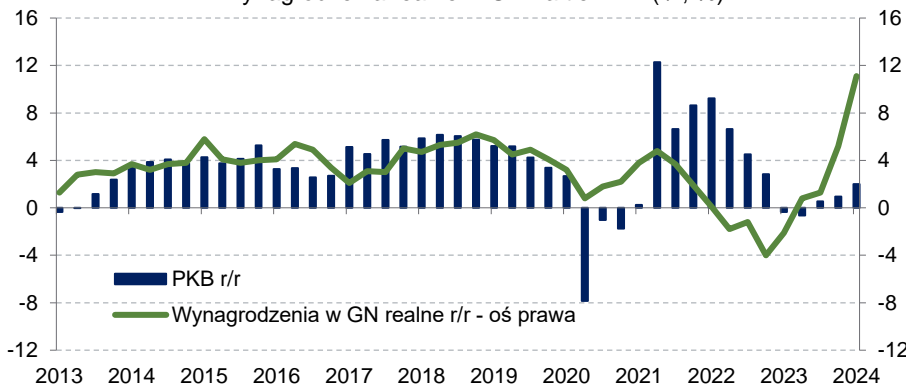
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń
(w %, r/r, ostatnie dane z GN za I kw. 2024 r., z SP za kwiecień 2024 r.)



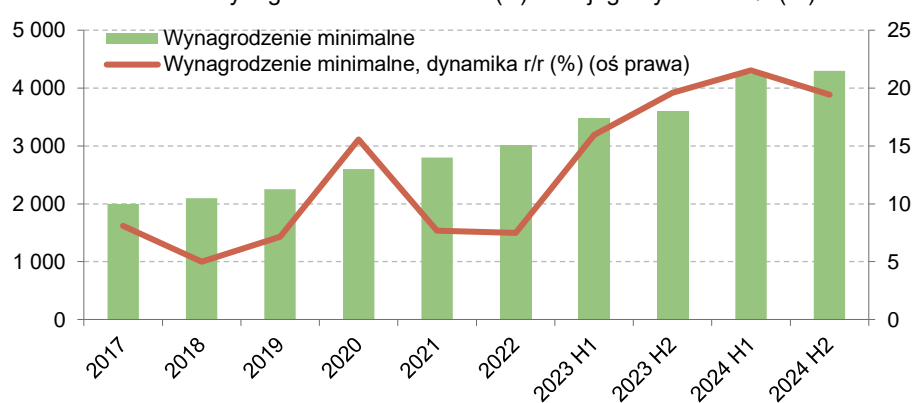
Roczne tempo wzrostu plac w SP oraz poza SP
(%, średnia ruch. 5-kw.)



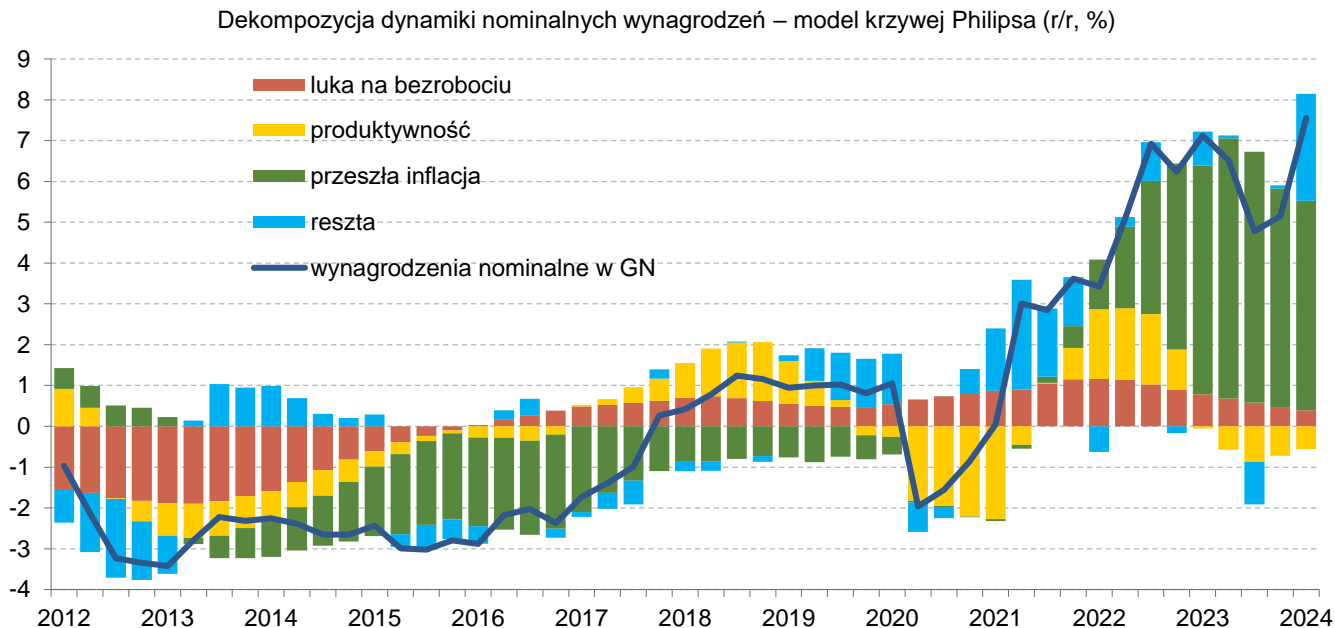
Wynagrodzenia realne w GN na tle PKB (r/r, %)



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



Dekompozycja wzrostu nominalnych wynagrodzeń



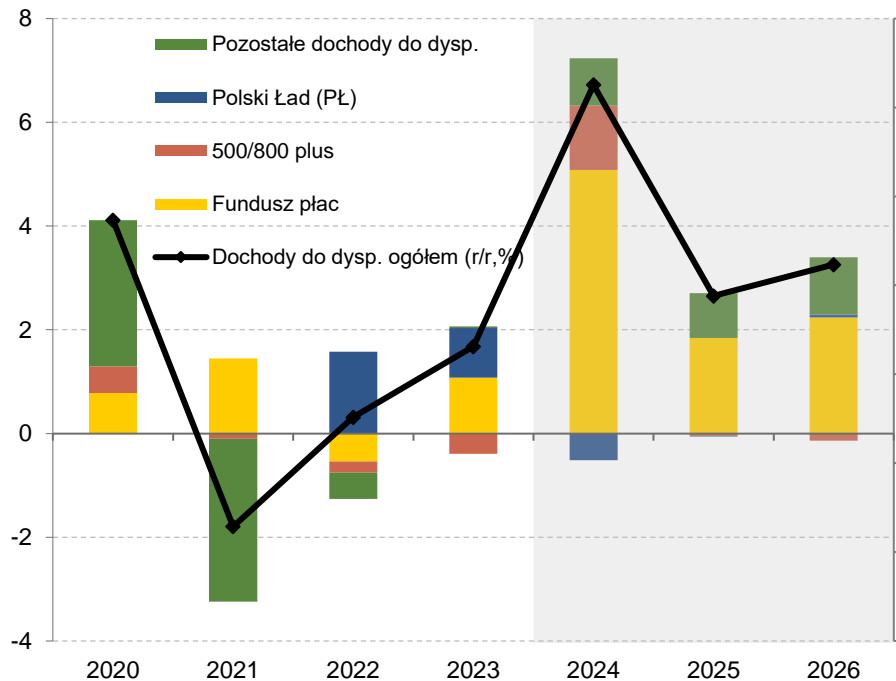
Uwagi: Wykres prezentuje dekompozycję rocznej dynamiki nominalnych wynagrodzeń (w odchyleniach od średniej dynamiki) wyznaczoną na podstawie równania regresji:

$$\pi_t^w = c + \alpha \pi_{t-1}^w + \beta prod_t + \gamma u_t + \delta \pi_{t-1} + \varepsilon_t,$$

