

- Brent, po korekcie, wraca powyżej 75 USD/b
- Miedź najdroższa od listopada, złoto ustanawia rekord w pobliżu 2950 USD/troz
- Amerykańskie cła, sankcje i rozmowy pokojowe w centrum uwagi rynków

Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl
t: 22 521 81 65

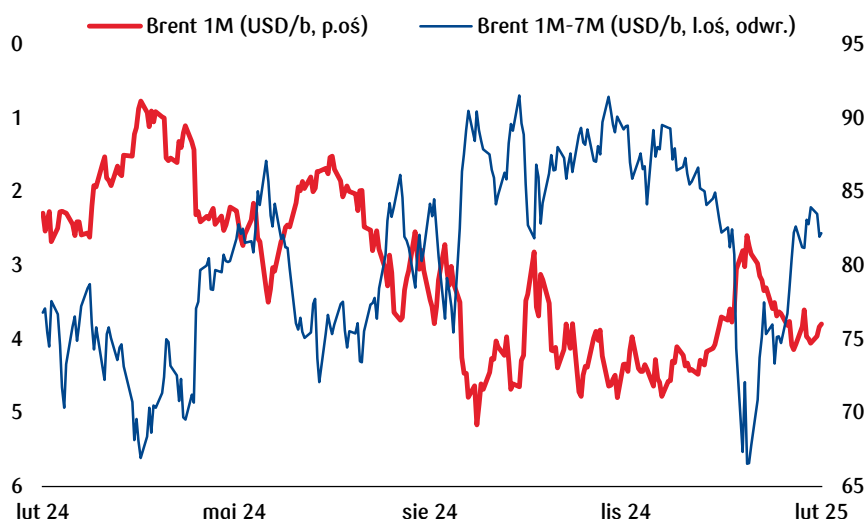
Ropa naftowa

Trwający od połowy stycznia spadek notowań Brenta przyhamował na przełomie miesiąca w okolicach 77 USD/b. Korekta dopełniła się 6 lutego na poziomie 74,1 USD/b (-10,3% od szczytu z 15 stycznia). Do osłabienia ropy przyczyniły się zapowiadane przez D. Trumpa cła, które mogą wywołać wojny handlowe, spowolnić globalny wzrost gospodarczy oraz ograniczyć popyt na surowce m.in. energetyczne. W przypadku Meksyku i Kanady cła na początku lutego zostały odroczone o miesiąc, natomiast Chiny, których towary Stany Zjednoczone obłożyły dodatkowym cłem w wysokości 10%, odpowiedziały analogiczną stawką na import amerykańskiej ropy oraz 15% taryfą na LNG i węgiel. W ub.r. surowiec z USA stanowił niecałe 2% importu Państwa Środka.

W drugiej dekadzie miesiąca notowania Brenta przejściowo wróciły w okolice 77 USD/b. Rynek wsparło ryzyko spadku podaży ropy z Iranu z powodu powrotu USA do polityki „maksymalnej presji” – w tym sankcji – na Teheran (w związku z jego programem nuklearnym). Dodatkowym czynnikiem pro wzrostowym były obniżone o ok. 400 tys. b/d dostawy surowca z Kazachstanu w następstwie ukraińskich ataków na położoną w Rosji infrastrukturę przesyłową. Pojawiły się ponadto spekulacje, że OPEC+ może ponownie odłożyć w czasie planowaną od kwietnia stopniową redukcję pokaźnych cięć wydobycia. Przed silniejszym odbiciem powstrzymują rynek amerykańsko-rosyjskie rozmowy w sprawie wojny w Ukrainie, których skutkiem może być poluzowanie sankcji nałożonych na Kreml. Choć nie brakuje potencjalnie istotnych katalizatorów z kategorii „znanych niewiadomych” zmienność rynkowa pozostaje ograniczona.

Obawy przed wojnami handlowymi i spadkiem popytu na surowce energetyczne przyczyniają się do korekty na rynku ropy, odbicie winduje notowania Brenta powyżej 75 USD/b

Wykres 1 – Cena ropy Brent oraz spread kalendarzowy 1M-7M, ICE



Źródło: LSEG Eikon

Zdaniem jednego z największych graczy rynkowych skala rosyjskiego wydobycia ropy (ok. 9 mln b/d) wynika głównie z limitów produkcji uzgodnionych w gronie OPEC+, zaś sankcje wpływają nie na wielkość eksportu, lecz kierunek dostaw. Według amerykańskiego Departamentu Energii z powodu działań kartelu globalne zapasy surowca w Q1'25 spadną, a w dalszej części roku odbiją się, częściowo za sprawą relatywnie słabego wzrostu popytu na ropę. EIA na przestrzeni Q1-Q4'25 oczekuje zejścia średniej ceny Brenta z 77 USD/b do 72 USD/b, natomiast średniorocznych notowań na poziomie 74,5 USD/b. Symbolicznie wyżej wypadł konsensus cenowy w ankiecie rynkowej Reutersa z końca stycznia (74,6 USD/b). Warto odnotować, że m/m prognoza po raz pierwszy od kwietnia ub.r. przesunęła się nieznacznie, ale zawsze, do góry (+24 centy w porównaniu z grudniem).

