

Surowce – komentarz rynkowy

Analizy Rynkowe

4 grudnia 2025



Centrum
Analiz

W SKRÓCIE:

- Spadek notowań ropy z powodu rozmów pokojowych w sprawie Ukrainy
- Napięcia podażowe windują cenę miedzi do rekordowego poziomu
- Złoto drożeje w ślad za rosnącymi szansami na obniżkę stóp Fed

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

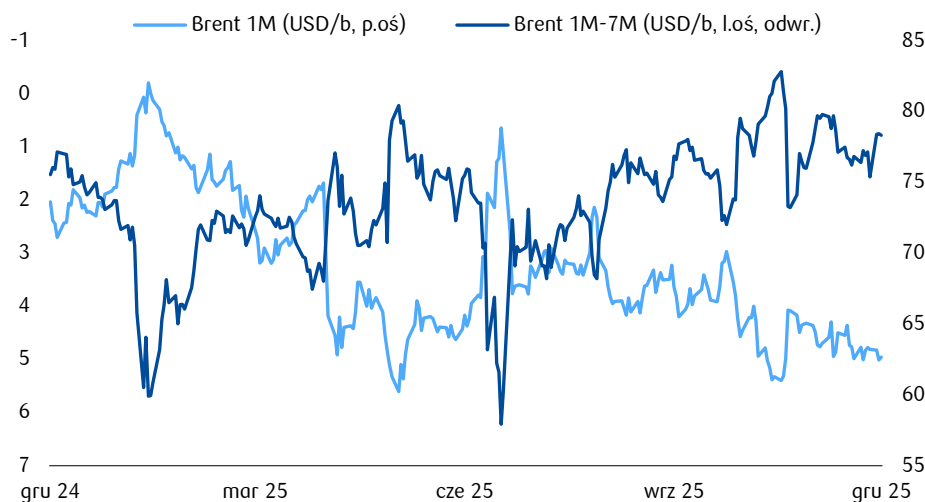
ROPA NAFTOWA

W trzeciej dekadzie listopada pasmo konsolidacji notowań surowca przesunęło się w dół o około 2 dolary do przedziału 61,6-63,8 USD/b. Powodem osłabienia były wznowione przez USA wysiłki pokojowe w sprawie Ukrainy, które – w przypadku powodzenia – mogą skutkować zniesieniem sankcji na Kreml. Ewentualna poprawa dostępności rosyjskiej ropy może się przyczynić do wzrostu globalnej nadwyżki surowca. Listopad zamknął się wynikiem -2,9% m/m; czwartym z rzędu spadkiem ceny Brenta w ujęciu miesięcznym.

Symbolicznie wsparło rynek posiedzenie OPEC+ z 30 listopada. Kartel podtrzymał plan niewielkiego zwiększenia wydobycia w grudniu (+137 tys. b/d) i niezmienną produkcję ropy w 1q26. Na początku miesiąca stabilizatorami notowań Brenta były napięcia na linii USA-Wenezuela oraz ograniczona podaż surowca z Kazachstanu wskutek ukraińskiego ataku na rosyjski terminal nad Morzem Czarnym. Wizyta amerykańskich negocjatorów w Moskwie z 3 grudnia nie przyniosła natomiast przełomu. Spready kalendarzowe w horyzoncie 12M są w backwardation sugerującym nieco napięty rynek surowca.

Wznowienie rozmów w sprawie Ukrainy osłabia rynek ropy, Brent oscyluje w przedziale 61-64 USD/b

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



Źródło: LSEG Workspace

W comiesięcznej ankiecie rynkowej Reutersa konsensus względem średniej ceny Brenta w 2026 przesunął się z 63,2 USD/b do 62,2 USD/b. Prognozy 31 analityków mieszczą się w zakresie 55-68 USD/b. Szacunek nadwyżki rynkowej wzrósł z przedziału 0,2-3 mln b/d do 0,5-4,2 mln b/d. Niepewność będą generowały napięcia geopolityczne i strategia OPEC+. W przypadku porozumienia pokojowego Rosja-Ukraina niektórzy uczestnicy rynku spodziewają się spadku notowań Brenta od 4 do 5 dolarów. Z kolei ewentualna interwencja kartelu – redukcja wydobycia –

Analitycy w 2026 spodziewają się osłabienia notowań surowca z powodu nadpodaży

jest prawdopodobna przy zejściu ceny ropy na dłuższy czas poniżej 55 USD/b. W 2025 Brent kosztuje średnio 68,7 USD/b.

MIEDŹ

Po październikowym rekordzie notowań benchmarku LME 3M (11200 USD/t) listopad przyniósł uspokojenie na rynku metalu. Był to jednak czwarty z rzędu miesiąc wzrostów ceny surowca – tym razem o 2,8% m/m do 11189 USD/t. 28 listopada benchmark nieco poprawił historyczny szczyt, wsparty silnym popytem na surowiec w USA oraz zapowiedzią obniżenia produkcji metalu w 2026 przez czołowe chińskie huty o ponad 10%. Wytwórcy zamierzają w ten sposób walczyć z negatywnymi marżami TC/RC, które są pochodną napiętej podaży surowca i wzrostu mocy produkcyjnych w Państwie Środka.