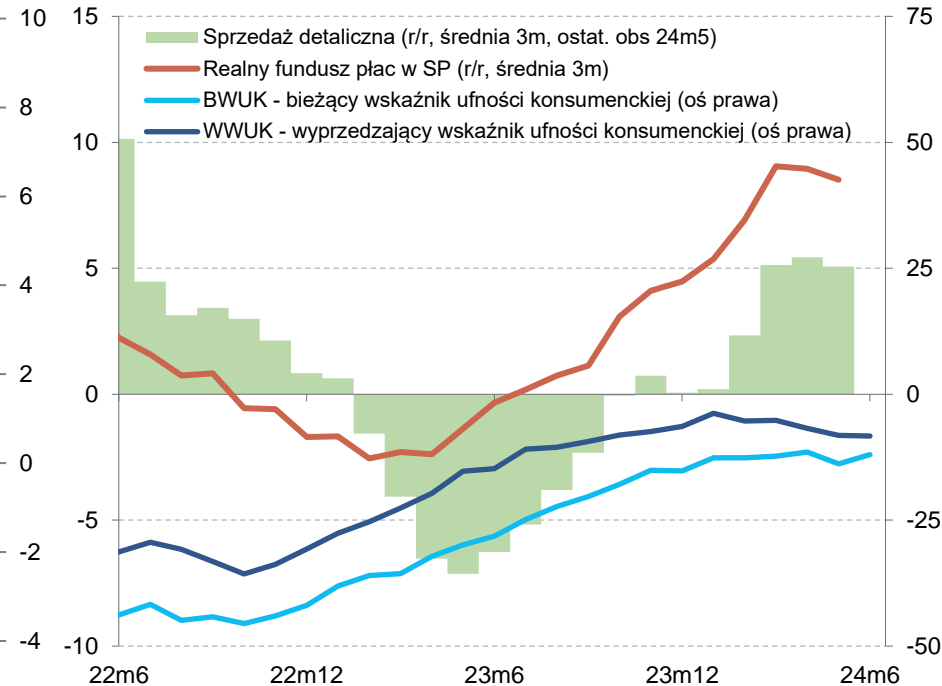
w której π_t^w oznacza roczną dynamikę nominalnych wynagrodzeń w GN, $prod_t$ – roczną dynamiką produktywności mierzonej relacją realnego PKB i liczby pracujących wg BAEL, u_t – luka na bezrobociu z modelu NECMOD oraz π_{t-1} – opóźnioną roczną dynamikę indeksu CPI.

W 2024 r. dynamika spożycia gospodarstw domowych przyspiesza ze względu na poprawę ich sytuacji dochodowej

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

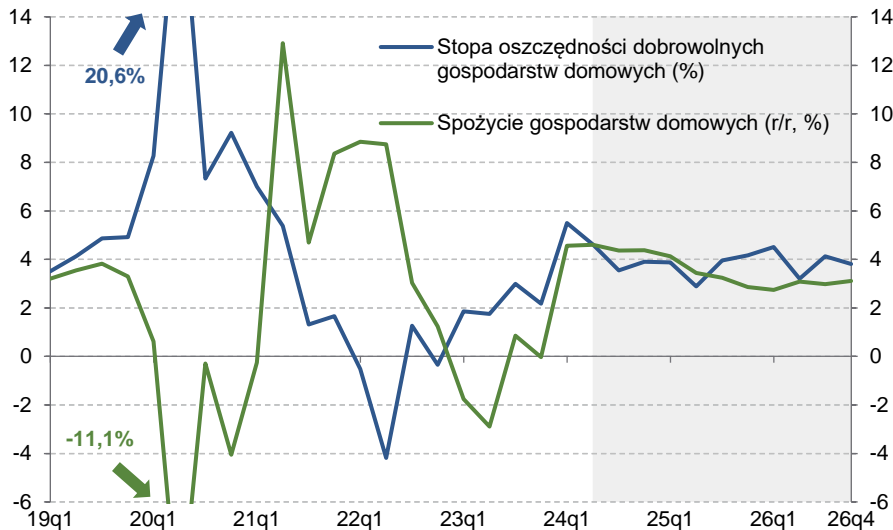


Sprzedaż detaliczna i realny fundusz płac w SP (ceny stałe, średnia 3m, %, r/r) oraz wskaźniki koniunktury konsumenckiej (pkt)

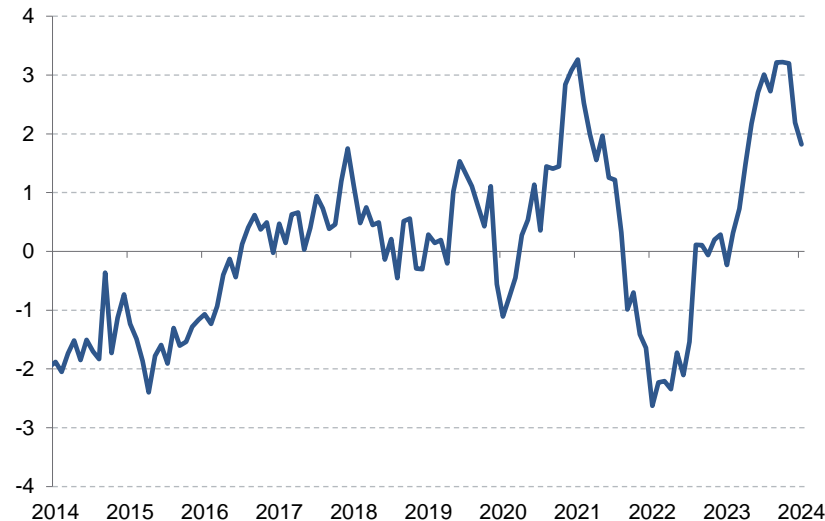


W latach 2025-2026 spożycie pod wpływem wolniejszej dynamiki dochodów i wzrostu realnej stopy procentowej, co przekłada się na skłonność do oszczędzania

Stopa oszczędności dobrowolnych oraz spożycie GD w projekcji (%)



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



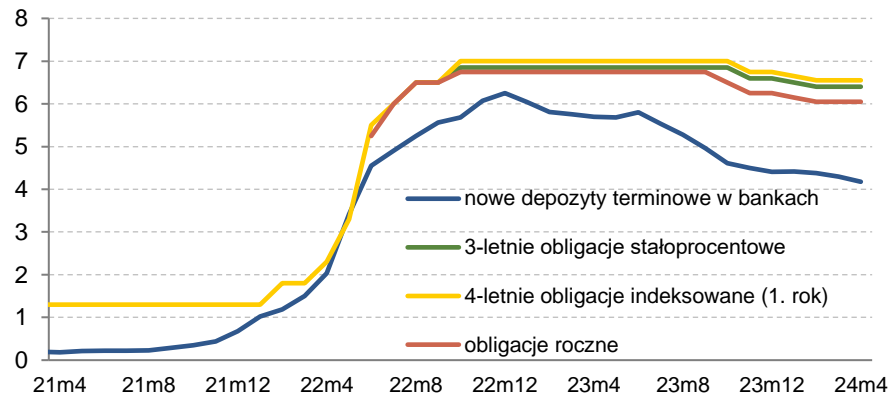
Uwagi: wskaźnik wyznaczony na podstawie oszacowań regresji liniowej, w której zmienną zależną był indeks „Przyszłe oszczędzanie pieniędzy” (KGD GUS), a zestaw zmiennych objaśniających zawierał zagregowane odsetki poszczególnych odpowiedzi na pytanie: „Które z poniższych stwierdzeń najlepiej opisuje obecną 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”.

Relatywnie wysoki poziom realnej stopy procentowej przekłada się na zwiększone zainteresowanie obligacjami wśród gospodarstw domowych

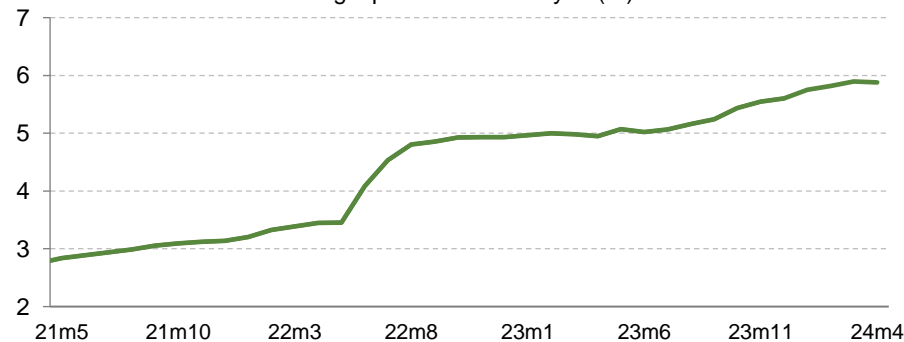
Realna stopa procentowa *ex-ante* (deflowana oczekiwaniami inflacyjnymi analityków sektora finansowego na kolejne cztery kwartały, %)



