

W SKRÓCIE:

- Ropa najdroższa od miesiący z powodu wzrostu napięcia USA-Iran
- Korekta na rynkach miedzi i złota po rekordach cenowych

Biuro Strategii Rynkowych

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

Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

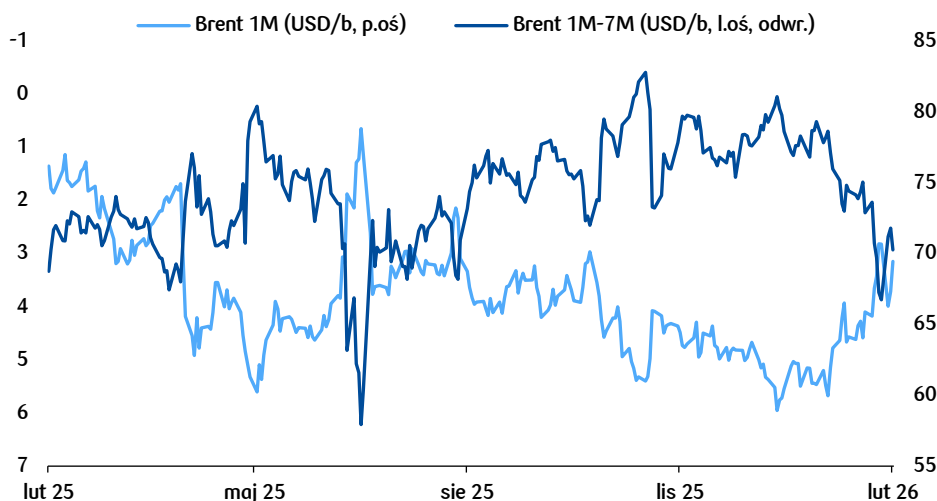
ROPA NAFTOWA

Escalacja napięcia na linii USA-Iran wywindowała notowania surowca 29 stycznia do 71,9 USD/b – poziomu najwyższego od sierpnia ub.r. Wzrosła premia za ryzyko geopolityczne (szacowana na 6-7 USD/b) w związku z ewentualnym atakiem Stanów Zjednoczonych, który zdaniem D. Trumpa miałby stworzyć warunki do „zmiany reżimu”. Gdyby Iran odpowiedział blokadą cieśniny Ormuz, zagrożone byłyby dostawy ok. 20 mln b/d ropy i paliw, zaspokajające 20% globalnego popytu. Styczeń na rynku Brenta zamknął się wynikiem +16%, przerywając pięciomiesięczną passę spadkową.

Powrót USA i Iranu do stołu rozmów sprowadził notowania ropy na początku lutego w pobliże 65 USD/b, gdzie technicznego wsparcia udzieliła 200-dniowa średnia krocząca. Napięcie geopolityczne nie zanikło (m.in. na Morzu Arabskim Amerykanie zestrzelili irańskiego drona) i podczas sesji 4 lutego cena Brenta zbliżyła się do 70 USD/b. Rozmowy USA-Iran zaplanowane są na 6 lutego i mają objąć m.in. kwestię nuklearnego programu Teheranu.

Tarcia na linii USA-Iran windują Brenta w pobliże 72 USD/b, cena surowca rośnie w styczniu po pięciu z rzędu spadkowych miesiącach

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



Źródło: LSEG Workspace

Lokalne napięcia geopolityczne oraz zakłócenia podażowe w Wenezueli, Kazachstanie i Stanach Zjednoczonych skłoniły niektórych uczestników rynku do podwyżki średnioterminowych prognoz ceny Brenta, np. w odniesieniu do 1q26 z 57,5 USD/b do 62,5 USD/b. Część graczy wciąż jednak spodziewa się, że w odleglejszym terminie górę weźmie nadpodaż surowca i notowania obsuną się poniżej bariery 60 USD/b.

