



NARODOWY
BANK POLSKI

Departament Analiz i Badań Ekonomicznych

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

Warszawa / 14 marca 2025 r.





Plan prezentacji:

Projekcja 2025 – 2027

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

Ocena niepewności

Projekcja na lata 2025-2027

Koniunktura międzynarodowa

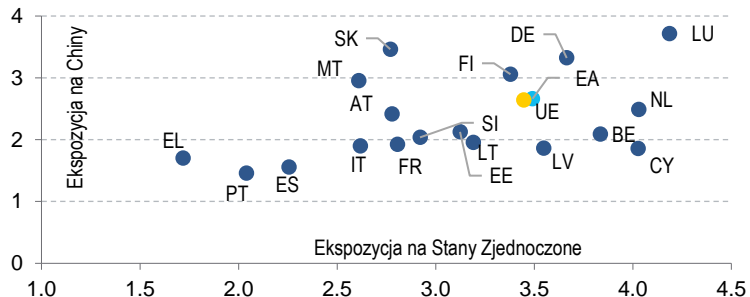
Oczekiwana ograniczona poprawa aktywności gospodarczej w strefie euro oraz korzystniejsze perspektywy w Stanach Zjednoczonych

Prognoza PKB dla najważniejszych gospodarek (%)

	2024	2025	2026	2027
Strefa euro	0,7 (0,7)	0,9 (1,2)	1,2 (1,3)	1,1
Niemcy	-0,2 (0,0)	0,2 (0,9)	1,0 (1,1)	1,0
Wielka Brytania	0,9 (0,9)	0,9 (1,2)	1,4 (1,4)	1,2
Stany Zjednoczone	2,8 (2,7)	2,4 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0
Chiny	5,0 (5,0)	4,5 (4,5)	4,4 (4,2)	4,2

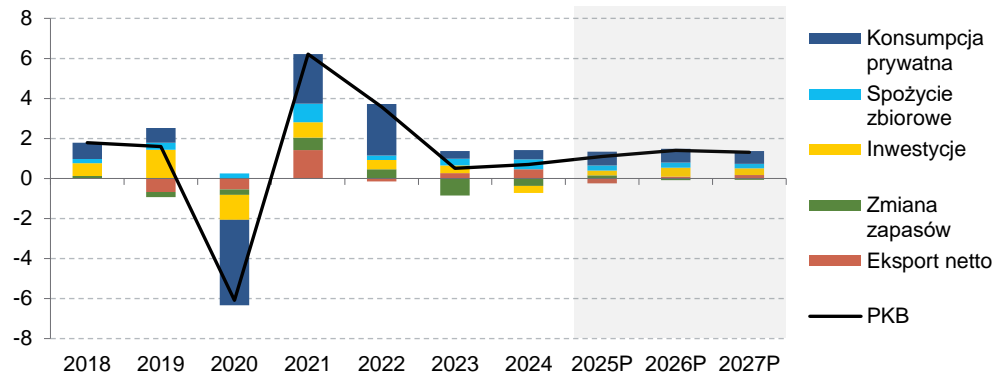
W nawiasach podano wartości z projekcji listopadowej (wartości odsezonowane). Kolorem zielonym oznaczono wskaźniki o wartości wyższej niż w projekcji listopadowej, kolorem czerwonym oznaczono wskaźniki o wartości niższej niż w projekcji listopadowej.

Ekspozycja* krajów strefy euro na zawirowania w handlu światowym (% PKB)

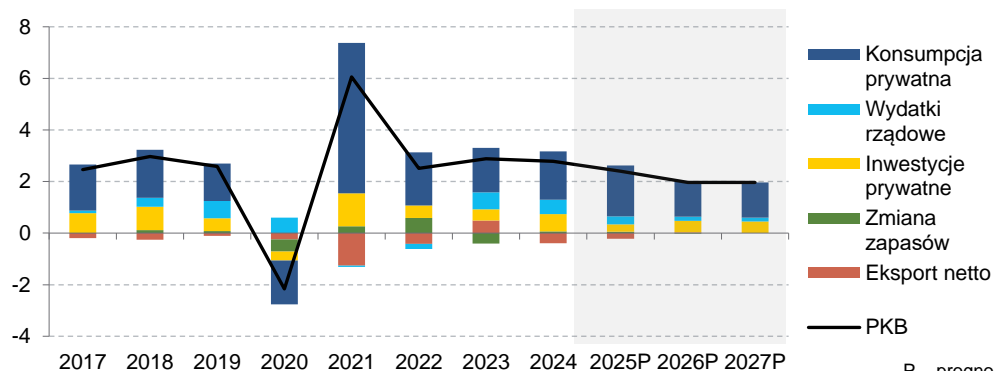


* Udział wartości dodanej absorbowanej przez popyt końcowy w Chinach i Stanach Zjednoczonych w 2022 r. (% PKB danego kraju)

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

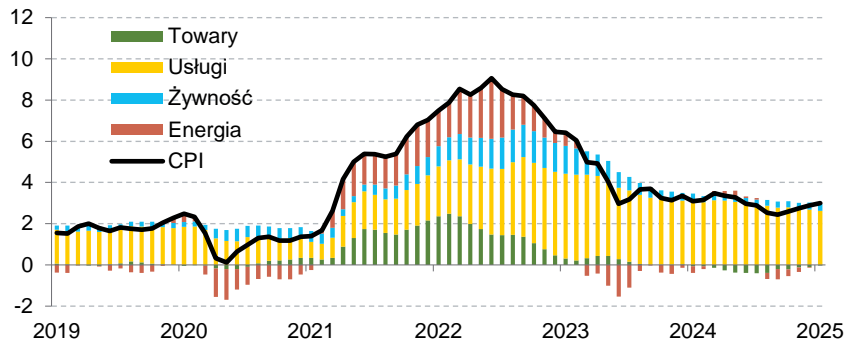


Dynamika realnego PKB (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w Stanach Zjednoczonych

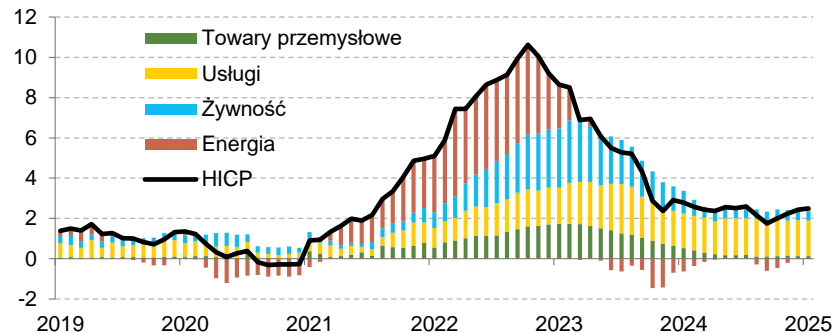


Inflacja będzie się stopniowo obniżać, przy czym proces ten będzie ograniczany przez uporczywość inflacji cen usług, przy podwyższonej niepewności dotyczącej dynamiki cen towarów

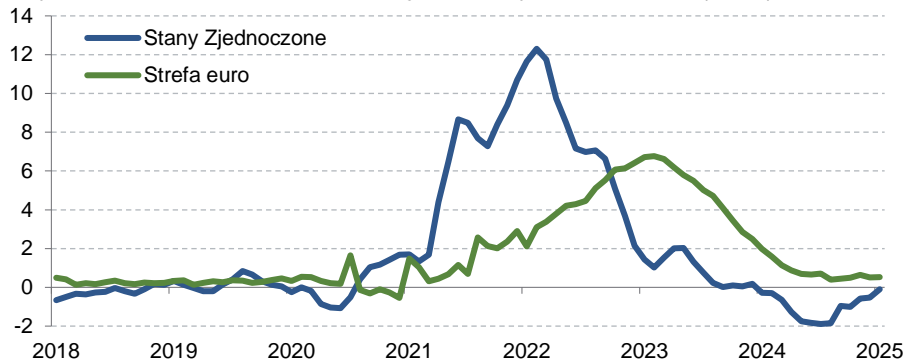
Inflacja CPI (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w Stanach Zjednoczonych



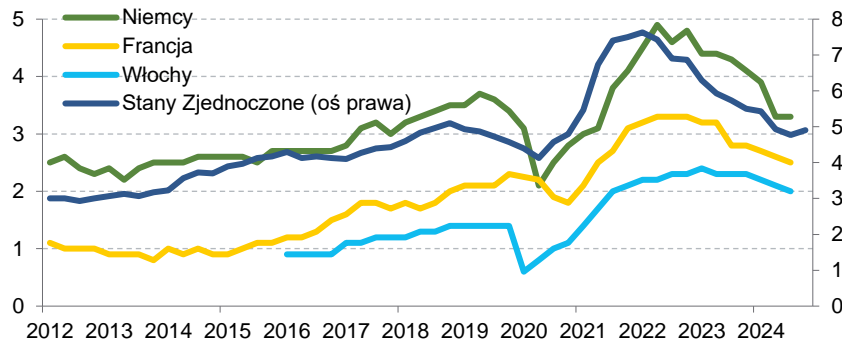
Inflacja HICP (% r/r) i jej składowe (pkt proc.) w strefie euro



Dynamika cen towarów w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (% r/r)



Popyt na pracę w sektorze prywatnym w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (% udział wakatów w sumie miejsc pracy i ofert)





Plan prezentacji:

Projekcja 2025 – 2027

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

Ocena niepewności

Projekcja na lata 2025-2027

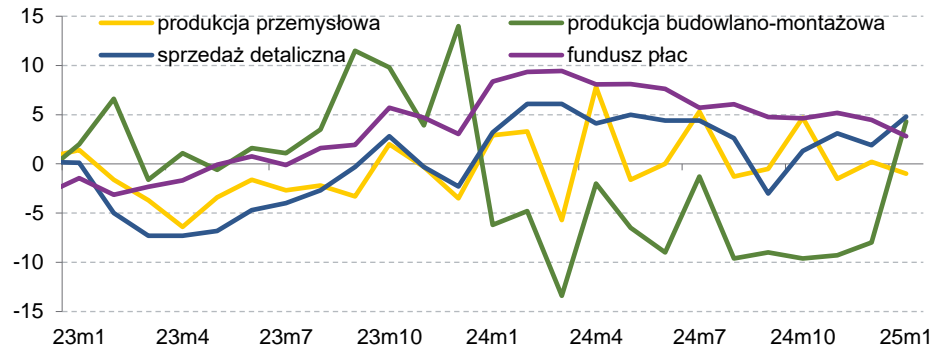
Koniunktura krajowa

W IV kw. 2024 r. wzrost PKB przyspieszył do 3,2% r/r

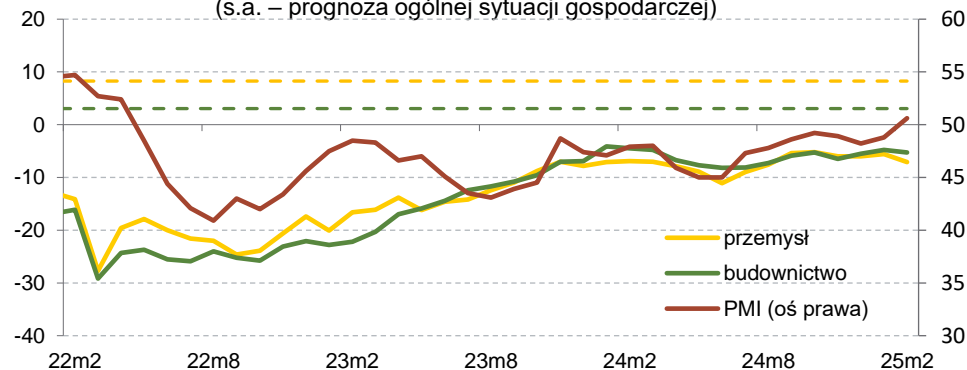
	24q3		24q4	
PKB (r/r, %)	2,7	(2,6)	3,2	(2,9)
Popyt krajowy (r/r, %)	4,4	(6,6)	4,8	(6,0)
Spożycie gosp. dom. (r/r, %)	0,3	(2,8)	3,5	(3,4)
Spożycie publiczne (r/r, %)	4,5	(9,2)	3,0	(9,1)
Nakłady brutto na śr. trwałe (r/r, %)	0,1	(-0,4)	1,3	(-3,4)
Wkład zmiany zapasów (pkt. proc.)	3,2	(2,9)	1,8	(2,5)
Wkład eksportu netto (pkt. proc.)	-1,5	(-3,7)	-1,3	(-2,6)
Eksport (r/r, %)	-0,7	(0,1)	0,5	(1,7)
Import (r/r, %)	1,9	(7,5)	3,3	(7,0)

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

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



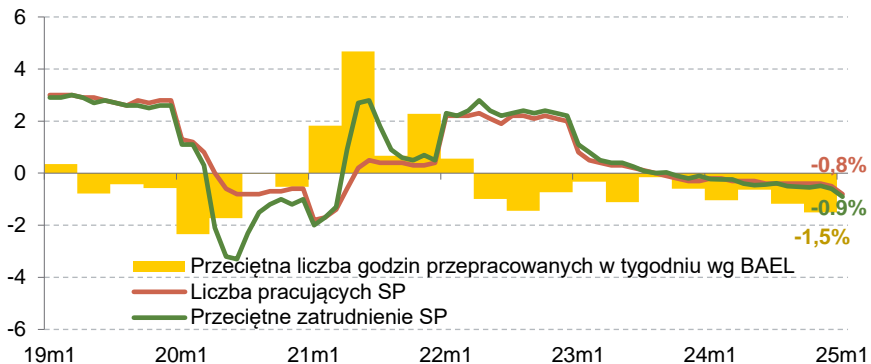
PMI oraz wskaźniki koniunktury w przemyśle, budownictwie i handlu (s.a. – prognoza ogólnej sytuacji gospodarczej)



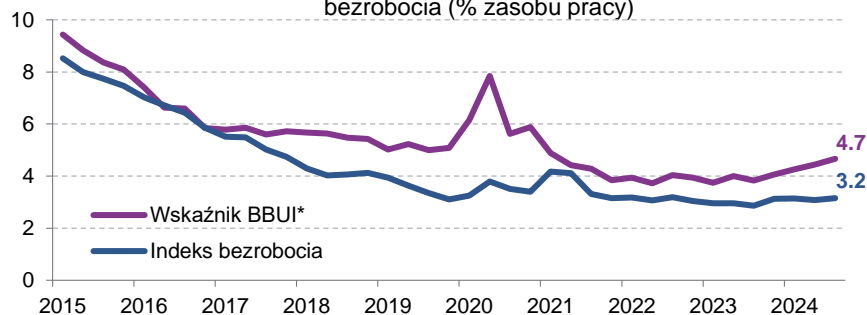
Uwaga: liniami przerywanymi oznaczono wieloletnie średnie wskaźników koniunktury w przemyśle (kolor **żółty**), budownictwie (kolor **zielony**).

Niskie bezrobocie przy niewielkim spadku zatrudnienia

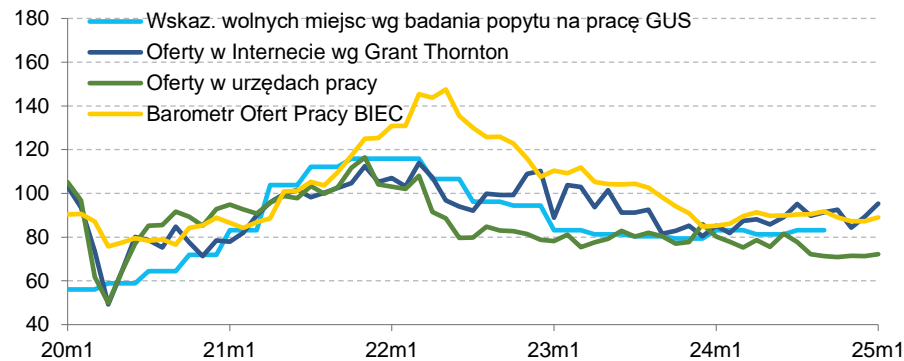
Przeciętne zatrudnienie, liczba pracujących w SP oraz średnia liczba godzin przepracowanych w tygodniu wg BAEL (r/r, %)



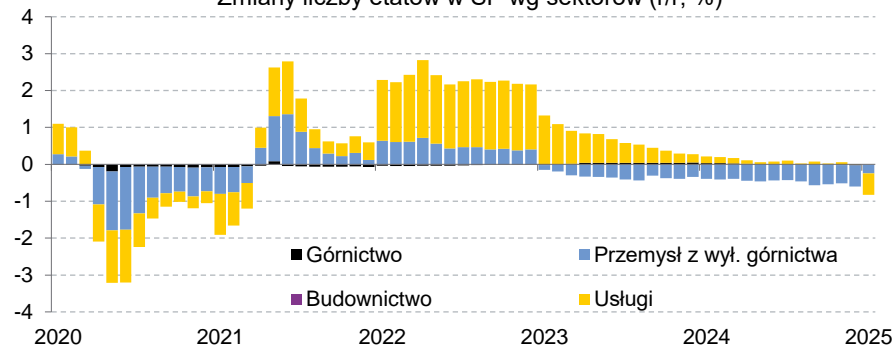
Indeks niepełnego wykorzystania czynnika pracy BBUI i indeks bezrobocia (% zasobu pracy)



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



Zmiany liczby etatów w SP wg sektorów (r/r, %)

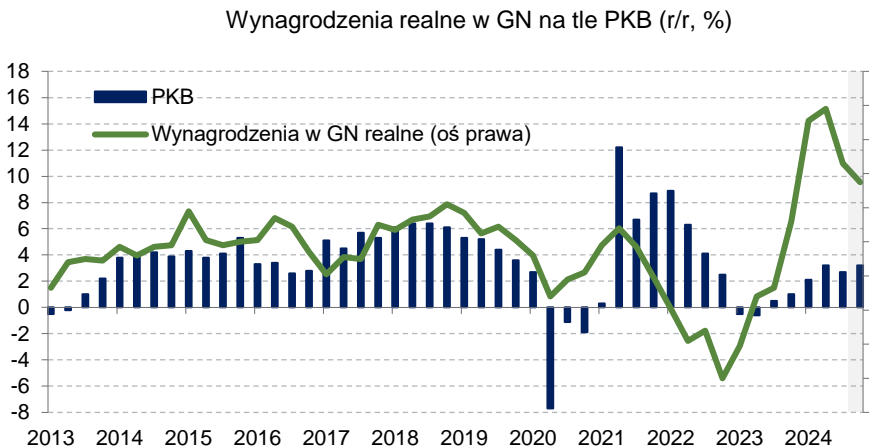
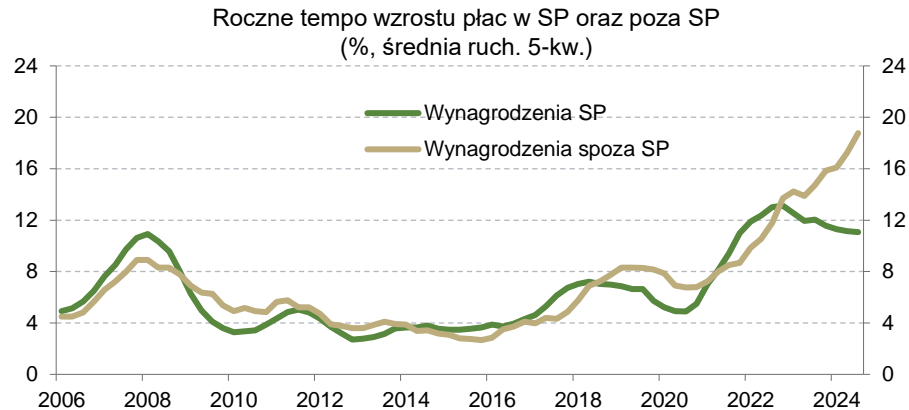
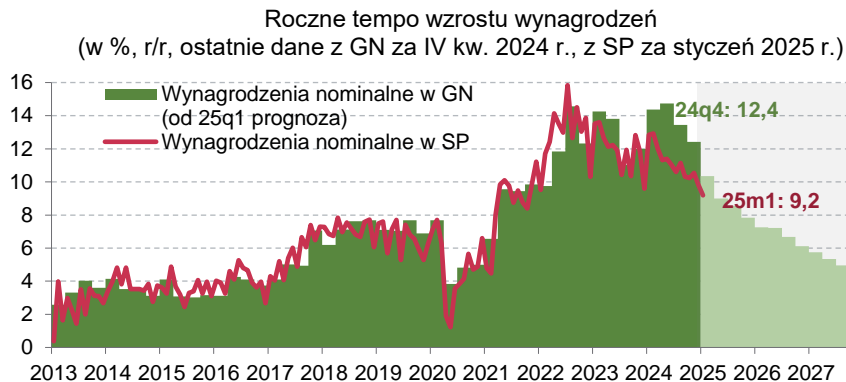


*BBUI – Bell & Blanchflower Underemployment Index.