Średnie oprocentowanie nowych lokat bankowych oraz obligacji detalicznych (%)

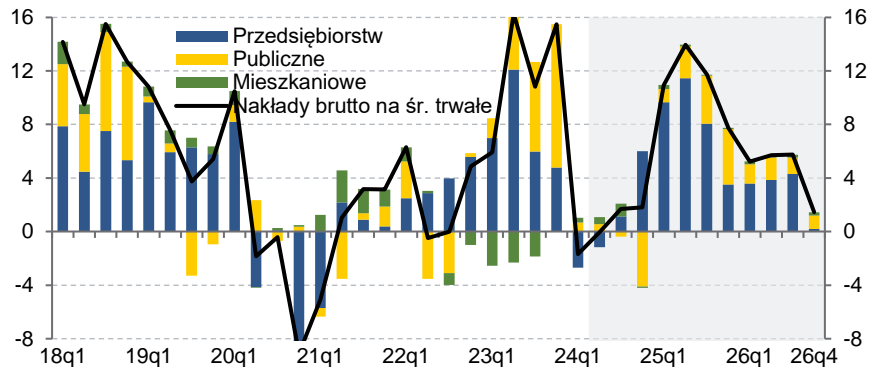


Udział obligacji skarbowych w krajowych aktywach finansowych gospodarstw domowych (%)

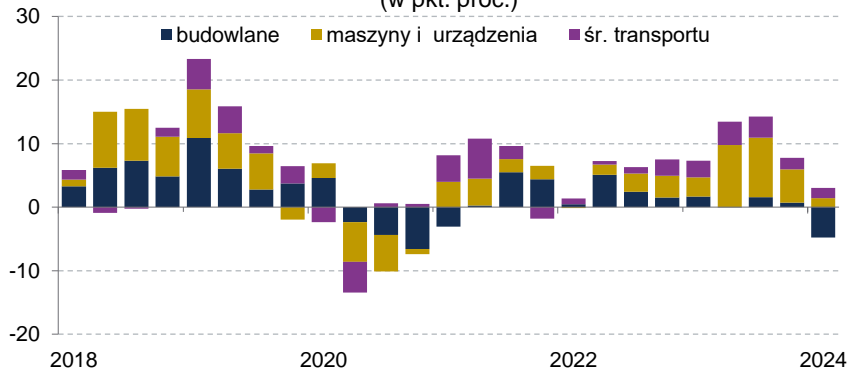


Spadek dynamiki nakładów brutto na środki trwałe w I kw. br. ze względu na niższą niż przed kwartałem dynamikę inwestycji publicznych i nakładów przedsiębiorstw (głównie publicznych i dużych firm)

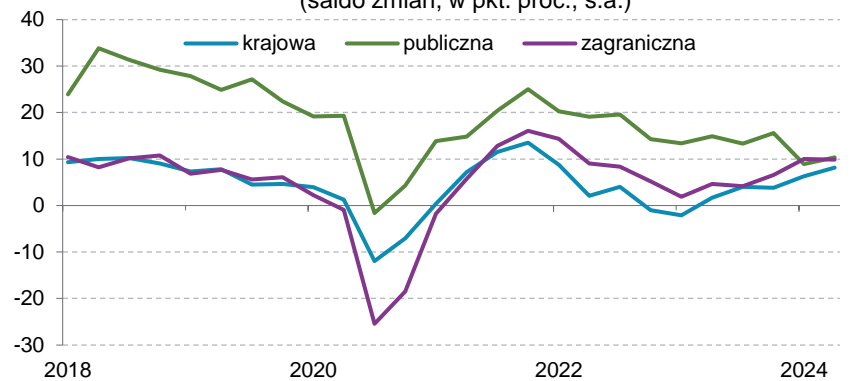
Nakłady brutto na środki trwałe w projekcji (r/r, %) - dekompozycja



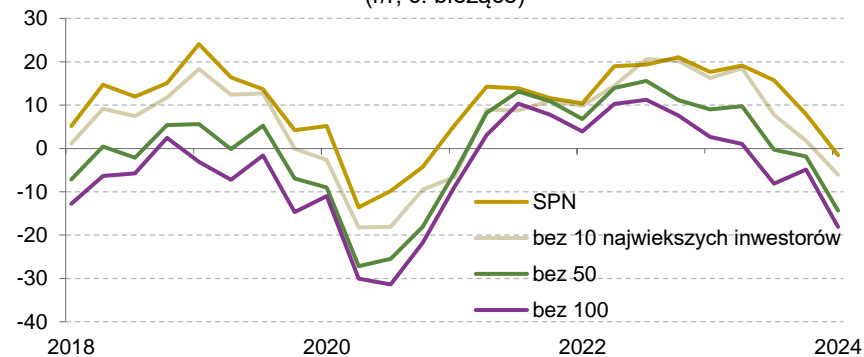
Wkład do realnej dynamiki r/r inwestycji wg rodzajów (w pkt. proc.)



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

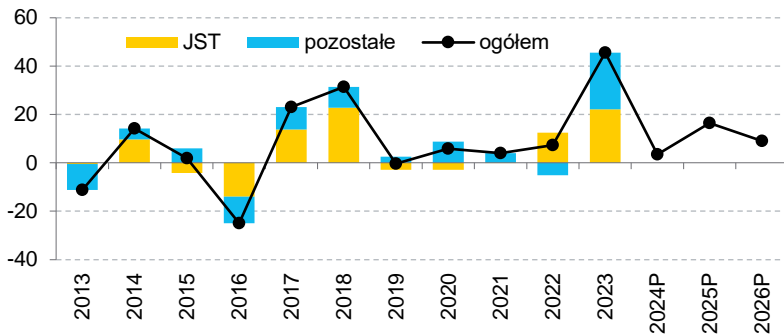


Dynamika inwestycji z wyłączeniem grup największych inwestorów (r/r, c. bieżące)

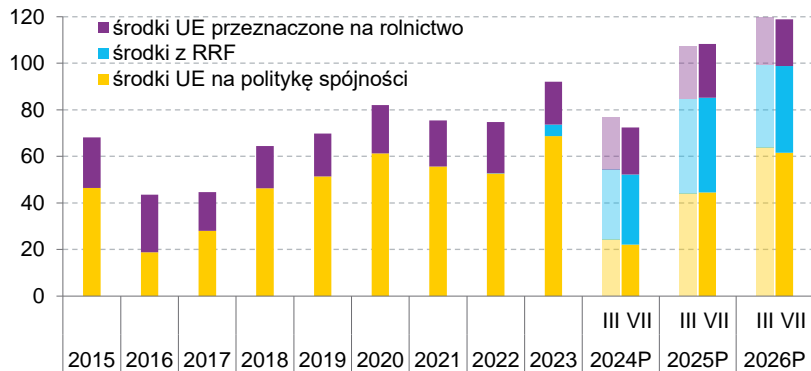


W 2023 r. duży wzrost inwestycji samorządowych oraz wojskowych. W 2024 r. oczekiwane wyhamowanie inwestycji publicznych w związku z przełomem perspektywy unijnych

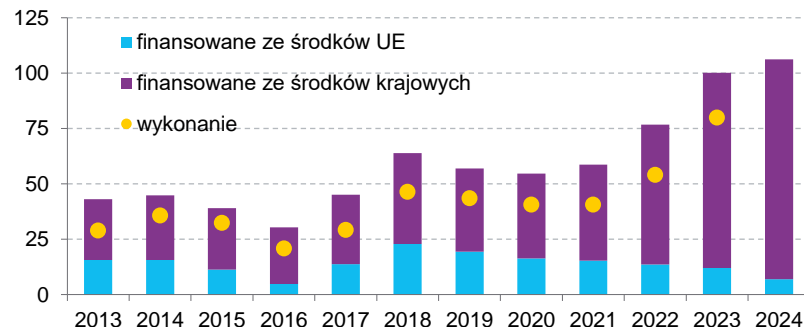
Tempo wzrostu inwestycji publicznych i wkład głównych elementów
(ceny bieżące, r/r, %)