W ankiecie rynkowej Reutersa z końca stycznia konsensus względem średniej ceny Brenta w 2026 wyniósł 62 USD/b wobec 61,3 USD/b miesiąc wcześniej. Prognozy mieszczą się w przedziale 54,7-70,5 USD/b. Nadwyżka rynkowa szacowana jest na

Skok notowań ropy na bazie napięć geopolitycznych może być przejściowy, część uczestników rynku przewiduje deprecjację Brenta z powodu nadpodaży surowca

0,75-3 mln b/d. Zagadką są dalsze plany OPEC+, który na początku lutego postanowił – zgodnie z oczekiwaniami – nie zmieniać wydobycia w marcu, lecz sprawa limitów produkcji po 1q26 pozostaje otwarta.

MIEDŹ

Po rekordach cenowych w okolicach 13400 USD/t z pierwszej połowy stycznia rynek nieco się uspokoił, a notowania metalu na początku trzeciej dekady miesiąca spadły w pobliże 12600 USD/t. Negatywną presję wywarły rosnące zapasy surowca na LME i powrót contango w horyzoncie 0-3M, sugerujące poprawę dostępności metalu. Podczas sesji 29 stycznia cena benchmarku LME 3M wystrzeliła do rekordowych 14527,5 USD/t; skok intraday wyniósł 11% – najwięcej od ponad 15 lat. Rynki metali przemysłowych i szlachetnych załapała fala spekulacyjnych pieniędzy, których gwałtowny odpływ podczas kolejnych dwóch sesji sprowadził notowania miedzi do niemal 12400 USD/t. Korekta od niedawnego szczytu przekroczyła 14%. Jednym z katalizatorów przeceny było umocnienie dolara w następstwie wskazania K. Warsha przez D. Trumpa jako kolejnego szefa Fed. 3 lutego, dzięki wyhamowaniu aprecjacji amerykańskiej waluty, miedź wróciła powyżej 13000 USD/t; YTD metal zyskuje 5%. Nastroje rynkowe dodatkowo poprawiły oznaki ożywienia apetytu Chin na surowiec (odbicie premii importowej w Yangshan) oraz plany zwiększenia strategicznych zapasów metalu przez Państwo Środka. W dalszej części miesiąca rynek może się nieco uspokoić – od wieczornej sesji 13 lutego do 23 lutego SHFE będzie zamknięta z powodu noworocznej przerwy świątecznej.

Pojawiły się opinie, że wywindowane notowania surowca nie odzwierciedlają fundamentów rynkowych – zdaniem niektórych analityków bardziej adekwatna byłaby cena miedzi poniżej 13 tys. USD/t, a nawet 11 tys. USD/t. Według ankiety Reutersa z końca stycznia średnia cena metalu spot w 2026 wyniesie 11970 USD/t, przewidywania mieszczą się w przedziale 10233-13250 USD/t. We wcześniejszym sondażu sprzed 3 miesięcy konsensus wynosił 10408 USD/t. Choć zapasy miedzi na trzech głównych giełdach rosną, ankietowani przez Reutersa specjaliści rynkowi podnieśli szacunek deficytu surowca w 2026 ze 150 tys. ton do 240 tys. ton. Także chilijski nadzorca branżowy Cochilco zrewidował do góry prognozę przeciętnej ceny metalu w 2026 – z 4,55 USD/lb (10031 USD/t) do 4,95 USD/lb (10913 USD/t). W przyszłym roku agencja spodziewa się średniej ceny surowca na poziomie 5 USD/lb, czyli 11023 USD/t.

ZŁOTO

29 stycznia notowania kruszcu spot wzrosły do rekordowych 5594,8 USD/troz. Skok ceny metalu był następstwem eskalacji napięć politycznych, osłabienia dolara oraz oczekiwanych w dalszej części roku obniżek stóp Fed. Ryzyko zbrojnej interwencji USA w Iranie oraz agresywna retoryka D. Trumpa w kontekście starań o pozyskanie Grenlandii zwiększyły zainteresowanie złotem, postrzeganym jako bezpieczna przystań. W ślad za kruszczem podążyły inne metale szlachetne – srebro ustanowiło rekord cenowy na poziomie 121,6 USD/troz. Od początku roku do absolutnych szczytów złoto zyskało 30%, a srebro 71%.

