

- OPEC+ zwiększa wydobycie, Brent znów poniżej 60 USD/b
- Wygasa odbicie na rynku miedzi
- Odwrót notowań złota po ustanowieniu rekordu na poziomie 3500 USD/troz

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

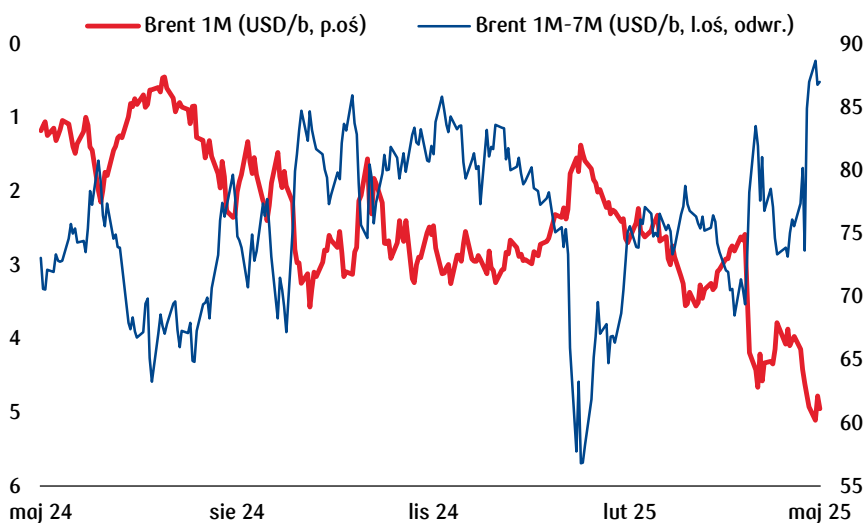
Ropa naftowa

Po potężnej korekcie z początku kwietnia na rynku Brenta (-23% do 58,4 USD/b), wywołanej przez wojny celne D. Trumpa, notowania surowca dotarły w trzeciej dekadzie miesiąca w pobliżu 69 USD/b. Do odbicia przyczyniły się m.in. kolejne sankcje USA nałożone na irańską ropę oraz wzrost oczekiwań inwestorów na porozumienie handlowe Stanów Zjednoczonych z Chinami po optymistycznych komentarzach amerykańskiego prezydenta.

23 kwietnia benchmark 1M ponownie obrął kurs na południe, tym razem z powodu doniesień, że OPEC+ zamierza silniej od oczekiwań podnieść produkcję surowca w czerwcu. Brent zakończył miesiąc tuż powyżej 63 USD/b, najgorszym od listopada 2021 r. wynikiem -15,6%.

Kwiecień najgorszym od 2021 r. miesiącem na rynku ropy, do korekty walnie przyczyniły się wojny celne D. Trumpa

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



Źródło: LSEG Eikon

Spadek pogłębił się na początku maja, gdy OPEC+ zdecydował się zwiększyć w czerwcu wydobycie ropy o 411 tys. b/d oraz po doniesieniach o możliwym wzroście podaży kartelu do listopada o 2,2 mln b/d (jedna z „warstw” cięć produkcji, sięgających jeszcze na początku roku 6 mln b/d). Tylko w okresie kwiecień-czerwiec OPEC+ zwiększy wydobycie surowca o niemal 1 mln b/d. Obawy o nadpodaż zepchnęły notowania Brenta podczas sesji 5 maja do 58,5 USD/b – w pobliżu dołka sprzed miesiąca, poziomu najniższego od lutego 2021 r. W kolejnych dniach benchmark wrócił powyżej 60 USD/b, wsparcia udzieliły m.in. informacje o możliwym spadku wydobycia w USA z powodu niskich cen surowca. YTD Brent traci ponad 18%.

W maju notowania surowca wracają poniżej 60 USD/b pod presją rosnącego wydobycia OPEC+

Gołębie nastawienie OPEC+ skłoniło szereg graczy rynkowych do rewizji w dół prognoz średniej ceny Brenta w 2025 r. – coraz popularniejszy jest przedział

65-70 USD/b. W ankiecie Reutersa z końca kwietnia konsensus przesunął się do niecałych 69 USD/b z niemal 73 USD/b miesiąc wcześniej. Negatywną presję będą wywierały problematyczna podaż – skutek wojen handlowych – oraz zwiększenie wydobycia przez kartel. Prognozy mieszczą się w przedziale 60-80 USD/b, średnia YTD notowań Brenta przekracza 72 USD/b. Na przyszły rok konsensus spadł z 71,3 USD/b do 67,6 USD/b. Zdaniem jednego z największych graczy rynkowych cena surowca może w 2026 r. zejść do przedziału 40-50 USD/b w przypadku zwiększenia wydobycia przez OPEC+ o 2,2 mln b/d lub spowolnienia globalnej gospodarki.