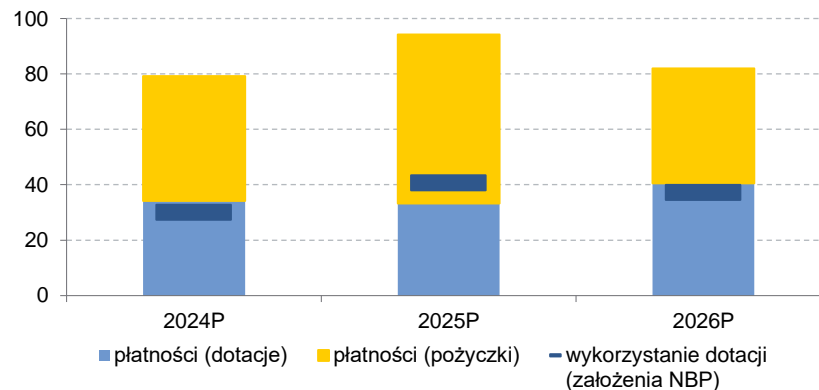
Wykorzystanie środków UE ogółem (ceny bieżące, mld zł)



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

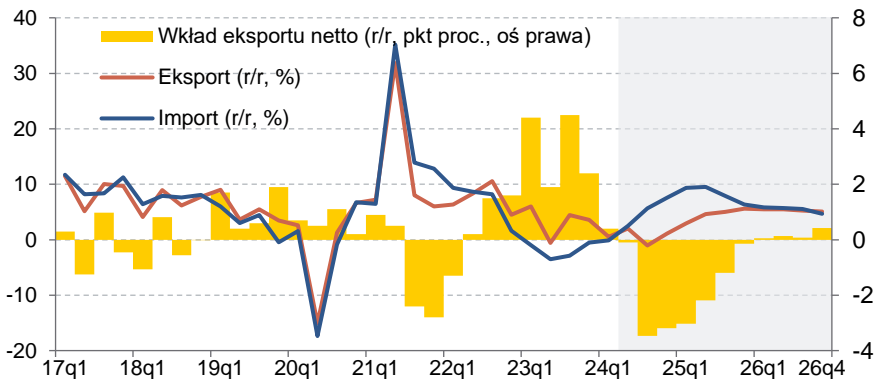


Płatności z KPO (RRF) i wykorzystanie środków (ceny bieżące, mld zł)

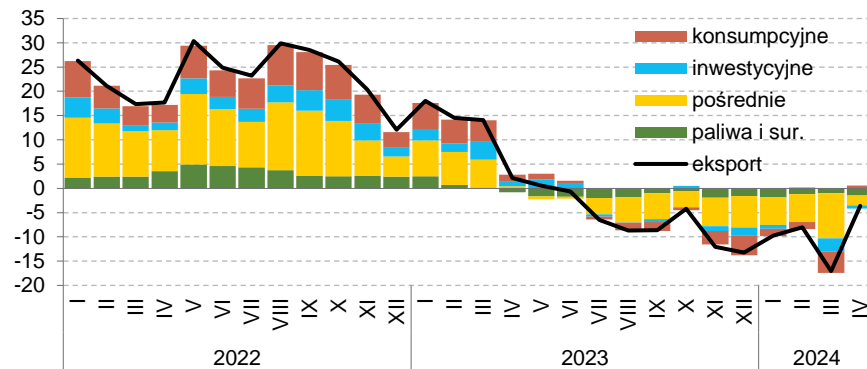


Po historycznie wysokim odczycie w 2023 r., w latach 2024-2025 wkład eksportu netto do wzrostu PKB ponownie ujemny

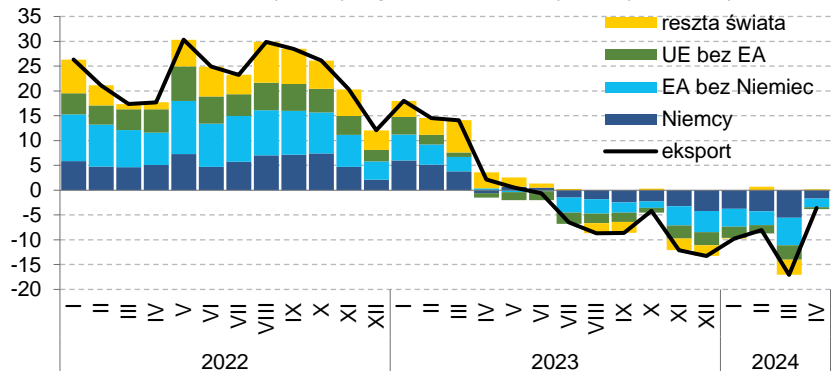
Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w projekcji



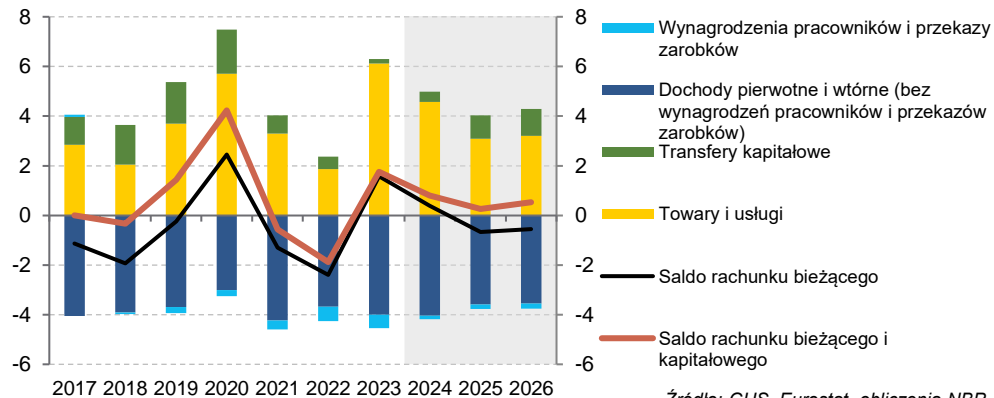
Eksport towarów (wkłady wg produktów, ceny bieżące, %, r/r)



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

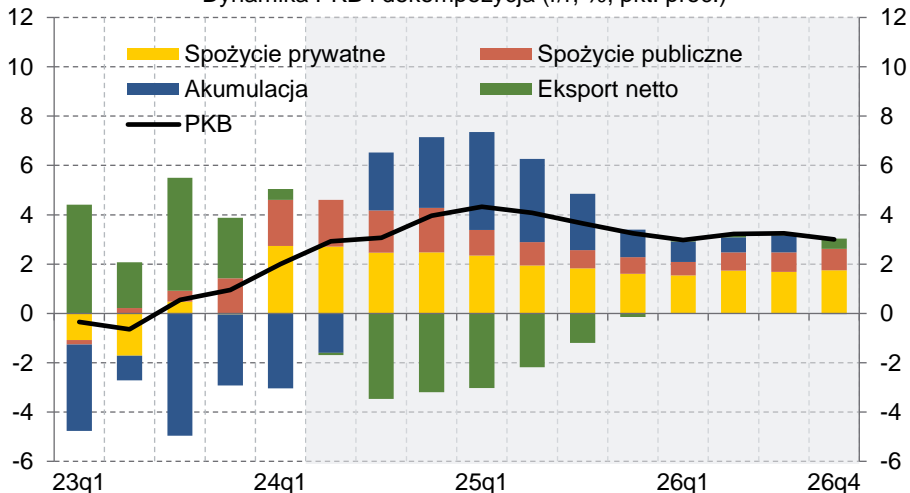


Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego w projekcji (% PKB)

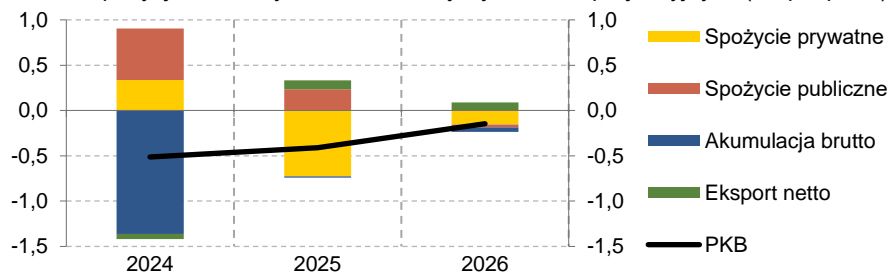


Po wyraźnym spowolnieniu w 2023 r., w kolejnych latach odbicie aktywności gospodarczej, słabsze niż oczekiwano w rundzie marcowej

