

- Ropa kontynuuje trend boczny w przedziale 65-70 USD/b
- Miedź najdroższa od ponad roku z powodu problemów podażowych
- Złoto w pobliżu 3800 USD/troz, pada kolejny rekord notowań

Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

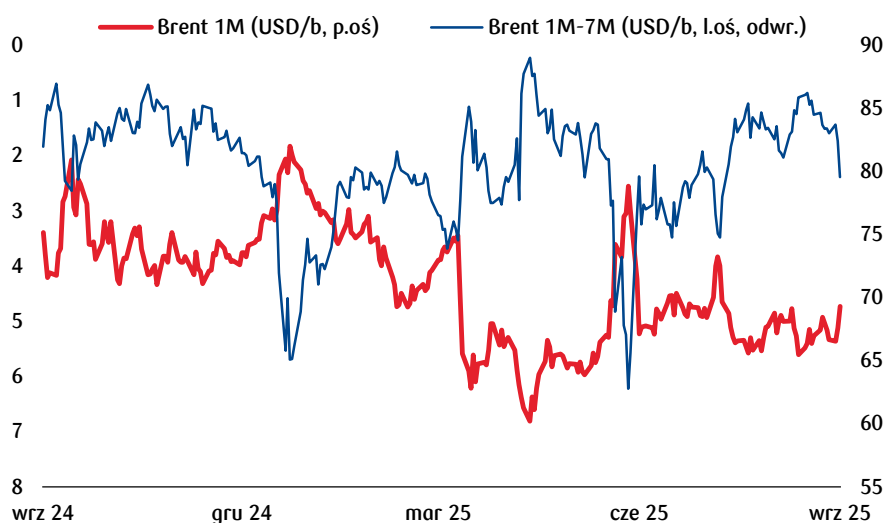
Ropa naftowa

Od ponad miesiąca notowania Brenta 1M oscylują w przedziale 65-69,5 USD/b. W połowie września podjęty kolejną, nieudaną próbę wybicia powyżej bariery 66-68 USD/b, gdzie przebiegają średnie kroczące: 50- i 100-dniowa. Do aprecjacji surowca przyczyniły się ukraińskie ataki na rosyjskie instalacje naftowe, które według niektórych obliczeń ograniczyły w sierpniu i wrześniu przerób ropy w Rosji o 300 tys. b/d.

Rynek przejściowo ostudziła perspektywa nadpodaży. Zdaniem Międzynarodowej Agencji Energetycznej w drugiej połowie 2025 r. globalne zapasy surowca będą rosły w tempie 2,5 mln b/d. W przyszłym roku agencja spodziewa się nadmiaru surowca rzędu 3,3 mln b/d z powodu znacznego wzrostu wydobywania (w gronie OPEC+ i poza grupą) przy ograniczonym zapotrzebowaniu. 24 września znów górę wzięły obawy o dostawy z Rosji, gdzie po ukraińskich atakach narastają problemy z zaopatrzeniem w paliwa. Brent wrócił powyżej 69 USD/b, częściowo także za sprawą danych z USA, donoszących o spadku zapasów ropy, benzyny i diesla. Ewentualne zaostrenie sankcji na Rosję (oraz wprowadzenie przez Unię Europejską wtórnych ceł na Indie i Chiny) dodatkowo wspiera rynek. Głośniej się ostatnio zrobiło o skoku w 2025 r. zapasów ropy w Chinach, amortyzującym wzrost produkcji surowca.

Brent nadal w trendzie bocznym 65-70 USD/b, ryzyko spadku dostaw surowca z Rosji wspiera notowania ropy

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



Źródło: LSEG Workspace

Przez minione dwa tygodnie część większych graczy rynkowych pozostawiła prognozy cenowe bez zmian. Osłabienie notowań ropy z powodu rosnącej globalnie nadpodaży jest dość powszechnym scenariuszem, średnia notowań Brenta w 2026 r. przewidywana jest w przedziale 56-66 USD/b. Autor najbardziej

Perspektywa długoterminowej nadpodaży ciąży rynkowi surowca

niedźwiedziej prognozy widzi jednak ryzyka cenowe do góry z powodu m.in. możliwej utraty części dostaw z Rosji.

