

23 czerwca 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Co oznaczałby szok naftowy?

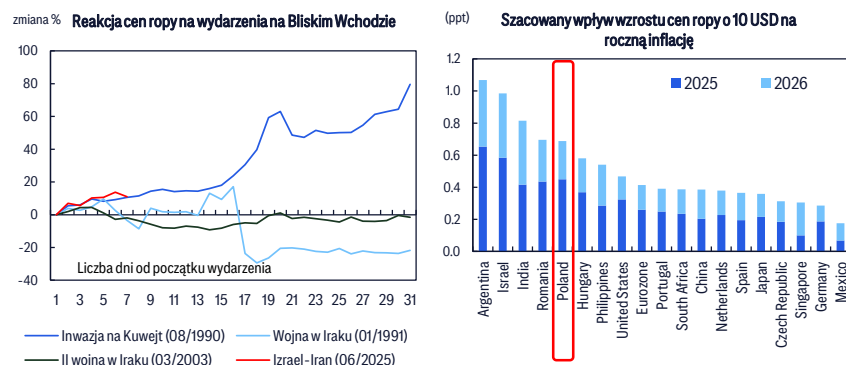
- Eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie dodaje jeszcze jeden element do długiej listy potencjalnych zagrożeń dla światowej gospodarki. W przeciwieństwie jednak do wojen celnych, które przez ostatnie miesiące dominowały w nagłówkach serwisów informacyjnych, ten szok ma jednak potencjał inflacyjny. Od początku czerwca do piątku ceny ropy Brent wzrosły o około 14 dolarów do poziomu 78 USD, a więc o około 20%.

- Wbrew powszechnemu przekonaniu ani skala, ani kierunek reakcji cen ropy naftowej nie jest wcale oczywisty. Na przykład na skutek irackiej inwazji na Kuwejt w sierpniu 1990 roku ceny ropy wzrosły w ciągu pierwszego miesiąca o około 80%. Niemniej gdy w końcu rozpoczęła się pierwsza Wojna w Zatoce Perskiej (styczeń 1991) ceny ropy naftowej wyraźnie spadły głównie w reakcji na szybkie postępy amerykańskich wojsk. Podobnie wyglądała sytuacja w przypadku drugiej Wojny w Zatoce w 2003 (wykres 1). W tym kontekście dodatkowego znaczenia nabiera fakt, że w trakcie weekendu amerykańskie wojska zaangażowały się w konflikt z Iranem.

- Gdyby ceny ropy naftowej utrzymały się na obecnym poziomie (nie mówiąc już o ich dalszym wzroście), zmieniłoby to trajektorię inflacji w kolejnych miesiącach. Nasze szacunki przedstawione na wykresie 1 pokazują, że Polska należy do krajów o relatywnie dużej wrażliwości na szoki paliwowe. Trwały wzrost cen ropy naftowej o 10 USD za baryłkę Brent mógłby podnieść inflację w drugiej połowie roku o niemal pół punktu procentowego. W praktyce oznaczałoby to, że wbrew niedawnym prognozom inflacja pozostałaby wyraźnie powyżej celu inflacyjnego, poważnie komplikując zadanie RPP.

- Choć dotychczasowy szok naftowy może mieć zauważalny wpływ na inflację, jego wpływ na wzrost gospodarczy w kraju powinien być mniejszy. Nasze szacunki sugerują, że nie przekroczy on 0,1 pp, a więc można byłoby go uznać za znikomy. Aby poważnie obawiać się o możliwość stagflacji (połączenia wysokiej inflacji i stagnacji PKB) musielibyśmy zobaczyć znacznie większe wzrosty cen ropy naftowej, przynajmniej porównywalne z 1990 rokiem. Nie jest to nasz podstawowy scenariusz, ponieważ sami w naszych prognozach zakładamy spadki cen ropy od lipca, jednak w obecnych warunkach, szczególnie w obliczu ryzyka rozłania się konfliktu na inne kraje, należy brać pod uwagę różne alternatywy. Tym bardziej, że obecne prognozy rynkowe zapewne jeszcze nie uwzględniają nawet efektu dotychczasowych wydarzeń, nie mówiąc już o możliwości ich dalszej eskalacji.