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



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



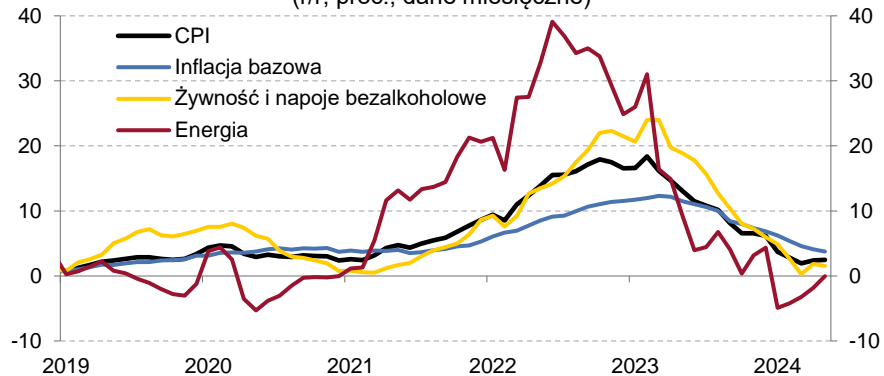
Czynniki oddziałujące na koniunkturę krajową w najbliższych kwartałach:

- ↑ **ustępowanie skutków szoków podażowych** na światowych rynkach surowców energetycznych
- ↑ **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
- ↓ **ograniczona skala ożywienia** w otoczeniu gospodarczym Polski
- ↓ **restrykcyjna polityka pieniężna** przy założeniu o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie
- ↓ **wzrost skłonności do oszczędzania**

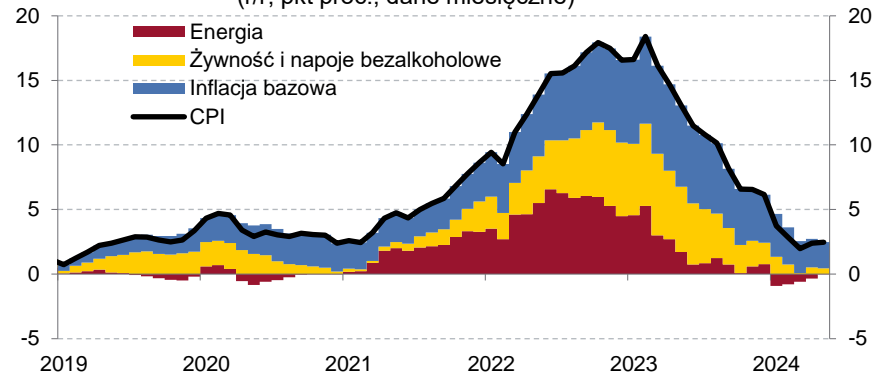
PKB, r/r, %	2022	2023	2024	2025	2026
Lipiec 2024	5,6	0,2	3,0	3,8	3,1
Marzec 2024	5,3	0,2	3,5	4,2	3,3

Od lutego br. inflacja CPI zgodna z celem inflacyjnym

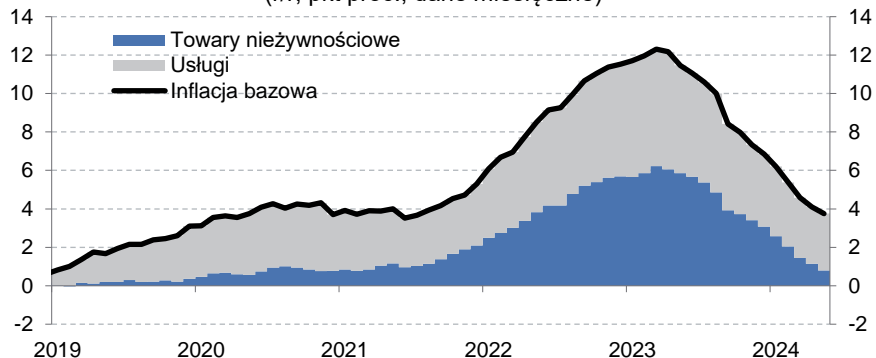
Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych
(r/r, proc., dane miesięczne)



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



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



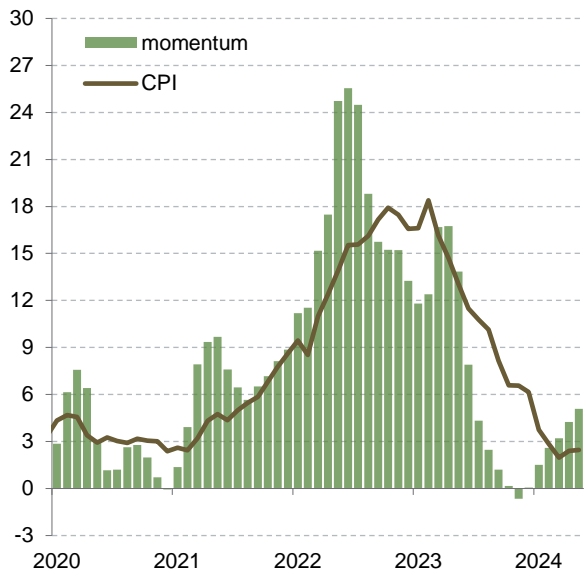
Realizacja wskaźników cen w I kwartale 2024 r. na tle projekcji
marcowej (r/r, proc.)

r/r, %	23q4	24q1	(3,2)
Inflacja CPI	6,4	2,8	(3,2)
Inflacja bazowa	7,4	5,4	(5,6)
Inflacja cen żywności	7,1	2,6	(3,0)
Inflacja cen energii	2,6	-4,1	(-3,5)

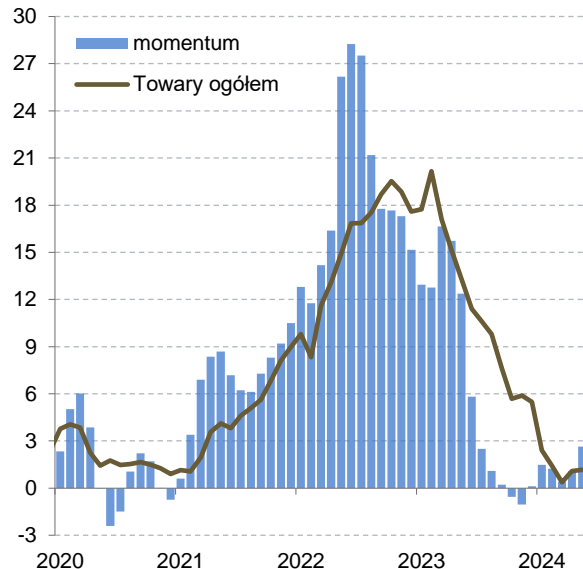
W nawiasach podano wartości z projekcji marcowej (wartości odsezonowane).
Kolorem **czerwonym** oznaczono wskaźniki o wartości niższej niż w projekcji marcowej.

Spadek inflacji CPI w ostatnich miesiącach przy utrzymującej się podwyższonej dynamice cen usług

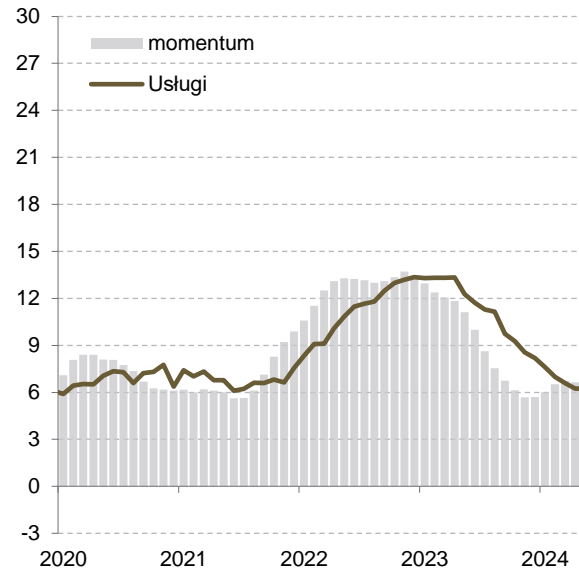
Inflacja CPI i momentum
(r/r, proc.)



Towary ogółem i momentum
(r/r, proc.)