Podczas sesji 3 grudnia miedź zdrożała do rekordowych 11540 USD/t. Do skoku notowań przyczynił się pokaźny, przekraczający 50 tys. ton, ubytek dostępnej miedzi (live warrants) z magazynów LME. Na pogarszającą się dostępność metalu wskazywał spread 0-3M na londyńskiej giełdzie, który w trzeciej dekadzie listopada przeszedł w backwardation, sięgające aktualnie 90 USD/t (rekord z 2021 powyżej 1100 USD/t). W magazynach LME znajduje się 105 tys. ton surowca, najmniej od lipca br.

Zdaniem niektórych uczestników rynku notowania miedzi mogą kontynuować wzrost w kierunku 12 tys. USD/t. Przybywa byczych, długoterminowych prognoz cenowych, np. do 13 tys. USD/t w horyzoncie grudnia przyszłego roku. W odniesieniu do 1h26 przewidywany jest wzrost notowań miedzi do 12,5 tys. USD/t oraz średnia cena na poziomie 10710 USD/t. Pojawiają się opinie, że po nadwyżce surowca z 2025 należy w przyszłym roku oczekiwać zbilansowanego rynku z powodu ograniczonej podaży metalu oraz strukturalnego popytu związanego z transformacją energetyczną. W 1h26 dodatkowym, pozytywnym katalizatorem rynkowym może być zwiększone zapotrzebowanie na miedź w USA w związku z ewentualnym cłem na import surowca.

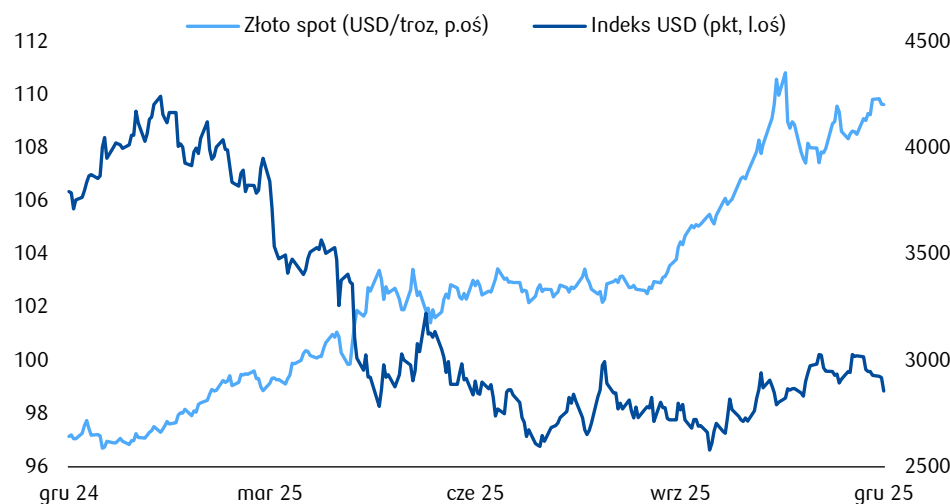
Cena miedzi ustanawia rekord powyżej 11,5 tys. USD/t z powodu napiętej podaży surowca i planu zmniejszenia produkcji przez chińskie huty; możliwa dalsza aprecjacja metalu

ZŁOTO

Kruszec w listopadzie zdrożał o 5,7% m/m do 4230 USD/troz, notując czwarty z rzędu miesiąc wzrostów. Skokiem o 16% m/m pobiło je srebro, które podczas ostatniej sesji listopada ustanowiło rekord cenowy na poziomie 56,5 USD/troz. W pierwszych dniach grudnia go poprawiło – nowy wynosi niemal 59 USD/troz.

Listopad czwartym z rzędu miesiącem aprecjacji złota, kruszec drożeje w ślad za rosnącymi szansami na obniżkę stóp Fed w grudniu

Wykres 2 – Cena złota vs. wartość dolara wobec koszyka głównych walut



Źródło: LSEG Workspace

W ubiegłym miesiącu symbolicznie osłabił się dolar, lecz głównym katalizatorem aprecjacji złota był wzrost szans na obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Według CME FedWatch jeszcze w drugiej dekadzie listopada prawdopodobieństwo redukcji przez FOMC stóp na posiedzeniu 10 grudnia wynosiło 30%. Słabsze dane makro z USA i gołębnie wypowiedzi członków Rezerwy Federalnej wywindowały je pod koniec ubiegłego miesiąca do 87%. W pierwszych dniach grudnia szanse bliskiego spadku stóp Fed pozostały podwyższone, a notowania złota poruszały się w przedziale 4162-4264 USD/troz.

Kolejni uczestnicy rynku z Wall Street pozytywnie postrzegają długoterminowe perspektywy złota – w odniesieniu do przyszłego roku pojawiły się prognozy średniej ceny kruszcu w przedziale 4450-4750 USD/troz. Poziom 5 tys. USD/troz może zostać osiągnięty w 4q26, a w odniesieniu do 2027 przewidywany jest wzrost ceny metalu do 5150 USD/troz. Popyt na kruszec mają generować banki centralne i ETF-y. Zagrożeniem dla byczych scenariuszy może być polityka pieniężna Fed – do końca kadencji J. Powella w maju przyszłego roku najprawdopodobniej ostrożna. Poziomy wsparć na rynku złota wskazywane są w przedziale 3700-3900 USD/troz.

Część uczestników rynku przewiduje w przyszłym roku wzrost ceny metalu do 5 tys. USD/troz, wsparcia w przypadku ewentualnego osłabienia w przedziale 3700-3900 USD/troz

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Materiał został ukończony 3 grudnia 2025.

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. Świętokrzyska 36, 00-116 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.