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

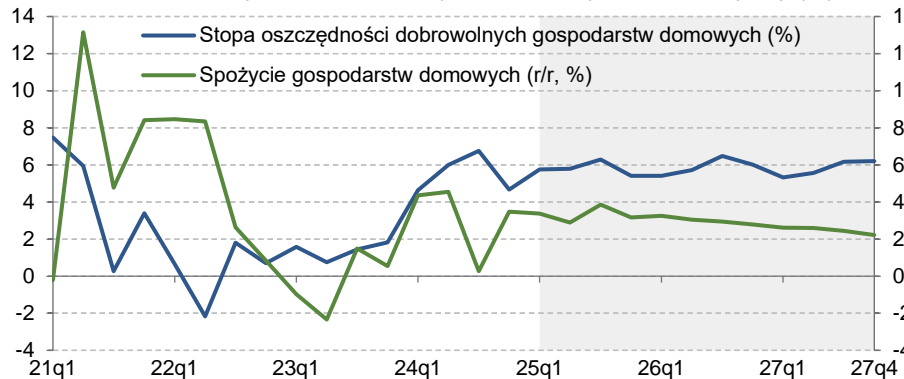
Źródło: dane GUS, ZUS, Szybki Monitoring, BIEC, Grant Thornton, obliczenia NBP.

Spadek dynamiki wynagrodzeń nominalnych w IV kw. 2024 r.

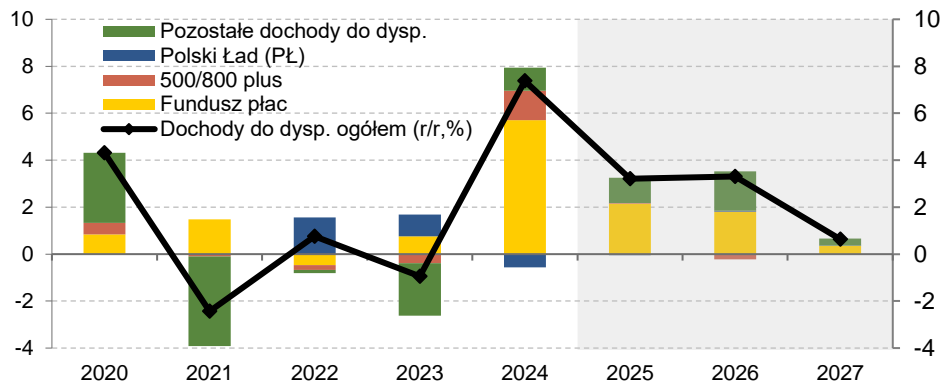


Dynamika spożycia gospodarstw domowych w latach 2025-2027 będzie utrzymywać się na umiarkowanym poziomie (średnio 2,9% r/r) przy podwyższonej ich stopie oszczędności

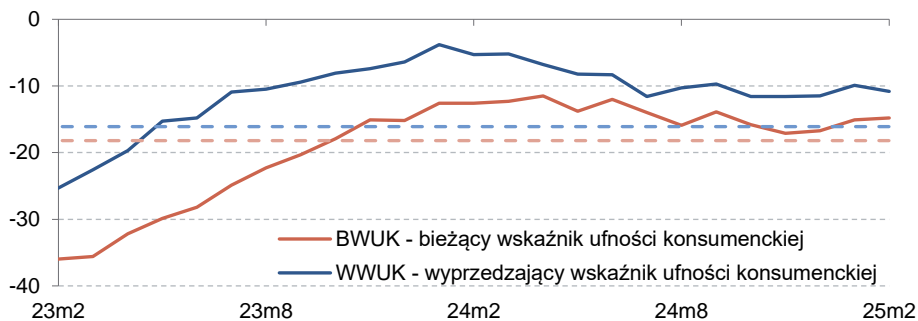
Stopa oszczędności dobrowolnych oraz spożycie GD w projekcji (%)



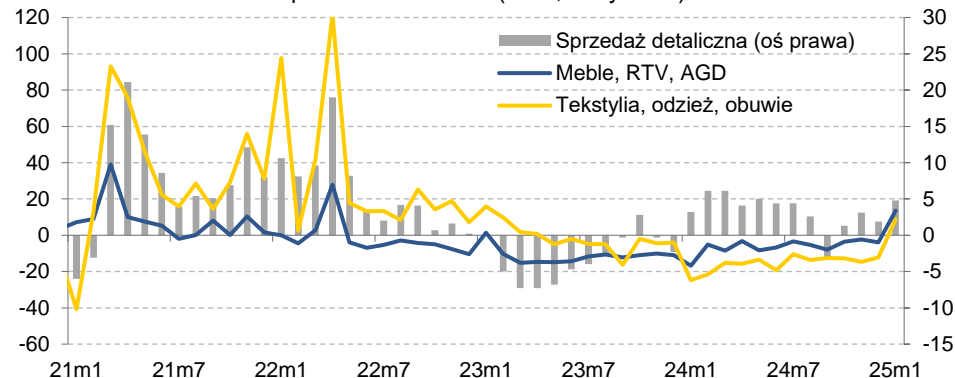
Dochód do dyspozycji i jego dekompozycja (r/r, ceny stałe)



Wskaźniki ufności konsumenckiej (pkt)



Sprzedaż detaliczna (% r/r, ceny stałe)

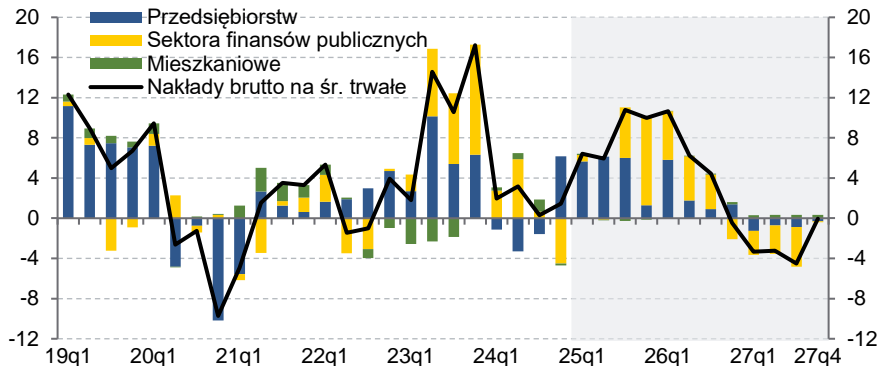


Uwaga: liniami przerywanymi oznaczono wieloletnie średnie wskaźników koniunktury BWUK (kolor czerwony), WWUK (kolor niebieski).

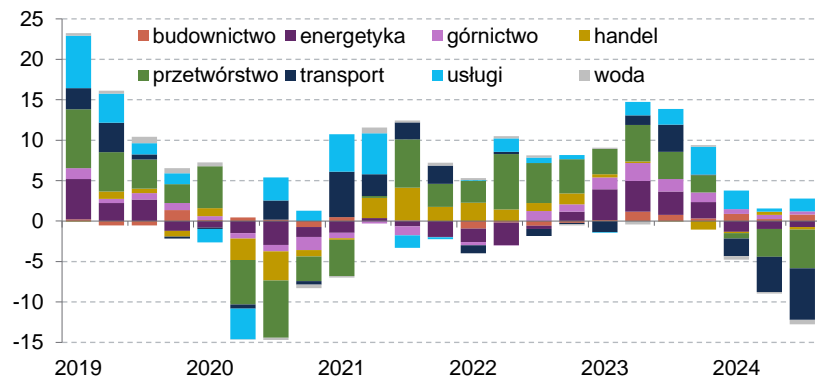
Źródło: dane NBP, Eurostat, GUS, MF, obliczenia własne.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe w 2024 r. bliska zera, ze względu na okres przejściowy pomiędzy unijnymi perspektywami finansowymi

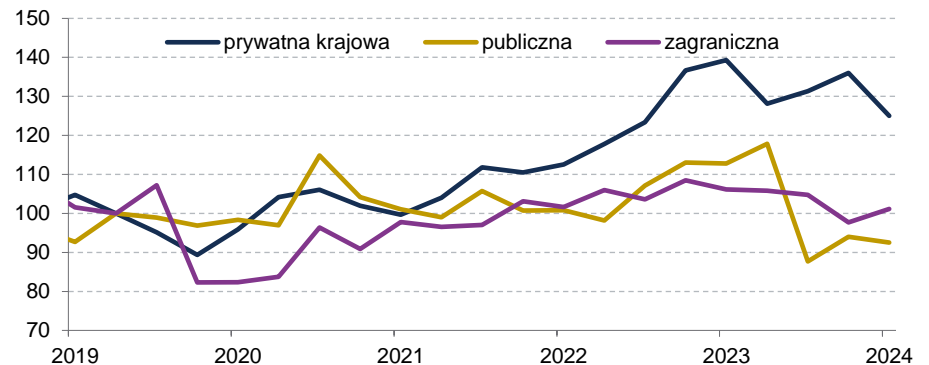
Nakłady brutto na środki trwałe w projekcji (r/r, %) - dekompozycja



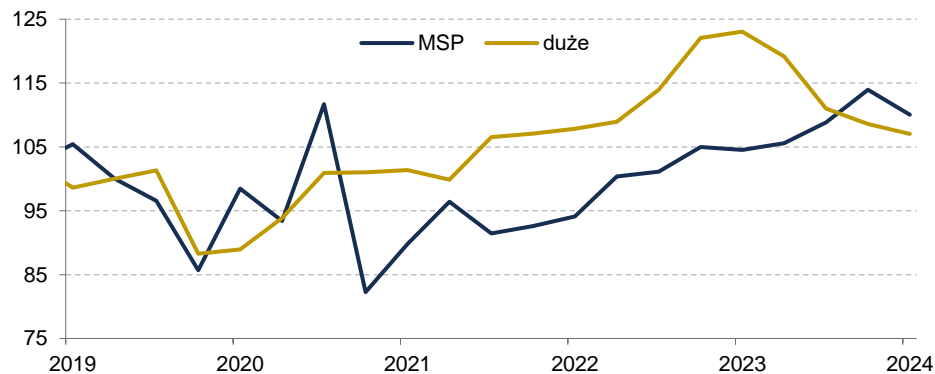
Wkład do realnej dynamiki r/r inwestycji przedsiębiorstw wg PKD (w pkt. proc.)