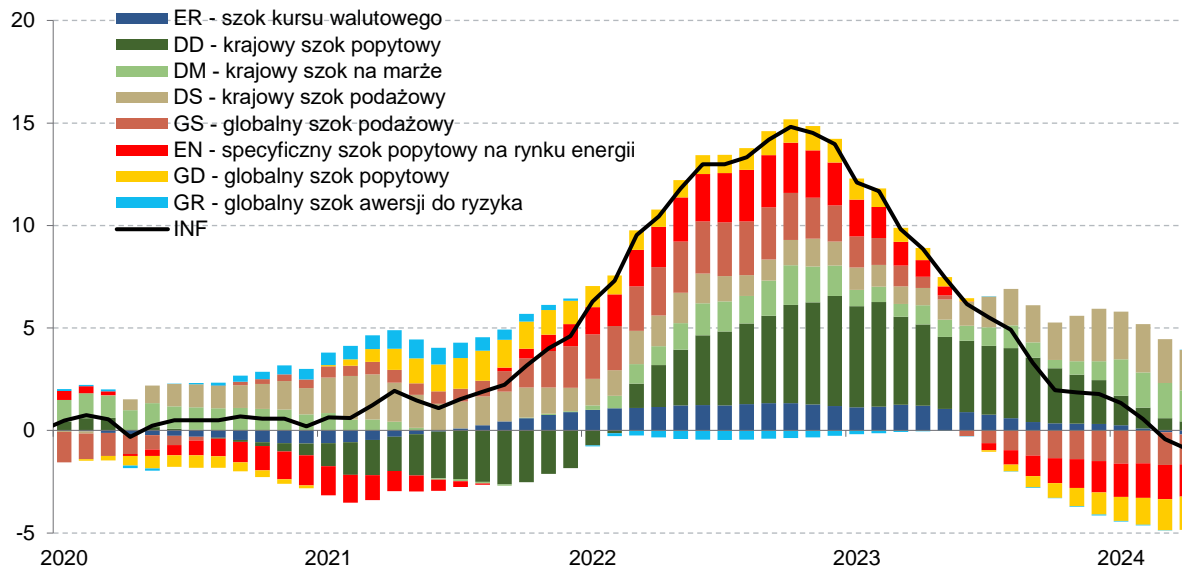
Usługi ogółem i momentum
(r/r, proc.)



Uwaga: Momentum trzymiesięczne, annualizowane. CPI zostało zdekomponowane na towary ogółem (obejmujące żywność i napoje bezalkoholowe, towary nieżywnościowe i energię) oraz usługi.

Potwierdza to analiza modelowa wskazująca na dezinflacyjny wpływ szoków zewnętrznych na inflację w Polsce

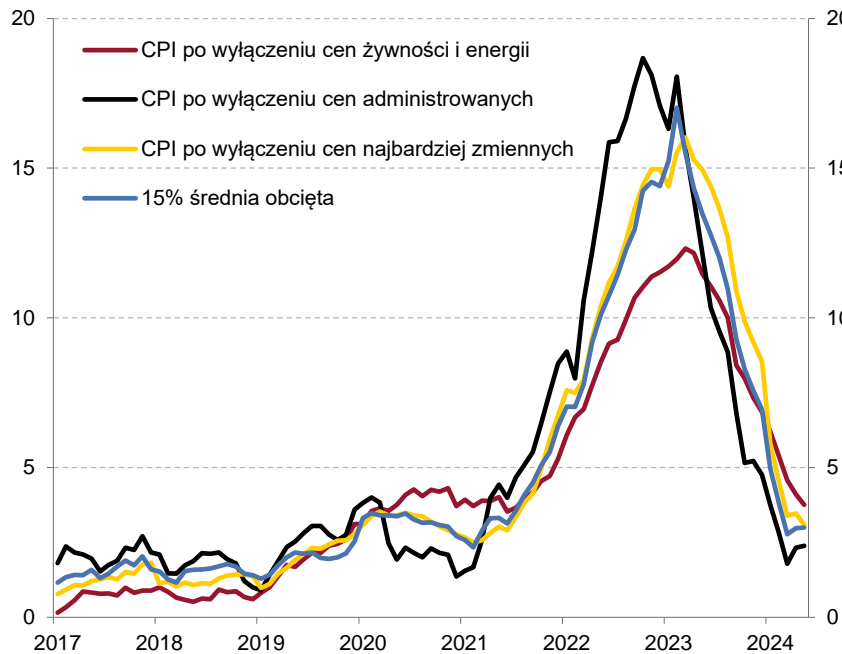
Modelowa dekompozycja odchylen inflacji HICP z wyłączeniem wpływu zmian podatków pośrednich
r/r, stopy logarytmiczne, odchylenia od średniej długookresowej w pkt proc.



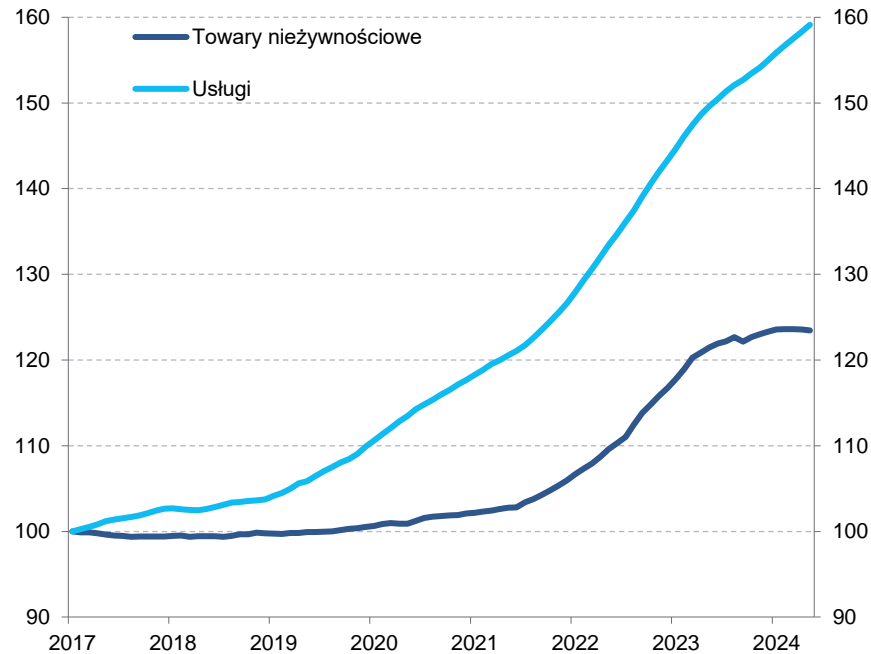
Uwaga: modelowa dekompozycja logarytmicznej stopy zmian wskaźnika HICP z wyłączeniem wpływu zmian podatków pośrednich (INF) przeprowadzona przy użyciu strukturalnego modelu BVAR, w którym szoki zidentyfikowano w oparciu o restrakcje krótkookresowe, w tym restrakcje na kierunek reakcji. Model został oszacowany przy wykorzystaniu metod bayesowskich dla ośmiu zmiennych endogenicznych na próbie 2003M1-2024M04 przy założeniu o blokowej egzogeniczności zmiennych zagranicznych. Szczegóły metodyki opisane w Szafranek, Szafranski i Leszczyńska-Paczesna (2024).

Jednocześnie obniżała się inflacja bazowa, głównie na skutek spowolnienia tempa wzrostu cen towarów nieżywnościowych

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

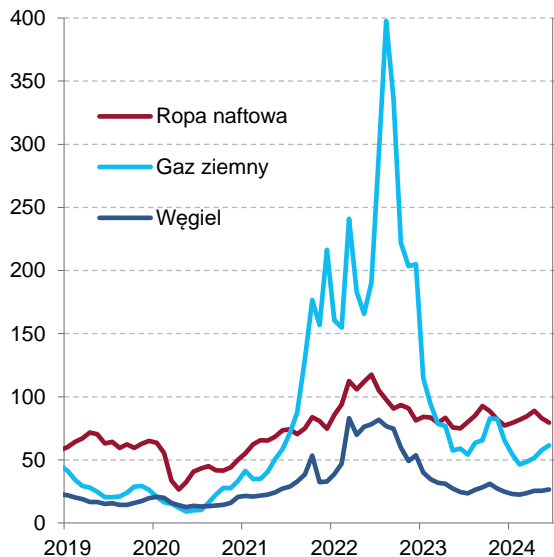


Jednospodstawowe indeksy cen towarów nieżywnościowych i usług
(styczeń 2017=100, dane odsezonowane)