Wg EIA i konsensusu rynkowego średnia cena Brenta w 2025 r. wyniesie niecałe 75 USD/b; analitycy nieco rewidują do góry tegoroczne prognozy

Miedź

Pod koniec stycznia notowania benchmarku LME 3M testowały od góry techniczny poziom 9 tys. USD/t, rynkowi ciężko ryzyko nałożenia przez USA ceł na import towarów z Kanady, Meksyku i Chin. Obawy przed spowolnieniem gospodarczym i spadkiem popytu na surowce spowodowały 3 lutego cenę miedzi do poziomu 8915 USD/t, najniższego od niemal miesiąca.

Czarny scenariusz się nie zmaterializował: 25% cła na Meksyk i Kanadę zostały po negocjacjach odroczone o miesiąc, a Chiny umiarkowanie odpowiedziały na dodatkową, 10% stawkę, co w połączeniu ze słabszym dolarem stworzyło warunki do rynkowego odreagowania. 7 lutego notowania miedzi po raz pierwszy od listopada ub.r. wzrosły powyżej 9500 USD/t, według brokerów w aprecjacji surowca istotny udział mieli inwestorzy z Chin. Podczas sesji 14 lutego cena metalu wystrzeliła do 9685 USD/t (+9% od dołka z początku miesiąca), a spread 0-3M po 19 miesiącach pobytu w contango przeszedł w backwardation. Zdaniem graczy rynkowych ruch był częściowo rezultatem zamykania krótkich pozycji przed wygaśnięciem benchmarku w trzecią środę miesiąca. W kolejnych dniach notowania surowca oscylowały w przedziale 9360-9540 USD/t. Do lutowych wzrostów cen miedzi przyczynił się także wzrost popytu na metal w USA, notowanego na giełdzie COMEX z rekordową premią vs LME. Nie można wykluczyć, że miedź dołączy do aluminium i stali, których import D. Trump objął 25% cłem. USA w 2024 r. sprowadziły ponad 810 tys. ton metalu rafinowanego, zaś wyprodukowały 850 tys. ton miedzi pierwotnej. W ub.r. globalna podaż rafinowanego metalu wyniosła ok. 27 mln ton.

Miedź, za sprawą zwiększonego popytu w USA, najdroższa od listopada ub.r., konsoliduje się w pobliżu 9500 USD/t

Jeden z największych graczy rynkowych przewiduje utrzymanie się notowań miedzi w okolicach 9400 USD/t do początku kwietnia, zaś w horyzoncie 6-12 mies. spadku do 8500 USD/t (rewizja z 9 tys. USD/t). Powodem odsunięcia w czasie osłabienia rynkowego jest implementacja w Q2'25 ewentualnego cła na import miedzi do USA. Z kolei chilijska agencja branżowa Cochilco podtrzymała prognozę średnich notowań surowca w 2025 r. na poziomie 4,25 USD/lb (ok. 9370 USD/t). Tej samej ceny agencja spodziewa się w przyszłym roku, natomiast przez kolejną dekadę miedź ma kosztować powyżej 4 USD/lb (ok. 8820 USD/t). W 2025 r. zdaniem Cochilco globalny rynek surowca zanotuje deficyt w wysokości 118 tys. ton.

Ewentualne sankcje na import metalu do Stanów Zjednoczonych mogą w średnim terminie osłabić rynek, sprowadzić notowania miedzi poniżej 9 tys. USD/t