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

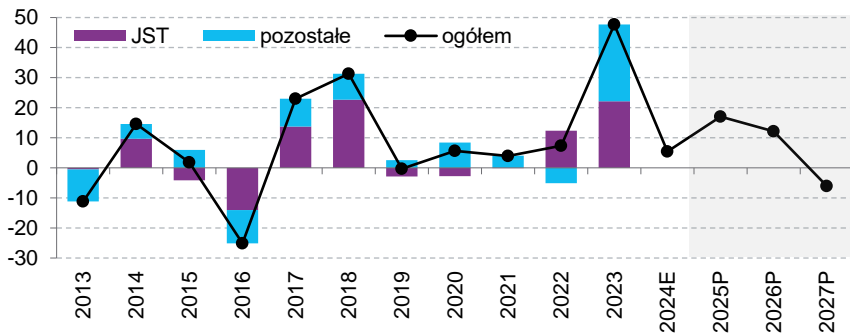


Realna wartość inwestycji w MSP i dużych przedsiębiorstwach (indeks 2019=100)

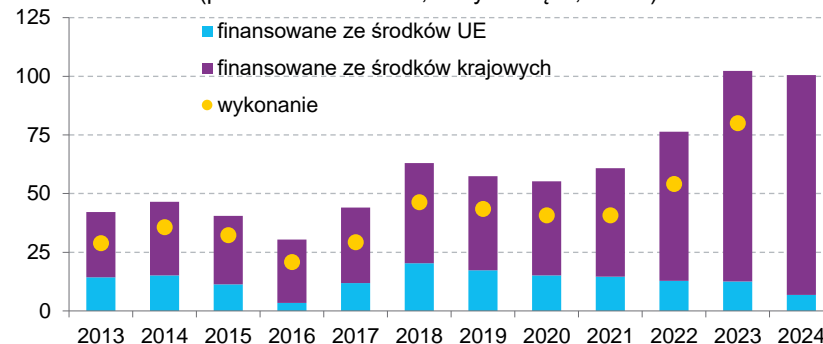


W 2025 r. przyspieszenie dynamiki inwestycji sektora publicznego, w tym za sprawą wykorzystania środków z RRF

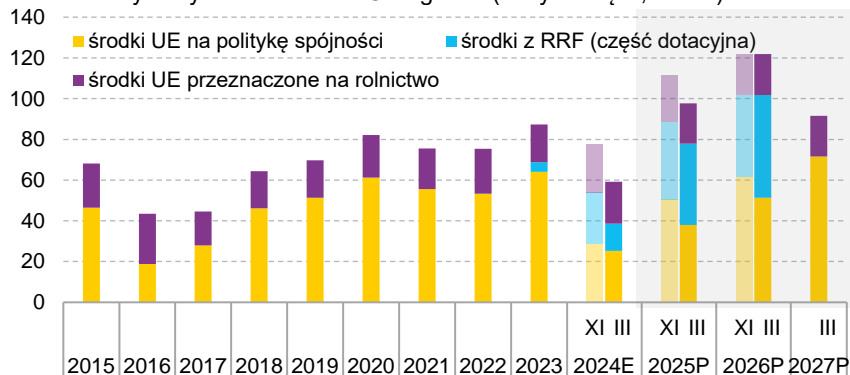
Tempo wzrostu inwestycji sektora publicznego i wkład głównych elementów (ceny bieżące, r/r, %)



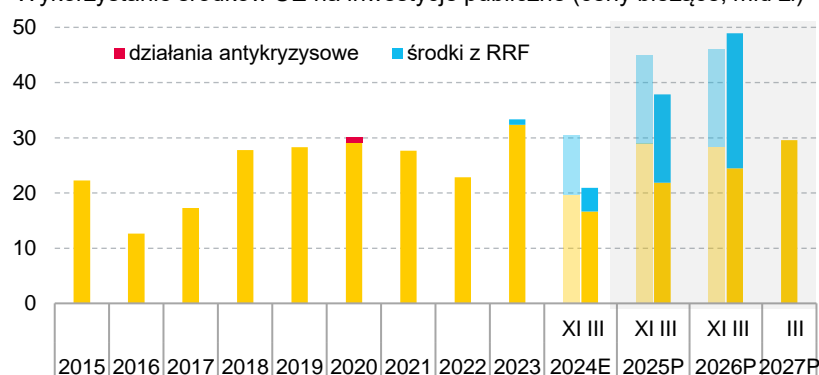
Planowane wydatki inwestycyjne JST (plan z III kw. 2024 r., ceny bieżące, mld zł)



Wykorzystanie środków UE ogółem (ceny bieżące, mld zł)

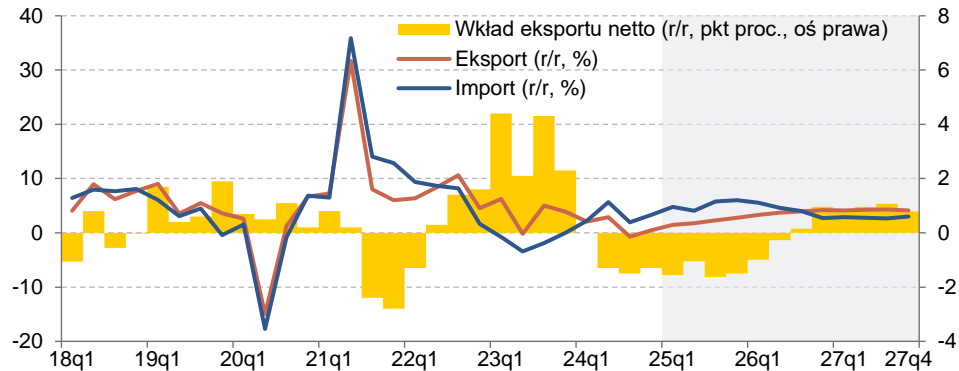


Wykorzystanie środków UE na inwestycje publiczne (ceny bieżące, mld zł)

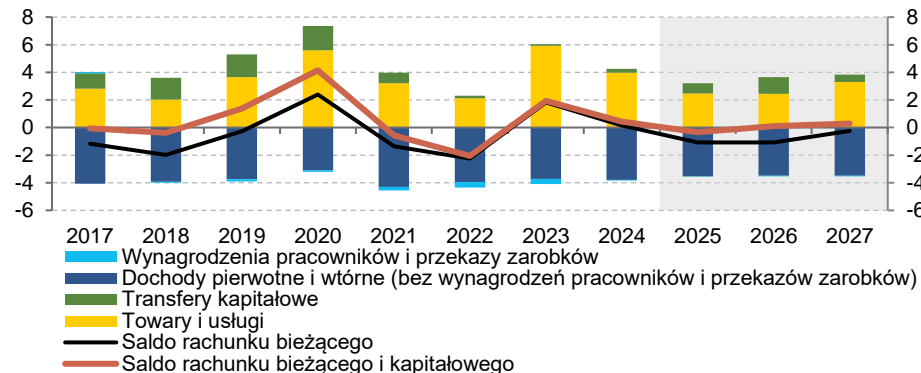


Wyraźny ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB w 2025 r., od 2026 r. poprawa w ślad za spowolnieniem dynamiki popytu krajowego

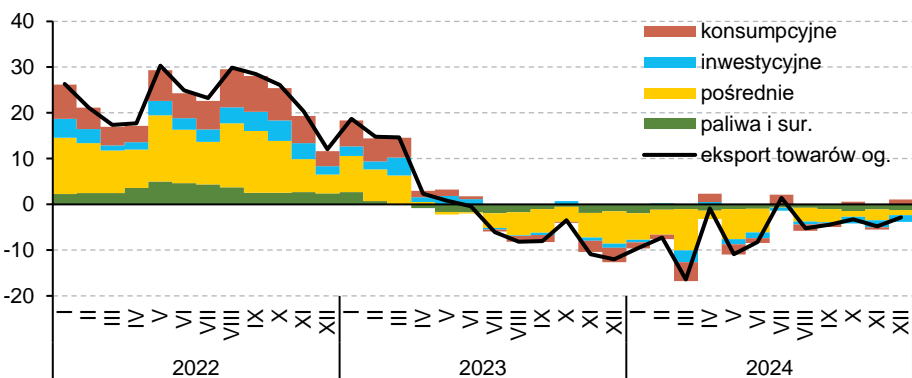
Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w projekcji



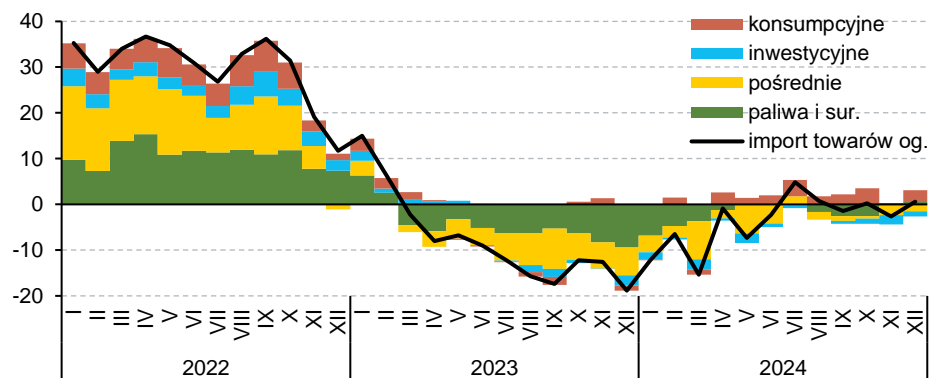
Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego w projekcji (% PKB)