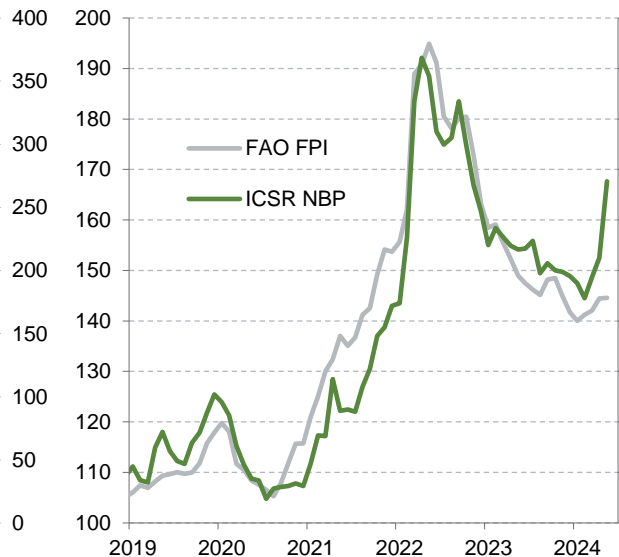
W ostatnich miesiącach wzrosły natomiast ceny większości surowców przy ograniczeniach podaży

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



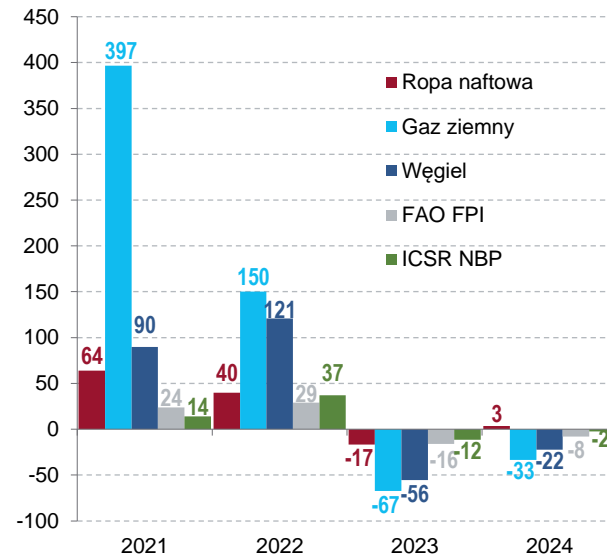
Uwaga: boe (ang. *barrel of oil equivalent*) – baryłka przeliczeniowa ropy. Dane do 10 czerwca 2024 r.

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



Uwaga: Dane do 31 maja 2024 r.

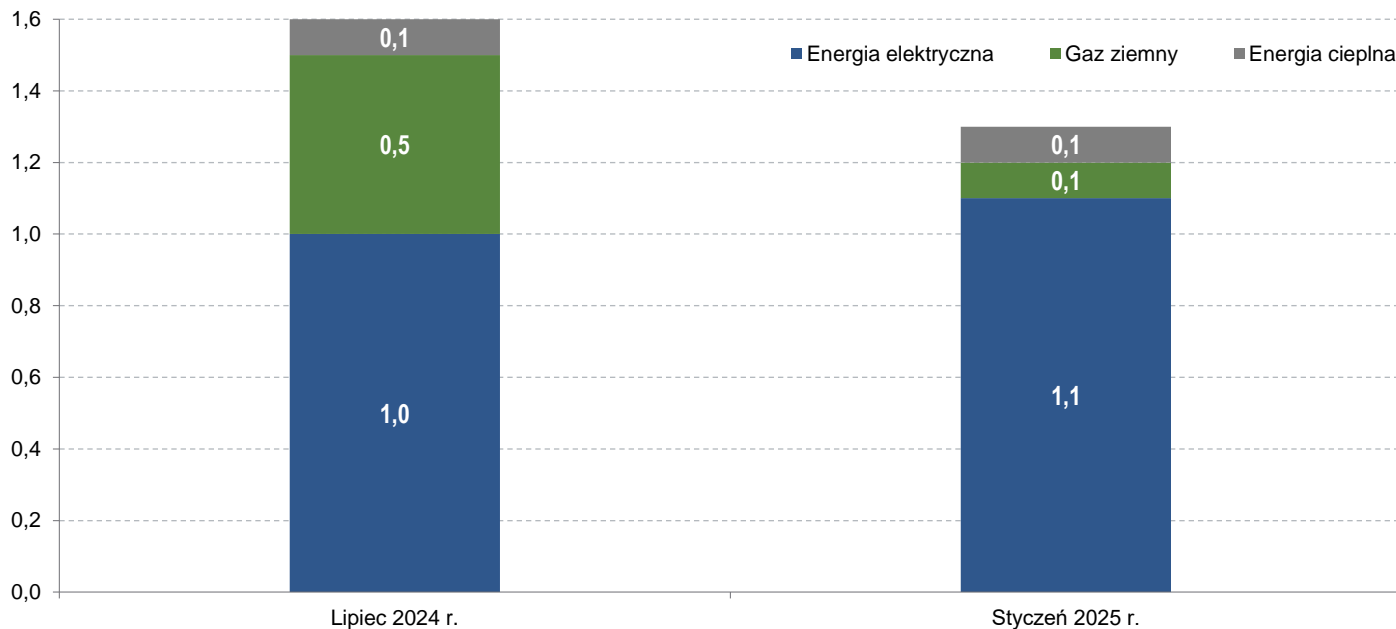
Dynamika cen surowców
w latach 2021-2024 (proc.)



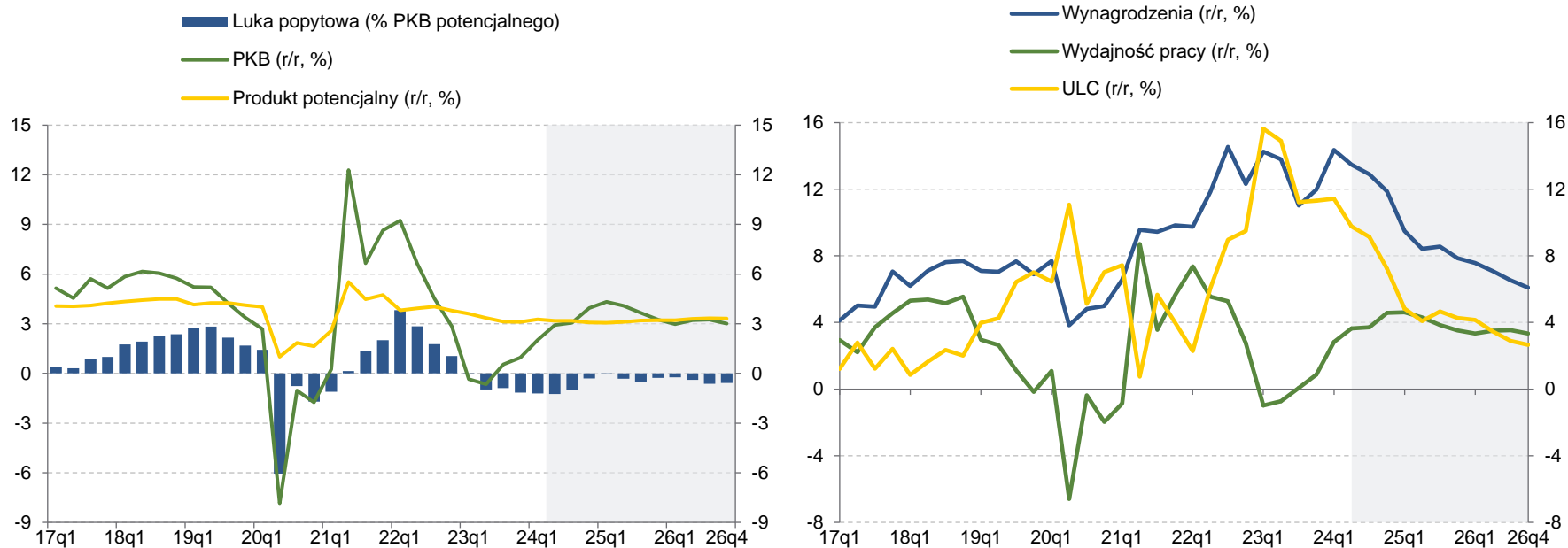
Uwaga: Średnioroczna dynamika w latach 2021-2023. Dla 2024 r. i surowców energetycznych średnia z okresu styczeń-czerwiec w ujęciu rocznym, w przypadku surowców rolnych średnia z okresu styczeń-maj.

Częściowe odmrożenie cen energii przyczyni się do wzrostu CPI w lipcu 2024 r. i styczniu 2025 r.

Wpływ oczekiwanego wzrostu cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i energii cieplnej na inflację CPI m/m (w pkt proc.)