Wykres 1. Wpływ konfliktów na Bliskim Wschodzie na ceny ropy i inflację



Źródło: Szacunki na podstawie danych Bloomberg oraz modelu Oxford Economics

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciol, CFA

+48-22-657-7750

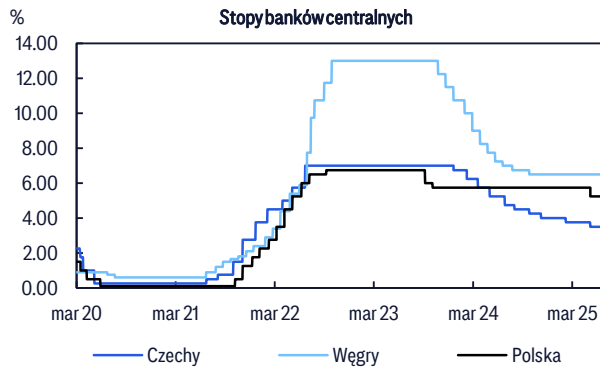
arkadiusz.trzciol@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

Tydzień w wykresach

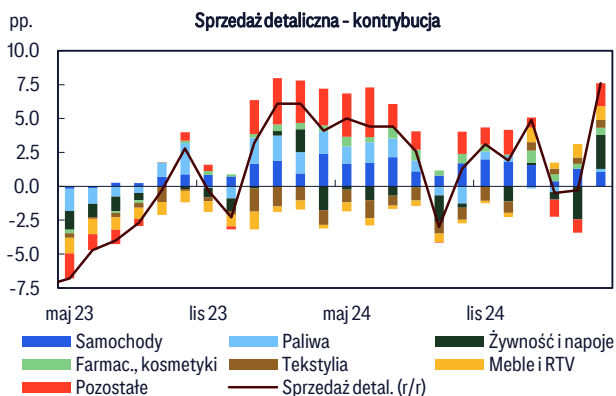
Wykres 2. W regionie przerwa w cięciach



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- W tym tygodniu odbędą się posiedzenia banków centralnych na Węgrzech i w Czechach. W obu przypadkach spodziewamy się utrzymania obecnego poziomu stóp procentowych, odpowiednio na 6,5% oraz 3,5%.
- W ostatnich miesiącach węgierski bank centralny był jednym z najbardziej jastrzębich banków w regionie z powodu stosunkowo wysokiej inflacji oraz ryzyka deprecjacji krajowej waluty. Z kolei w Czechach inflacja CPI pozostaje na umiarkowanie niskim poziomie, ale bank centralny niepokoi się uporczywie wysoką inflacją bazową. Z tego powodu CNB zapewne będzie wolał poczekać z poważniejszymi decyzjami aż do aktualizacji prognoz makroekonomicznych w sierpniu.

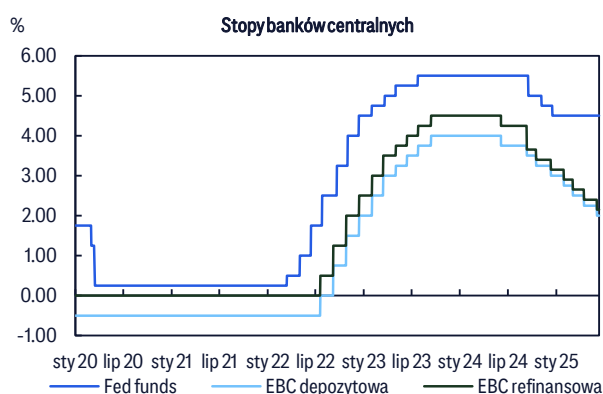
Wykres 3. Co dalej po odbiciu w sprzedaży?



Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Po zaskakującym wyniku sprzedaży detalicznej w kwietniu (7,6% r/r), w maju spodziewamy się wyniku na poziomie 3,2% r/r.
- Kwietniowy odczyt w ujęciu rocznym stanowił wyraźne odbicie na tle wcześniejszej dynamiki sprzedaży i prawdopodobnie w znacznej mierze wynikał z efektów kalendarzowych - tegoroczne święta wielkanocne wypadły w drugiej połowie kwietnia, a więc później niż w 2024 r.
- Obecnie sześciomiesięczna średnia dla sprzedaży detalicznej kształtuje się na poziomie nieco poniżej 3%, a więc nasza prognoza odzwierciedla nie tyle oczekiwanie spowolnienia, co raczej powrotu do bardziej typowego dla sprzedaży tempa wzrostu.

Wykres 4. Obniżki w USA prawdopodobnie dopiero na jesień



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Zgodnie z oczekiwaniami, amerykański bank centralny pozostawił stopę funduszy federalnych na niezmienionym poziomie w przedziale 4,25% - 4,5%. Na czerwcowym posiedzeniu opublikowano aktualizację projekcji Fed na kolejne kwartały. Jeżeli chodzi o 2025 rok, w górę zrewidowano prognozę inflacji bazowej PCE (do 3,1% z 2,8%) oraz stopy bezrobocia (o 0,1 pp do 4,5%). Obniżono natomiast prognozę dla PKB do 1,4% z 1,7%. Mediana prognoz stóp procentowych członków Fed nie zmieniła się - wciąż wskazuje na dwie obniżki po 25pb w tym roku.
- Prezes Powell na konferencji zaznaczył, że tak długo jak stopa bezrobocia pozostaje na stosunkowo niskim poziomie, Fed może wstrzymywać się z obniżkami aby nabrać pewności co do wpływu ceł importowych na inflację. Naszym zdaniem scenariusz wzrostu stopy bezrobocia oraz ograniczonego wzrostu inflacji w reakcji na cła jest prawdopodobny, co powinno skłonić Fed do cięcia o 25pb we wrześniu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
23 cze PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	V	--	10.2	10.4
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	VI	51.5	51	52
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	VI	53	52.9	53.7
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	V	4.1	3.95	4
24 cze WTOREK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	V	3.2	4.4	7.6
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	VI	87.7	88.1	87.5
14:00	HU	Decyzja MNB	%	VI	6.5	6.5	6.5
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VI	102.2	99.8	98
25 cze ŚRODA							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	V	--	5	5.2
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	VI	3.5	3.5	3.5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	V	0.714	0.690	0.743
26 cze CZWARTEK							
08:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	VII	--	-19	-19.9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	243	--	245
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	V	10.9	7.5	-6.3
14:30	USA	PKB - odczyt finalny	% kw/kw	Q1	--	-0.2	-0.2
27 cze PIĄTEK							
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	VI	-15.8	--	-15.2
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	V	0	0.2	0.2
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	V	0.5	0.3	0.8
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	V	0.1	0.1	0.1
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	V	0.1	0.1	0.1
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	VI	--	--	60.5

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1056	1131
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3898	4160
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28228	30234
Populacja (mln)	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.3	5.1
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.75	4.25
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.88	4.38
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.59	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.69	3.68
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.27	4.31
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.30
Bilans płatniczy (mld USD)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.6	-1.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-0.1
Saldo handlu zagranicznego	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.1	-1.4
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	410.6	436.3
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	412.7	437.7
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	46.6	51.0
Saldo dochodów	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-42.8	-46.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.2	-5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej
+48 (22) 692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista
+48 (22) 657-7750
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

Stażystka
aleksandra.siuzdak@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych,

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych, Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku, Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy,

Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku,

Materiały Banku nie powinny stanowić jedynego źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta, Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamych bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów,

Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Handlowy w Warszawie S.A., z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony,

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji, Spółce Citigroup Inc, oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.