Miedź

Słabnący dolar i optymizm wywołany przez porozumienie USA – Chiny w kwestii TikToka wywindowały notowania benchmarku LME 3M podczas sesji 15 września do 10192,5 USD/t, poziomu najwyższego od 15 miesięcy. Realizacja zysków oraz spadek apetytu Państwa Środka na surowiec spowodowały w kolejnych dniach cenę miedzi poniżej 10 tys. USD/t.

Na początku trzeciej dekady września rynek wspierały zakłócenia podażowe w Indonezji i Chile oraz topniejące zapasy na LME (contango 0-3M nie sugerowało jednak problemów z zaopatrzeniem). Inwestorzy oczekiwali ożywienia zapotrzebowania na metal w Chinach przed przerwą świąteczną 1-8 października. Opinie ważniejszych uczestników rynku odnośnie do perspektyw rynkowych były podzielone. Pojawiały się prognozy wzrostu ceny surowca do 12 tys. USD/t w horyzoncie 6-12M dzięki silnemu popytowi (za sprawą m.in. transformacji energetycznej i rozwoju AI) w otoczeniu gołębiego Fedu i dobrej globalnie koniunktury. Z drugiej strony niektórzy przewidywali spadek średnich notowań miedzi w 2026 r. w okolicie 9150 USD/t z powodu nadwyżki na rynku metalu i spowolnienia światowego wzrostu gospodarczego wskutek amerykańskich ceł.

Sesja z 24 września wsparła bycze scenariusze – benchmark LME 3M ustanowił tegoroczny szczyt na poziomie 10364 USD/t i zdrożał d/d o 3,6%. Skok notowań surowca wywołało wstrzymanie przez Freeport-McMoRan Inc. dostaw miedzi z kopalni Grasberg (nr 2 na świecie) wskutek siły wyższej. Indonezyjski zakład zawiesił działalność po wypadku z 8 września (dwóch górników zginęło, pięciu jest uwięzionych). Freeport wstępnie szacuje, że w 2026 r. spadek produkcji może wynieść 35%, a wydobywanie w zakładzie będzie stopniowo wznowiane w pierwszej połowie roku. Produkcja miedzi w kopalni Grasberg przekroczyła w 2024 r. 800 tys. ton i stanowiła około 3% światowej podaży rafinowanego metalu. Problemy Freeport wywołały przyknięcie krótkich pozycji przez inwestorów (co dodatkowo podbiło cenę surowca) oraz skutkowało spadkiem contango 0-3M na LME z ponad 75 USD/t w pobliżu 30 USD/t. Wydarzenia w Indonezji wywołują napięcia podażowe, lecz globalny deficyt surowca nie jest przesądzony.

Oslabienie dolara i poprawa nastrojów rynkowych wspierają rynek miedzi w połowie września

Problemy z wydobywaniem metalu w drugiej największej kopalni na świecie posyła notowania surowca w pobliżu 10400 USD/t

Złoto

Na początku drugiej dekady września kasowe notowania kruszcu oscylowały wokół 3650 USD/troz. W przededniu decyzji FOMC, zanim metal naruszył poziom 3700 USD/troz, pojawiały się opinie, że rynek już zdyskontował oczekiwany przez inwestorów spadek stóp Fed o 25 pb.