Amerykański Departament Energii (EIA), w comiesięcznym raporcie ukończonym tuż przed majową decyzją kartelu, przewidywał przyspieszający w horyzoncie 2026 r. przyrost globalnych zapasów surowca. Rozluźniający się bilans rynkowy wywoła spadek ceny Brenta do 61 USD/b przed Q4'25, a średnią notowań surowca w 2026 r. sprowadzi do 59 USD/b. Tegoroczna średnia cena oczekiwana jest na poziomie niecałych 66 USD/b. Jeśli kartel będzie kontynuował gołębią politykę, a światowy popyt na ropę ugnie się pod ciężarem wojen handlowych, prognozy EIA mogą się okazać zbyt optymistyczne.

Uczestnicy rynku rewidują w dół prognozy – w odniesieniu do średniorocznej ceny Brenta popularny jest przedział 65-70 USD/b

Miedź

23 kwietnia, na poziomie 9482 USD/t, wygasło odbicie notowań benchmarku LME 3M po przecenie sprzed miesiąca. Od dołka 8105 USD/t z 7 kwietnia odreagowanie wyniosło solidne 17% za sprawą m.in. poluzowania ceł przez D. Trumpa oraz osłabienia dolara. Kwiecień kończył się jednak w minorowych nastrojach: na ostatniej sesji metal stanął o 3,3% w następstwie kiepskich danych z Chin (oficjalny PMI <50 pkt.), a cały miesiąc zamknął się najslabszym od połowy 2022 r. wynikiem -6%.

Maj przyniósł wzrost notowań miedzi w pobliże 9600 USD/t po doniesieniach o postępie w negocjacjach handlowych między USA a Chinami. Rynek wsparło poza tym zwiększone zapotrzebowanie na metal w Państwie Środka, przejawiające się pokaźnym choć sezonowym spadkiem zapasów surowca na giełdzie w Szanghaju oraz wzrostem premii importowej w Yangshan (100 USD/t, najwyżej od grudnia 2023 r.). Topnieją ponadto zapasy metalu na LME, natomiast spread 0-3M przeszedł w backwardation sugerujące napiętą podaż.

Niedoborów miedzi – przynajmniej globalnych – w przewidywalnej przyszłości nie spodziewa się branżowa organizacja International Copper Study Group. W 2025 r. bilans rynkowy ma wynieść +289 tys. ton (+95 tys. ton w porównaniu z prognozą z września ub.r.), a w przyszłym roku +209 tys. ton. Wzrost nadpodaży jest m.in. skutkiem osłabienia popytu na metal z powodu napięć handlowych, negatywnie wpływających na światową koniunkturę. Wojny celne leżą także u podstaw rewizji w dół prognoz w sondażu rynkowym Reutersa z końca kwietnia: konsensus względem średniej ceny spot w 2025 r. spadł do 9235 USD/t z 9358 USD/t oczekiwanych trzy miesiące wcześniej. W odniesieniu do przyszłego roku konsensus obsunął się z 9739 USD/t do 9681 USD/t. W 2025 r. średnia notowań miedzi LME spot wynosi 9310 USD/t, tegoroczne prognozy mieszczą się w przedziale 8708-9921 USD/t. Cena kasowa LME wzrosła YTD o ponad 9%.

Odbicie na rynku miedzi wygasa w okolicach 9500 USD/t, analitycy obniżają prognozy cenowe, inwestorzy wyczekują rezultatu negocjacji USA-Chiny

Złoto

W kwietniu metal zdrożał o 5,3% do 3288 USD/troz, notując czwarty z rzędu miesiąc wzrost. Katalizatorem aprecjacji kruszcu były wywołane przez D. Trumpa wojny celne, których skutkiem może być globalne spowolnienie gospodarcze, w