Złoto

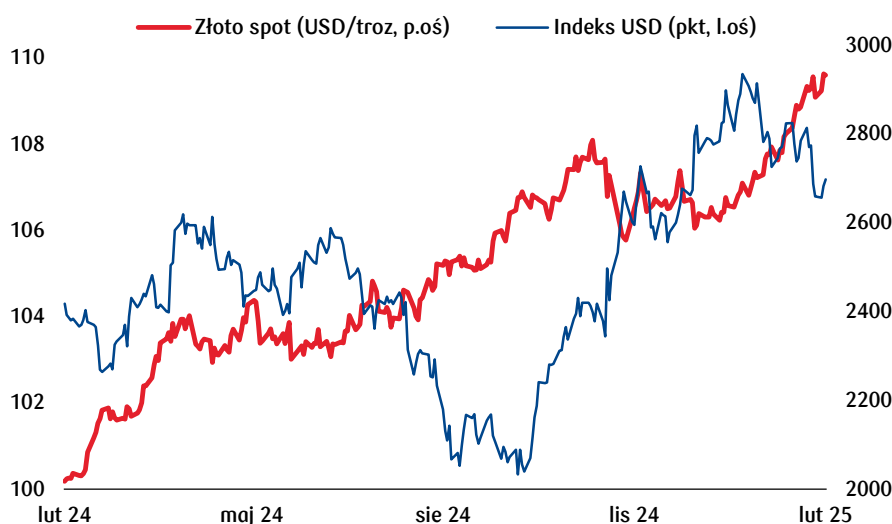
W ostatnich dniach stycznia kasowe notowania kruszcu pobiły rekord z października ub.r. i pierwszy raz w historii przekroczyły poziom 2800 USD/troz.

Katalizatorem zwiększonego zainteresowania złotem są – postrzegane jako potencjalnie inflacjogenne – polityki handlowe D. Trumpa oraz ryzyka geopolityczne. Od grudnia zapasy metalu na giełdzie COMEX się podwoiły i znacznie zdystansowały aktywa największego na świecie „złotego” ETF-u SPDR Gold Trust (1181 ton vs 870 ton).

10 lutego padła kolejna techniczna bariera, 2900 USD/troz, do czego przyczyniła się zapowiedź wprowadzenia 25% cła na import do USA stali i aluminium. Podczas następnej sesji notowania kruszcu ustanowiły rekord na poziomie 2942,7 USD/troz. 12 lutego realizacja zysków przejściowo sprowadziła cenę złota w pobliże 2860 USD/troz. W dalszej części drugiej dekady miesiąca jak magnes działał poziom 2900 USD/troz. Dodatkowym czynnikiem wspierającym notowania złota była kontynuacja spadków rentowności obligacji USA (np. 10Y i 10Y TIPS – indeksowanych inflacją) oraz postępujące osłabienie dolara. Obawy przed kolejnymi cłami zapowiedzianymi przez D. Trumpa (m.in. 25% na samochody) miały udział we wzroście notowań metalu 19 lutego do rekordowych 2946,9 USD/troz.

Kruszec drożeje do rekordowych 2947 USD/troz; silnie rośnie zainteresowanie złotem – schronieniem przed podwyższoną inflacją – na giełdzie COMEX

Wykres 2 – Cena złota oraz wartość dolara wobec koszyka głównych walut



Źródło: LSEG Eikon

Perspektywa ograniczonych cięć stóp procentowych w USA nie deprymuje inwestorów, choć według CME FedWatch w horyzoncie końca roku najbardziej prawdopodobny scenariusz to stopa *Fed Funds* w przedziale 4-4,25% lub wyżej (aktualna wynosi 4,25-4,5%). Cel 3000 USD/troz, do którego kruszcowi brakuje nieco ponad 2%, coraz śmielej pojawia się w przewidywaniach uczestników rynku (aprecjacja YTD wynosi 11,8%). Jeden z największych banków inwestycyjnych zrewidował prognozę cenową metalu na koniec 2025 r. z 2890 USD/troz do 3100 USD/troz, zakładając zwiększone zakupy kruszcu przez banki centralne i ETF-y. Analitycy Reutersa ostrzegają, że ryzyko przeceny może przekraczać potencjalną korzyść z powodu zatłoczonego, mocno wykupionego rynku (RSI > 70 pkt.) i rzeszy inwestorów wyczekujących wzrostu ceny złota do popularnego celu 3000 USD/troz. Techniczna bariera prawdopodobnie będzie stawiała silny opór, a „niewielka” korekta może sprowadzić notowania metalu poniżej 2500 USD/troz.

Rynek ignoruje ograniczoną skalę oczekiwanych cięć stóp Fed, na horyzoncie cel 3000 USD/troz; rośnie ryzyko korekty

BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

PKO Bank Polski S.A.

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

t: 22 521 75 99

f: 22 521 76 00

Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

t: 22 580 32 39

mariusz.adamiak@pkobp.pl

Rynek Stopy Procentowej

dr Mirosław Budzicki

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Tomasz Marek

t: 22 521 75 99

tomasz.marek@pkobp.pl

Rynek Walutowy

Andrzej Kiedrowicz

t: 22 521 68 91

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

Tomasz Marek

t: 22 521 75 99

tomasz.marek@pkobp.pl

Rynek Surowcowy

Tomasz Niewiński

t: 22 521 81 65

tomasz.niewinski@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydzieloną jednostką PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmiernego uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5% wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP 525-000-77-38, REGON 016298263, kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.