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

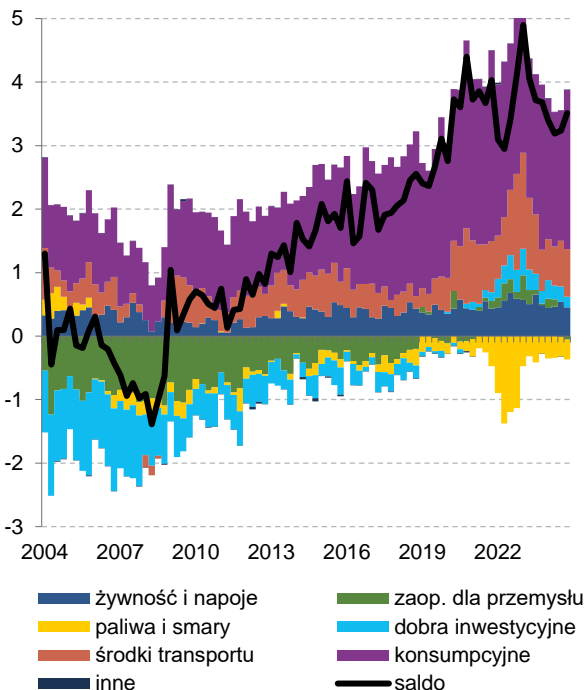


Import towarów (wkłady wg produktów, ceny bieżące, %, r/r)

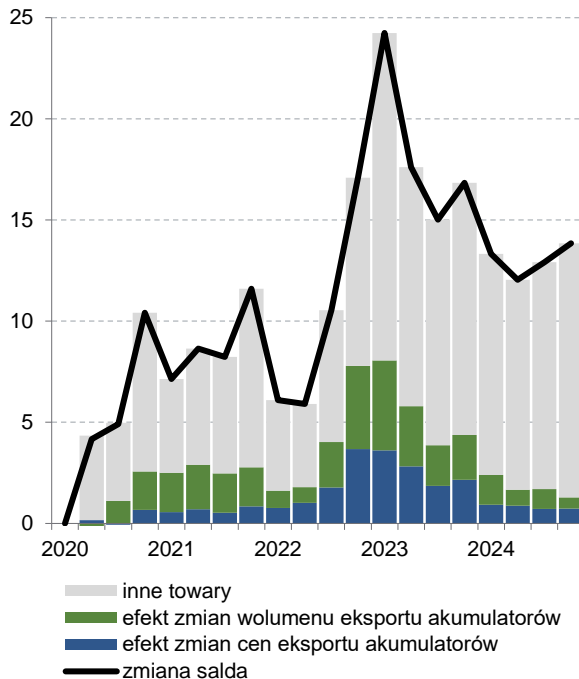


Pogorszenie salda towarowego z Niemcami wynikało ze słabej koniunktury w tej gospodarce oraz dodatkowo spadku eksportu akumulatorów (rosnąca konkurencja globalna)

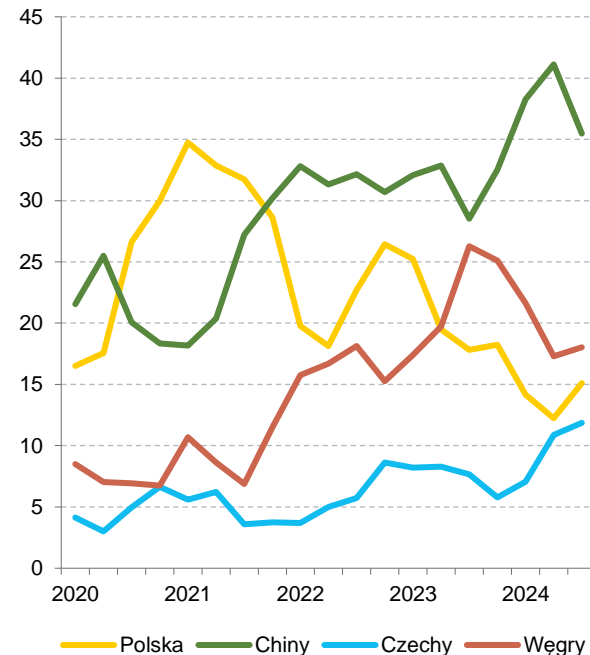
Saldo towarowe z Niemcami w podziale na kategorie produktowe wg BEC (w proc. kwartalnego PKB)



Dekompozycja zmiany salda towarowego z Niemcami (w mld PLN, względem I kw. 2020 r.)



Udział wybranych krajów w niemieckim imporcie akumulatorów elektrycznych* (w proc.)

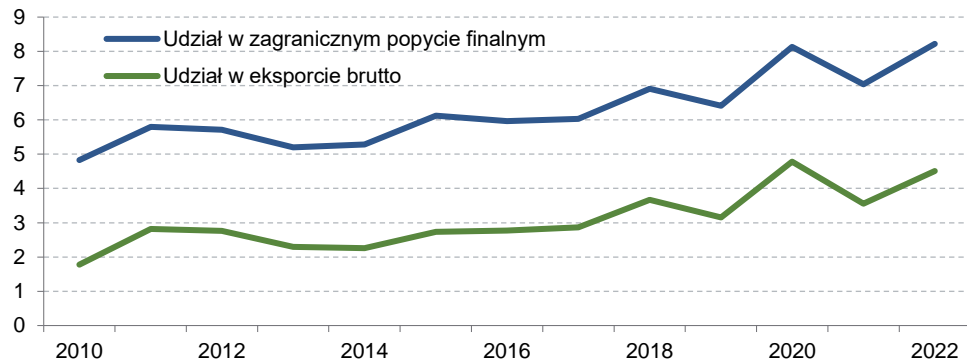


Źródło: Eurostat COMEXT, GUS, obliczenia NBP.

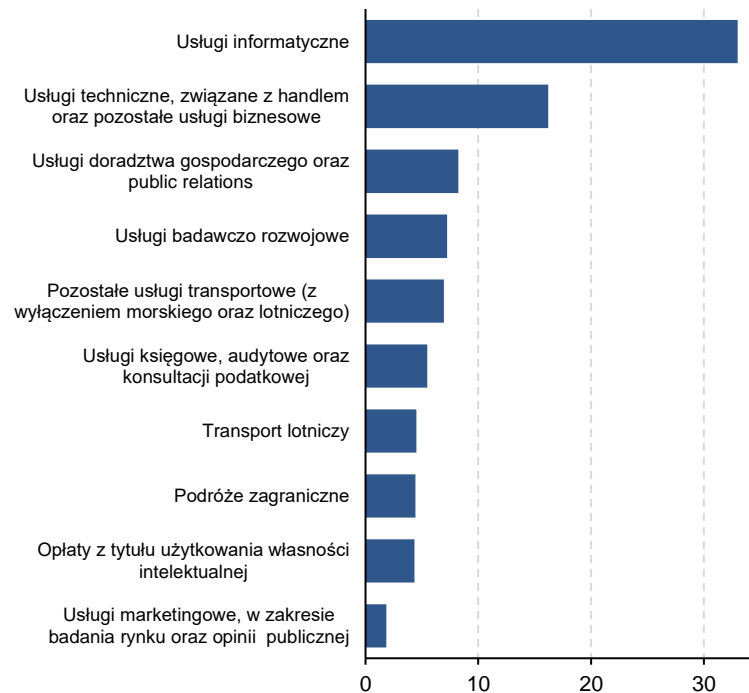
* Do grupy towarowej „akumulatory elektryczne” zakwalifikowano towary z grupy 8507 według klasyfikacji HS.

Znaczenie USA dla polskiej gospodarki jest większe, niż wynika to z tradycyjnych statystyk handlowych, ze względu na relatywnie większą rolę reeksportu przez inne kraje oraz duże znaczenie usług w bezpośrednim eksporcie do USA

Udział USA w zagranicznym popycie finalnym i eksporcie Polski (%)



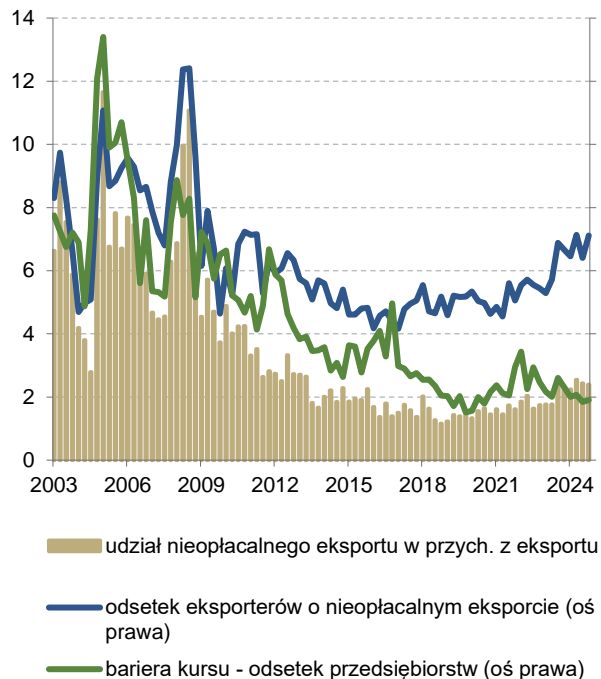
Struktura polskiego eksportu usług do USA (%)