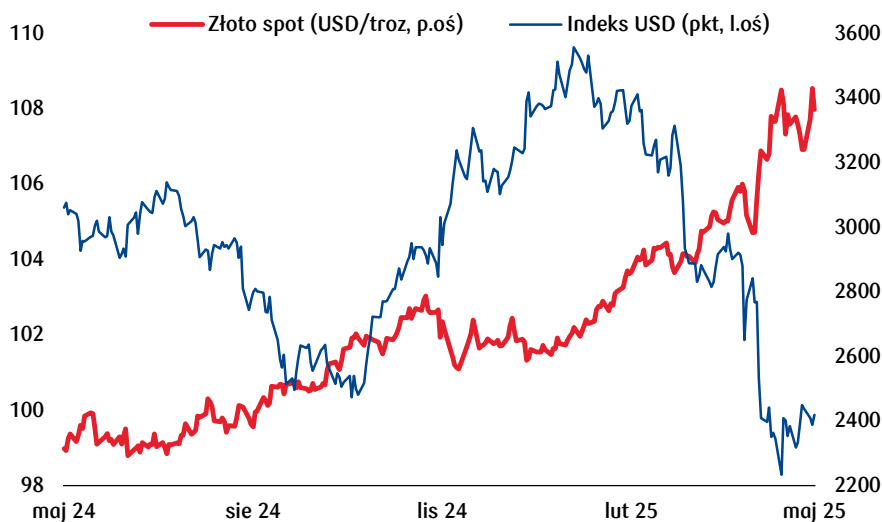
tym w USA. Rynek wsparło osłabienie amerykańskiej waluty: w kwietniu indeks USD obsunął się o 4,6%, zaś na początku trzeciej dekady ubiegłego miesiąca zszedł poniżej 98 pkt., do poziomu z marca 2022 r. Deprecjacja dolara oraz zagrożenie dla niezależności Rezerwy Federalnej ze strony D. Trumpa przyczyniły się do skoku kasowych notowań złota podczas sesji 22 kwietnia do rekordowego poziomu 3500,05 USD/troz (+18% w dwa tygodnie). Złagodzenie retoryki amerykańskiego prezydenta wobec Chin oraz prezesa Fed wywołało realizację zysków, a 1 maja notowania kruszcu ustanowiły lokalny dołek w pobliżu 3200 USD/troz (8,5% poniżej rekordu).

Zacina się trend wzrostowy po skoku notowań złota do rekordowego poziomu 3500 USD/troz

W trzeciej dekadzie kwietnia stopniały aktywa SPDR Gold Trust, zaś na giełdzie COMEX metalu ubywa od początku ubiegłego miesiąca. Zdaniem jednego z największych graczy rynkowych w przypadku recesji należy spodziewać się napływu kruszcu do ETF-ów, co wywinduje cenę złota przed końcem roku do 3880 USD/troz (scenariusz bazowy 3700 USD/troz). Według World Gold Council w Q1'25 podwyższony popyt inwestycyjny istotnie wsparł rynek kruszcu, przygasał natomiast zainteresowanie metalem ze strony banków centralnych i sektora jubilerskiego.

W pierwszych dniach maja, przed posiedzeniem Rezerwy Federalnej, notowania złota odbiły się powyżej 3400 USD/troz. Decyzja FOMC była zgodna z oczekiwaniami inwestorów – stopy pozostały na niezmiennym poziomie 4,25-4,5%, natomiast po konferencji prezesa Fed, J. Powella, która miała ostrożny wydźwięk (zwiększenie się ryzyk dla wzrostu gospodarczego i inflacji w USA), metal stanął do 3360 USD/troz.

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



Źródło: LSEG Eikon

Według ankiety Reutersa z końca kwietnia konsensus rynkowy względem średniej ceny złota w 2025 r. wzrósł do 3086 USD/troz z 2737 USD/troz przewidywanych trzy miesiące temu. Popyt na kruszec mają wspierać napięcia handlowe i odwrót inwestorów od dolara. Dla 2026 r. konsensus przesunął się z 2719 USD/troz na 3104 USD/troz. Tegoroczne przewidywania mieszczą się w przedziale 2701-3852 USD/troz, przyszłoroczne 2375-4640 USD/troz. Średnia notowań złota spot w 2025 r. wynosi 2973 USD/troz, kruszec od początku roku zdrożał o 28%.

Konsensus względem średniej ceny złota w 2025 r. przekracza 3000 USD/troz, dla 2026 r. rośnie powyżej 3100 USD/troz

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 wydziałem 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.