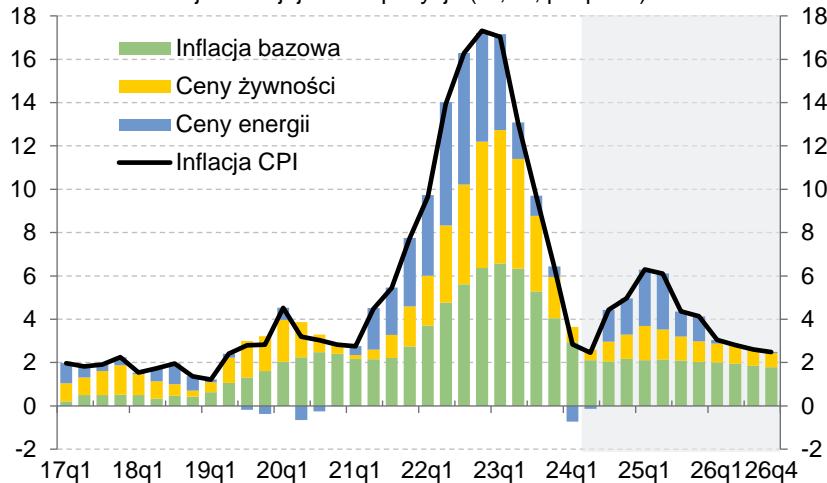


W dalszym horyzoncie projekcji skala oczekiwanego ożywienia jest ograniczona, przy luce popytowej na ujemnym poziomie

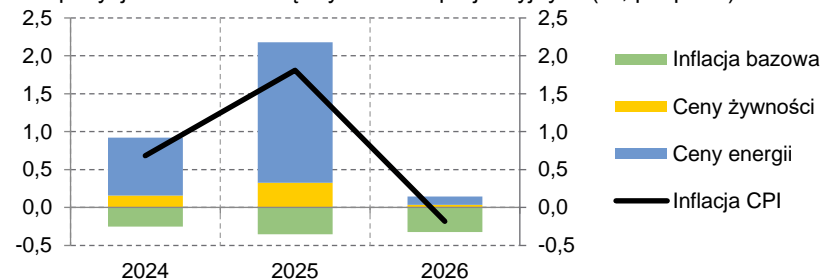


Przejęciowy wzrost inflacji CPI w związku z ograniczeniem działań osłonowych rządu, ale powrót do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP w horyzoncie prognozy

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.:

- ⬆️ **ograniczenie działań osłonowych** dla cen energii
- ⬆️ **przejęciowy wzrost inflacji cen żywności**
 - ⬆️ szybko rosnące koszty pracy
 - ⬆️ podwyższenie z 0 do 5% stawki VAT na podstawowe produkty spożywcze
 - ⬆️ oczekiwanie niższych zbiorów owoców
 - ⬆️ wzrost cen surowców rolnych na rynkach światowych
- ⬆️ przyspieszenie **wzrostu gospodarczego**

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

- ⬇️ **wygaśnięcie efektów odmrażania cen energii**
- ⬇️ **wygaśnięcie czynników podwyższających inflację cen żywności**
- ⬇️ **wysoka realna stopa procentowa ograniczająca presję popytową**
- ⬇️ **spadek dynamiki kosztów pracy**
- ⬇️ **ograniczony wzrost cen importu** związany z niską inflacją w otoczeniu polskiej gospodarki.

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



Plan prezentacji:

Projekcja 2024 – 2026

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

Ocena niepewności

Ocena niepewności

- Obszary niepewności
- Wykresy wachlarzowe

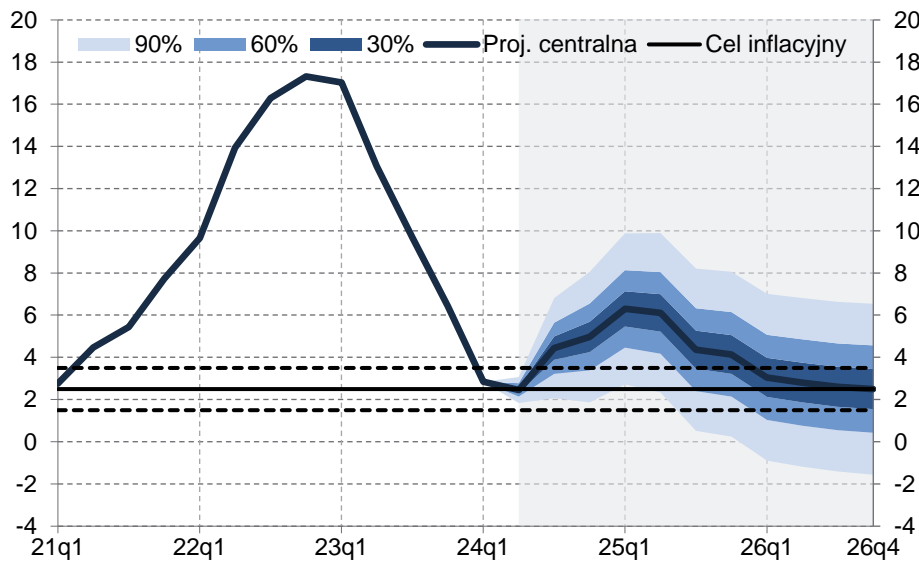
Obszary niepewności

- **Przyszły kształt polityki fiskalnej i działań regulacyjnych w Polsce**
- **Niepewność dotycząca wpływu wzrostu cen energii na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i tempo wzrostu wynagrodzeń**
- **Skala przełożenia się obecnego wzrostu wynagrodzeń na konsumpcję prywatną i wzrost presji popytowej**
- **Uporczywość inflacji bazowej, w szczególności inflacji cen usług**
- **Rozwój sytuacji geopolitycznej i skala kryzysów zbrojnych w kontekście ich oddziaływania na przyszłą ścieżkę cen surowców oraz aktywność gospodarczą na świecie i w Polsce**
- **Polityka gospodarcza i handlowa największych gospodarek, przyszły kształt polityk UE**

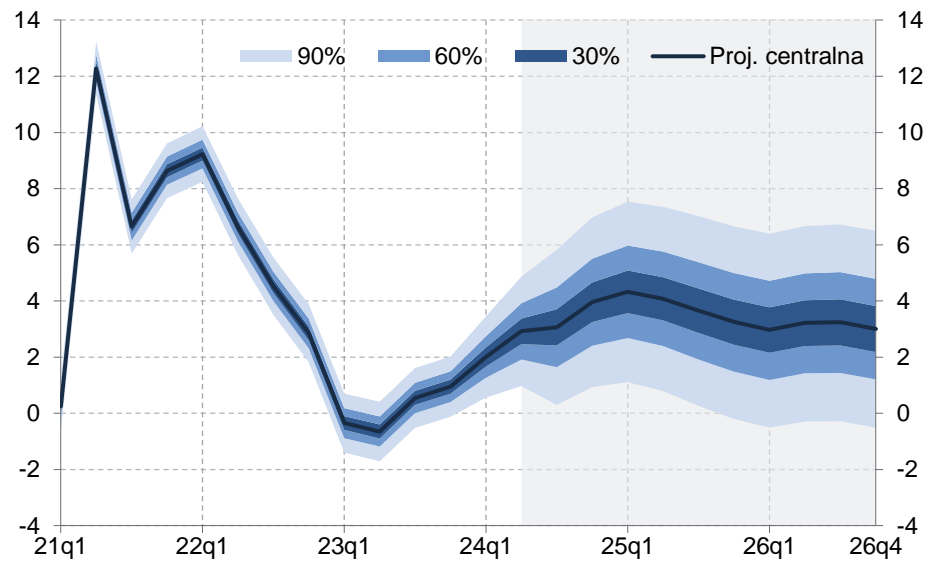
W horyzoncie projekcji lipcowej występuje:

↔ **Zbliżony do symetrycznego rozkład niepewności dla inflacji CPI i dynamiki PKB**

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%
2024	1%	8%	42%	50%	41%
2025	3%	9%	19%	50%	16%
2026	28%	45%	64%	50%	37%

CPI r/r, %	ścieżka centralna	przedział 50%	
2024	3,7	3,1	4,3
2025	5,2	3,9	6,6
2026	2,7	1,3	4,1

PKB r/r, %	ścieżka centralna	przedział 50%	
2024	3,0	2,3	3,7
2025	3,8	2,8	4,8
2026	3,1	1,9	4,3



**NARODOWY
BANK POLSKI**