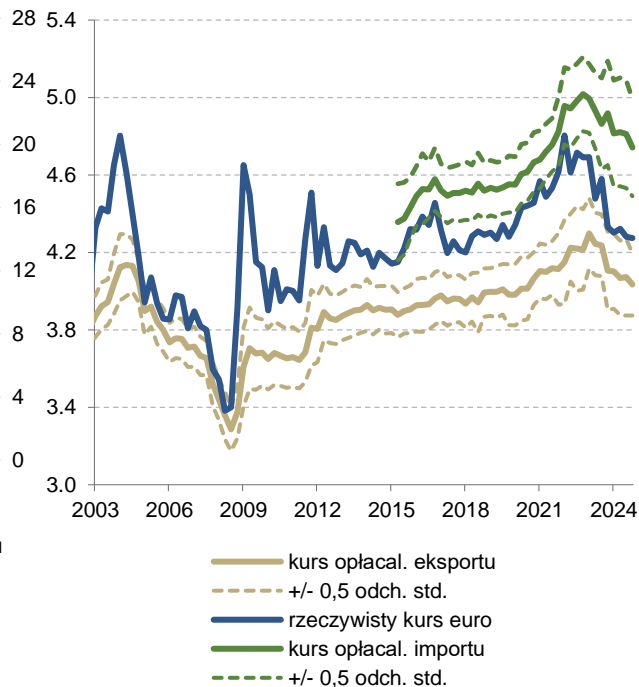
Kraj/grupa krajów	Udział w eksporcie Polski (%)	Udział w zagranicznym popycie finalnym na polską wartość dodaną (%)	Udział bezpośredniego eksportera do USA w polskiej wartości dodanej (%)
Polska	-	-	1,75
Niemcy	21,7	18,1	0,25
UE – pozostałe	45,6	37,6	0,61
USA	4,5	8,2	-
Pozostałe rozwinięte	10,6	12,5	0,29
Pozostałe	17,6	23,6	0,44

Opłacalność eksportu z perspektywy długookresowej

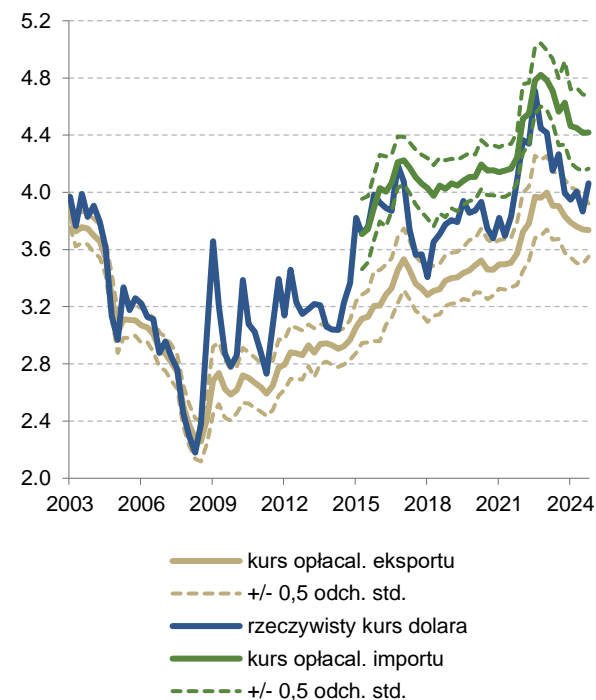
Nieopłacalność eksportu oraz bariera kursu walutowego (%)



Kurs euro, przy którym eksport i import stają się nieopłacalne oraz kurs rzeczywisty (w zł)

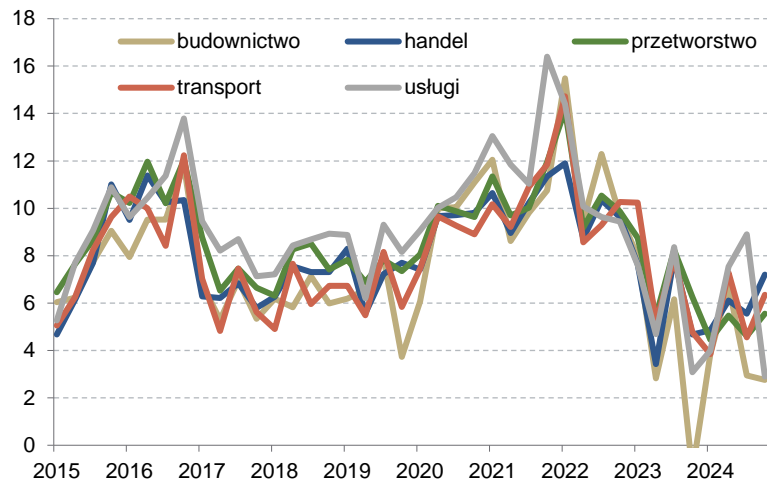


Kurs dolara, przy którym eksport i import stają się nieopłacalne oraz kurs rzeczywisty (w zł)

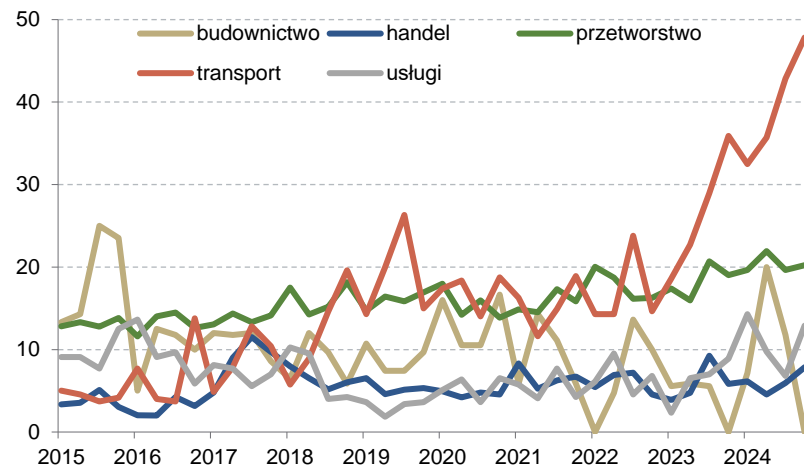


Nieopłacalność eksportu przedsiębiorstw według sektorów

Odchylenie średniego kursu EUR/PLN progowego* od rynkowego według klasyfikacji działalności przedsiębiorstw (%)



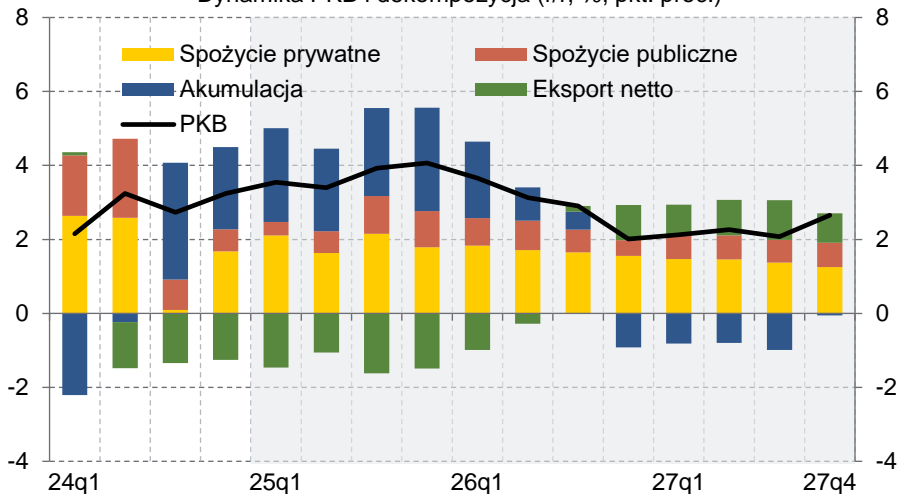
Odsetek eksporterów deklarujących występowanie nieopłacalnego eksportu według klasyfikacji działalności przedsiębiorstw (%)



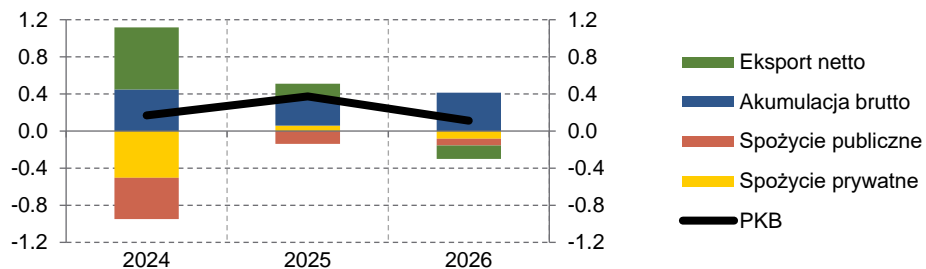
* średni deklarowany przez przedsiębiorstwa progowy kurs opłacalności eksportu EUR/PLN

Wyższa niż w listopadowej rundzie progностycznej ścieżka wzrostu gospodarczego

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 latach:

- ↑ silny **wzrost napływu funduszy unijnych** w 2025 r. w ramach perspektywy finansowej 2021-2027 oraz Krajowego Planu Odbudowy
- ↑ **ograniczony popyt zagraniczny** – umiarkowane ożywienie w strefie euro, w szczególności stagnacja gospodarki niemieckiej
- ↑ **wzrost wydatków związanych z trwającą transformacją energetyczną** polskiej gospodarki
- ↓ **rosnące w horyzoncie projekcji realne stopy procentowe** (przy założeniu o niezmiennych stopach procentowych NBP)
- ↓ **zakończenie wydatkowania środków z części dotacyjnej instrumentu NextGenerationEU** na przełomie 2026-2027
- ↓ **podwyższony poziom stopy oszczędności**

PKB, r/r, %	2023	2024	2025	2026	2027
Marzec 2025	0,1	2,9	3,7	2,9	2,3
Listopad 2024	0,2	2,7	3,4	2,8	-



Plan prezentacji:

Projekcja 2025 – 2027

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

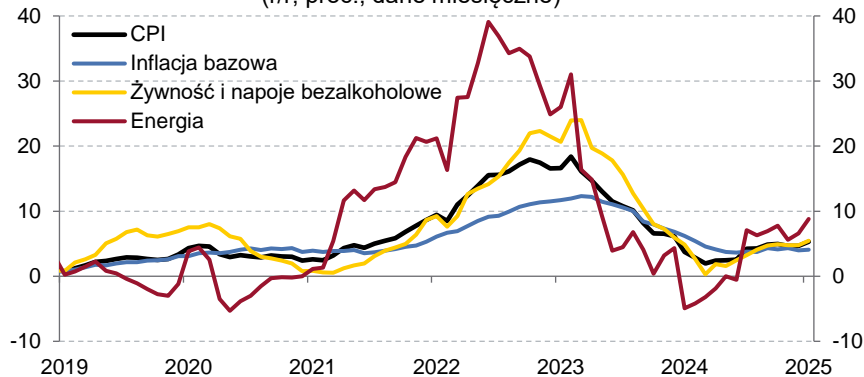
Ocena niepewności

Projekcja na lata 2025-2027

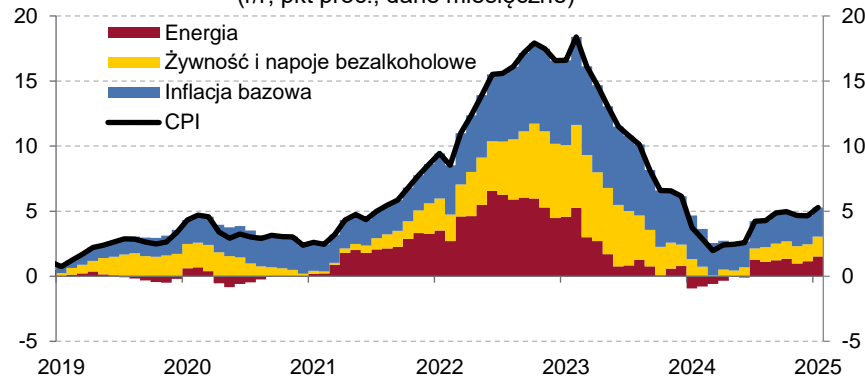
Inflacja

Wzrost inflacji CPI w Polsce względem pierwszej połowy 2024 r.

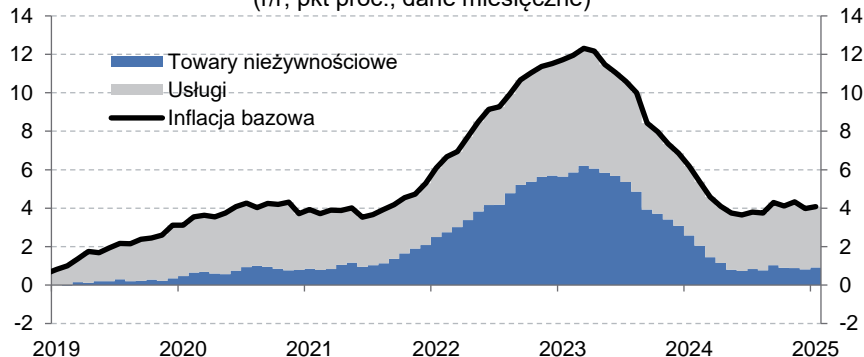
Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych
(r/r, proc., dane miesięczne)



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



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



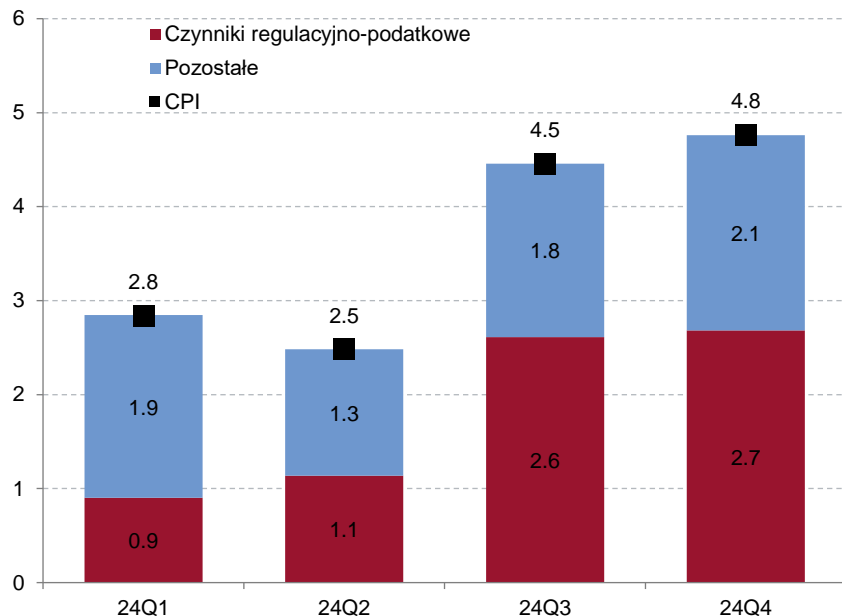
Realizacja wskaźników cen w 2024 r. na tle projekcji listopadowej
(r/r, proc.)

r/r, %	24q3	24q4	2024
Inflacja CPI	4,5	4,8 (4,8)	3,6 (3,7)
Inflacja bazowa	3,9	4,1 (4,2)	4,3 (4,3)
Inflacja cen żywności	4,0	4,8 (4,9)	3,3 (3,4)
Inflacja cen energii	6,8	6,6 (6,5)	2,0 (2,0)

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

W drugim półroczu 2024 r. inflacja CPI pod wyraźnym wpływem czynników regulacyjno-podatkowych

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



Wkład do CPI (r/r, pkt proc.)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
CPI	2,8	2,5	4,5	4,8
Czynniki regulacyjno-podatkowe	0,9	1,1	2,6	2,7
Administrowane ceny nośników energii	0,1	0,1	1,5	1,5
Administrowane ceny towarów i usług	0,4	0,4	0,5	0,5
Towary akcyzowe	0,4	0,2	0,2	0,2
Pozostałe towary i usługi rynkowe	1,2	1,2	1,2	1,2
Żywność i napoje bezalkoholowe	0,7	0,5	1,1	1,3
w tym przywrócenie 5% VAT	0,0	0,4	0,4	0,4
Pozostałe czynniki	1,9	1,3	1,8	2,1

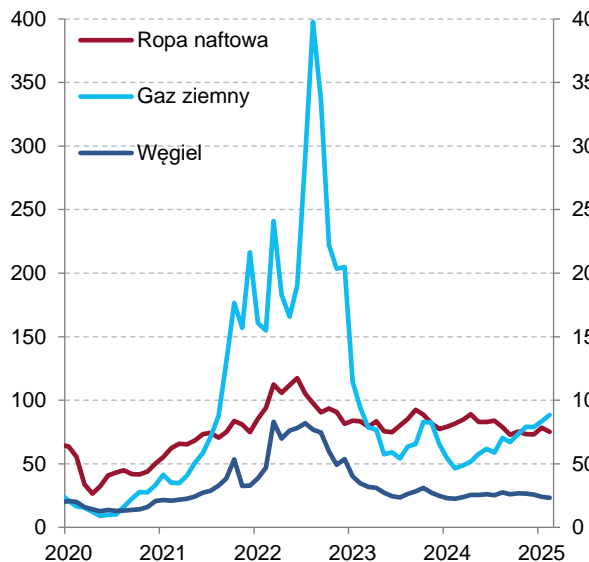
Uwaga: Czynniki regulacyjno-podatkowe - wpływ zmian cen towarów akcyzowych, towarów i usług administrowanych oraz wzrostu do 5% stawki VAT na żywność w kwietniu 2024 r. na CPI.

W skład administrowanych cen towarów i usług wchodzi: energia elektryczna, gaz i energia ciepła, zaopatrywanie w zimną wodę, opłaty na rzecz właścicieli, wywóz śmieci, usługi kanalizacyjne, niektóre usługi transportowe, usługi pocztowe i inne (administracja państwowa, sądownictwo, opłaty pogrzebowe).

Obliczenia w zakresie dekompozycji czynników prowadzono na danych o większej dokładności, stąd mogą występować różnice względem wartości ogółem inflacji CPI wynikające z zaokrągleń.

Poziom cen większości surowców wyraźnie poniżej rekordowych poziomów z 2022 r. spowodowanych rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie

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



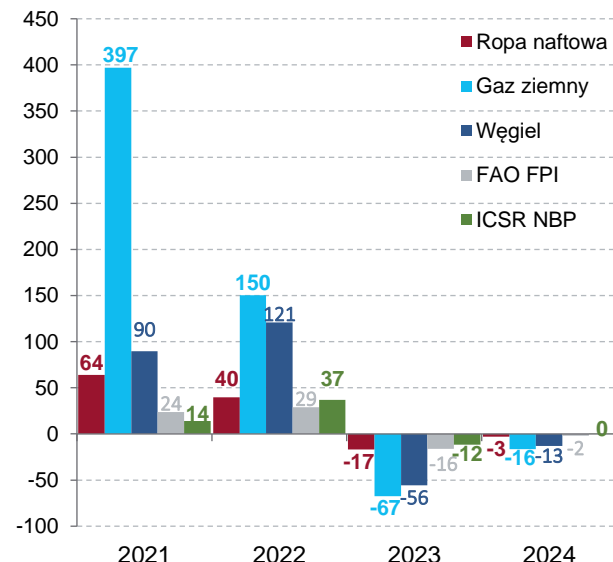
Uwaga: boe (ang. *barrel of oil equivalent*) – baryłka przeliczeniowa ropy. Dane do 25 lutego 2025 r.