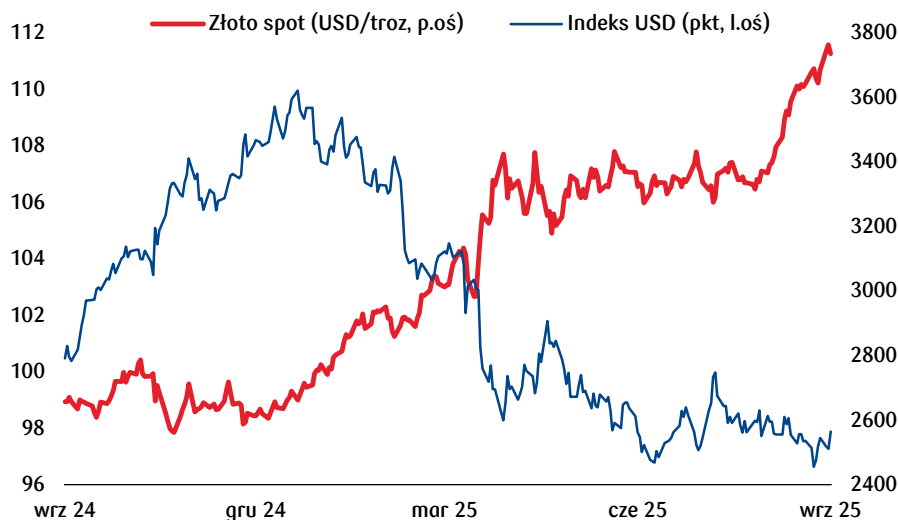
17 września, po obniżeniu przez Rezerwę Federalną stóp procentowych o 25 pb do przedziału 4-4,25%, cena złota ustanowiła rekord powyżej 3707 USD/troz. Przez kolejne dwie sesje negatywną presję wywierał umacniający się dolar, lecz w trzeciej dekadzie miesiąca do głosu doszły oczekiwania kolejnych cięć stóp procentowych w USA i na ich bazie notowania metalu ustanowiły 23 września rekord na poziomie 3790,8 USD/troz. MtD złoto zyskuje 8,4%, natomiast indeks dolara jest na symbolicznym plusie.

Członkowie Rezerwy przewidują jeszcze dwie obniżki stóp procentowych o 25 pb w tym roku – jedną więcej niż w czerwcu. Na lata 2026-27 prognozują po jednej obniżce o 25 pb. W horyzoncie końca bieżącego roku rynek Fed Funds futures wycenia identyczny scenariusz, lecz do grudnia 2026 r. jest bardziej gołębi od

Kruszec, antycypując gołębi Fed, ustanawia rekord powyżej 3700 USD/troz; po decyzji FOMC drożeje w pobliżu 3800 USD/troz

Fed – oczekiwana skala obniżek przekracza 100 pb. Na dalszy plan zeszły uwagi prezesa Fed, J. Powella, że wyższa inflacja wciąż jest zagrożeniem, a decyzje w sprawie stóp będą podejmowane z posiedzenia na posiedzenie

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



Źródło: LSEG Workspace

Popytową stronę rynku złota wspierają ETFy i banki centralne (m.in. w ramach dywersyfikacji rezerw dolarowych). Aktywa SPDR Gold Trust po raz pierwszy od kwietnia 2022 r. przekroczyły 1000 ton, natomiast Ludowy Bank Chin zachęcał banki centralne z przyjaznych państw do zakupu kruszcu poprzez giełdę w Szanghaju i przechowywania go w Państwie Środka. Pojawiają się co prawda ostrzeżenia przed ryzykiem korekty z powodu silnego wykupienia złota (RSI powyżej 70 pkt), lecz optymizmu wśród inwestorów wciąż nie brakuje. Jeden z istotniejszych graczy rynkowych jeszcze przed posiedzeniem FOMC podniósł prognozę średniej ceny metalu w przyszłym roku z 3700 USD/troz do 4 tys. USD/troz zakładając m.in. osłabienie dolara i solidny apetyt banków centralnych na kruszec. Inny przewiduje podwyższoną stopę zwrotu na rynku złota na wczesnym etapie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w USA, z dodatkowym wsparciem ze strony napięć geopolitycznych.

Perspektywa dalszych obniżek stóp procentowych w USA napędza aprecjację metalu, popytową stronę rynku wspierają m.in. ETFy i banki centralne

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

PKO Bank Polski S.A.

ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa

t: 22 580 32 39

Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

mariusz.adamiak@pkobp.pl

Rynek Stopy Procentowej

dr Mirosław Budzicki

Tomasz Marek

dr Sławomir Bembenik

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

tomasz.marek@pkobp.pl

slawomir.bembenik@pkobp.pl

Rynek Walutowy

Andrzej Kiedrowicz

Tomasz Marek

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

tomasz.marek@pkobp.pl

Rynek Surowcowy

Tomasz Niewiński

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.