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

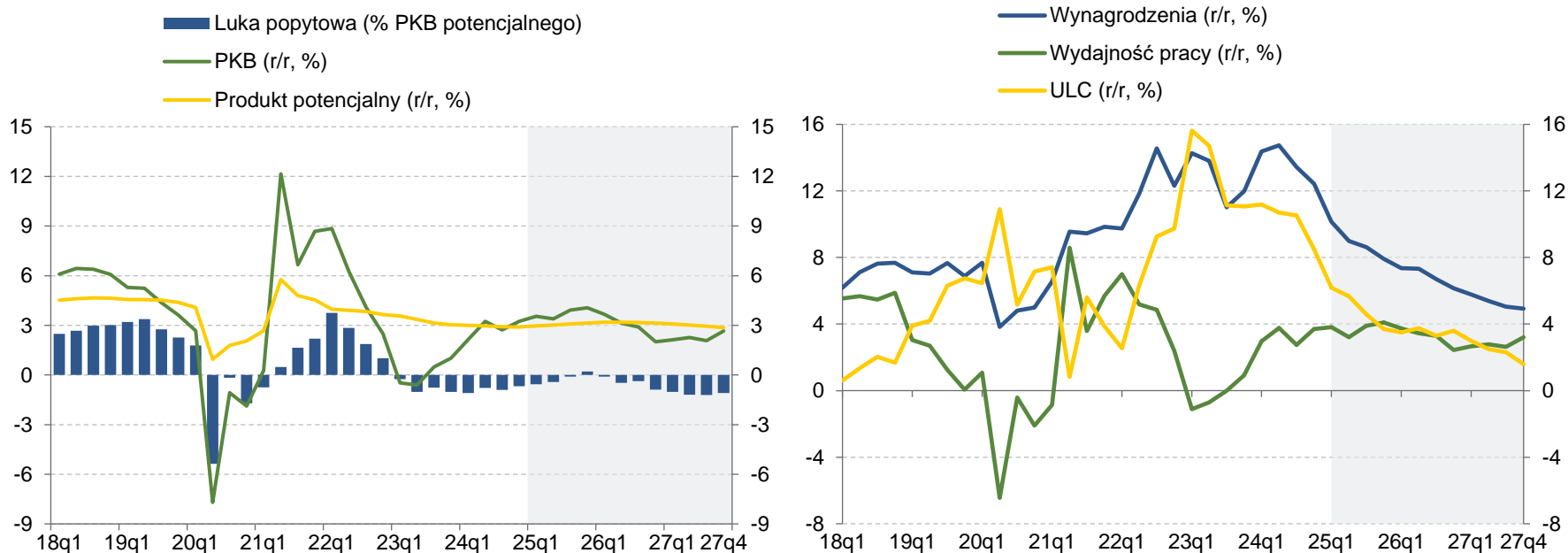


Uwaga: Dane dla ICSR NBP do 25 lutego 2025 r.
Dane dla FAO FPI do 31 stycznia 2025 r.

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

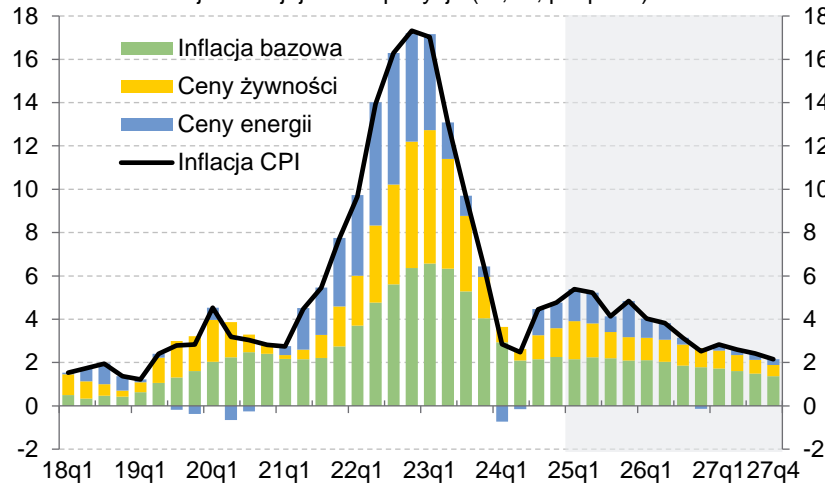


Wzrost luki popytowej do nieznacznie dodatniego poziomu w IV kw. 2025 r. W latach 2026-2027 spadek presji popytowej w ślad za spowolnieniem dynamiki PKB

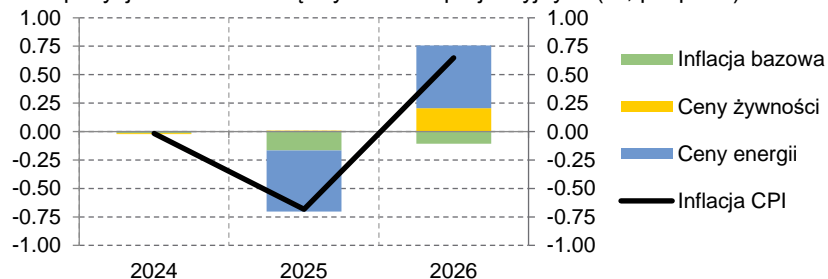


Inflacja CPI pod koniec 2025 r. ponownie wzrośnie i utrzyma się na podwyższonym poziomie do II kwartału 2026 r. Od III kw. 2026 r. znajdzie się w przedziale odchyłeń od celu inflacyjnego NBP

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 wpłynąć będzie:

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

↑ **działania regulacyjne** w zakresie cen nośników energii

⇅ **podwyższony poziom inflacji bazowej**

⇓ słabnąca dynamika kosztów pracy

↑ wysoka dynamika cen usług administrowanych mogąca wpłynąć na oczekiwania inflacyjne

↑ wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe

⇓ **spadek dynamiki cen żywności**

⇓ oczekiwana normalizacja warunków podażowych na rynku owoców i warzyw

⇓ ujemny efekt bazy przywrócenia 5% stawki VAT w kwietniu 2024 r.

od III kw. 2026 r. do IV kw. 2027 r.

⇓ **słabnące tempo wzrostu wynagrodzeń**

⇓ **niska presja popytowa**

⇓ **ograniczony wzrost cen importu**, związany z niską inflacją w otoczeniu polskiej gospodarki oraz założonymi obniżającymi się cenami surowców energetycznych na światowych rynkach

CPI, r/r, %	2023	2024	2025	2026	2027
Marzec 2025	11,4	3,6	4,9	3,4	2,5
Listopad 2024	11,4	3,7	5,6	2,7	-



Plan prezentacji:

Projekcja 2025 – 2027

- Koniunktura międzynarodowa
- Koniunktura krajowa
- Inflacja

Ocena niepewności

Ocena niepewności

- Obszary niepewności
- Wykresy wachlarzowe

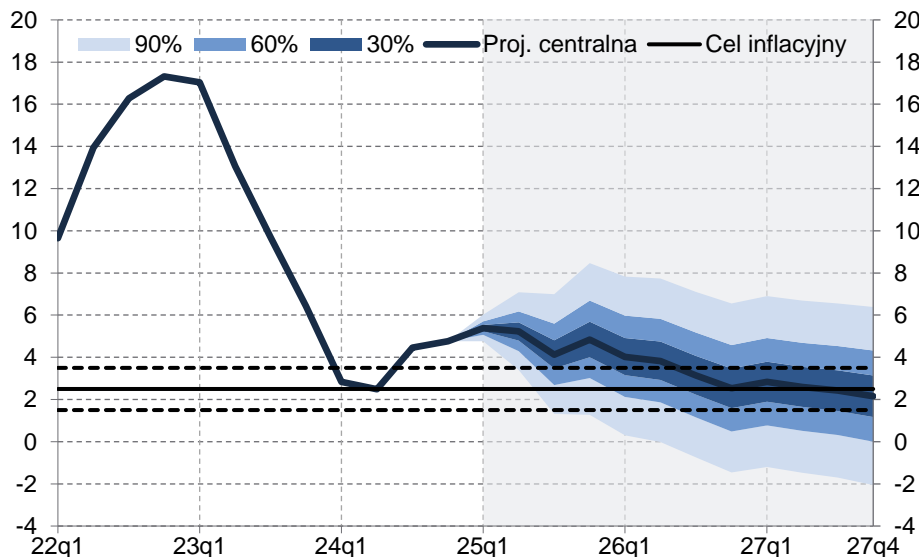
Obszary niepewności

- **Przyszły kształt działań regulacyjnych w Polsce**
 - **W zakresie cen energii elektrycznej**
 - **Implementacja tzw. ETS2 w 2027 r.**
- **Tempo i skala realizacji projektów w ramach Krajowego Planu Odbudowy (KPO)**
- **Koniunktura gospodarcza w strefie euro**
 - **Problemy strukturalne gospodarki Niemiec**
 - **Polityka handlowa największych gospodarek**

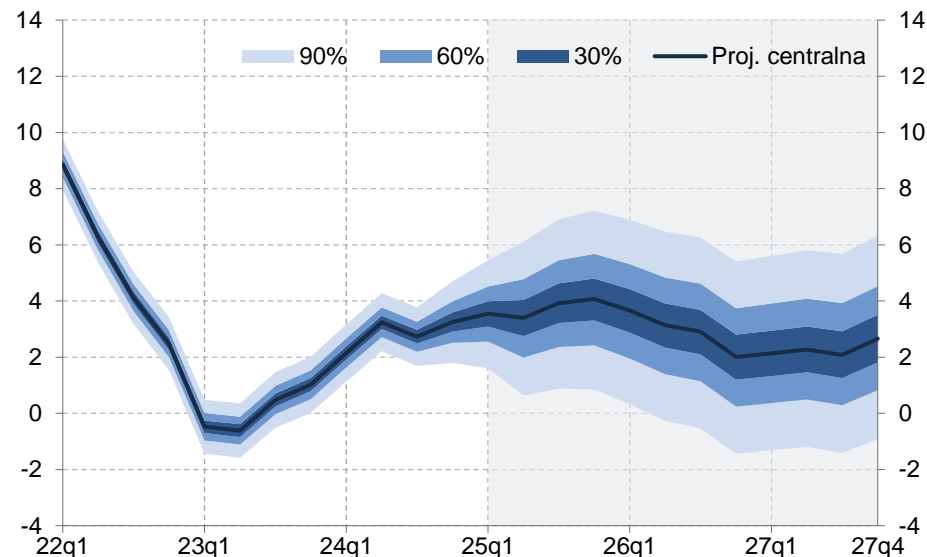
W horyzoncie projekcji marcowej występuje:

- ↕ **zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla prognozowanej ścieżki inflacji CPI**
- ↕ **zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla prognozowanej 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%
2025	0%	2%	12%	50%	12%
2026	18%	33%	52%	50%	34%
2027	32%	50%	68%	50%	36%

CPI r/r, %	ścieżka centralna	przedział 50%	
2025	4,9	4,1	5,7
2026	3,4	2,0	4,8
2027	2,5	1,1	3,9

PKB r/r, %	ścieżka centralna	przedział 50%	
2025	3,7	2,9	4,6
2026	2,9	1,9	4,0
2027	2,3	1,1	3,5



**NARODOWY
BANK POLSKI**