Decyzja FOMC z 28 stycznia była non-eventem choć powinna ostudzić byczy nastrój na rynku złota. Stopa *Fed funds*, jako oczekiwano, pozostała w przedziale 3,5-3,75%, jednak w ocenie J. Powella, szefa Fed, kondycja amerykańskiej gospodarki jest solidna, a ryzyka inflacyjne oraz bezrobocia zmniejszyły się, co teoretycznie odsuwa perspektywę obniżek stóp procentowych.

Katalizatorem korekty na rynkach metali szlachetnych okazało się umocnienie dolara po ogłoszeniu K. Warsha kolejnym prezesem Rezerwy Federalnej (kadencja

Podwyższona zmienność na rynkach metali m.in. za sprawą dolara – po rekordzie notowań miedzi powyżej 14500 USD/t błyskawicznie nadchodzi korekta

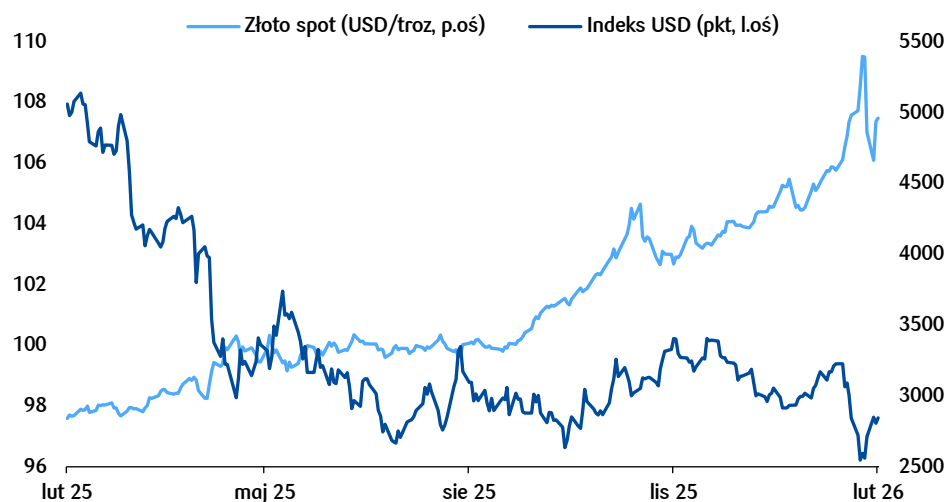
Fundamenty rynkowe mogą nie uzasadniać wywindowanych notowań surowca, w ankiecie Reutersa konsensus średniorocznej ceny spot sięga 12 tys. USD/t

Kruszec ustanawia rekord notowań w pobliżu 5600 USD/troz, umocnienie dolara i działania CME studzą rynki metali szlachetnych

J. Powella mija w maju). Według analityków faworyt D. Trumpa nie jest ewidentnym gołębiem, poza tym może ograniczyć bilans Fed. 30 stycznia złoto straciło 9,8%, najwięcej od 1983, a srebro d/d tąpnęło o rekordowe 27%. 2 lutego, po naruszeniu 50-dniowej średniej kroczącej, notowania żółtego metalu ustanowiły lokalny dołek na poziomie 4403 USD/troz; przecena od rekordu przekroczyła 21%. Wypzedaż spotęgowało podwyższenie wymagań depozytowych przez CME. Odbicie z 3 lutego o +6% d/d było najsilniejsze od 2008 i wywindowało notowania kruszcu w pobliże 5 tys. USD/troz. Zdaniem części uczestników rynku z Wall Street korekta nie unieważnia aprecjacyjnego trendu złota, w odniesieniu do 2026 pojawiają się prognozy cenowe w przedziale 6000-6300 USD/troz. Uspokojenie rynku na obniżonym poziomie może być magnesem dla długoterminowych, strategicznych inwestorów. W 2026 kruszec zdrożał o 15%

Mimo korekty nie brakuje uczestników rynku przewidujących w 2026 dalszą aprecjację metalu i przekroczenie poziomu 6 tys. USD/troz, w ankiecie Reutersa tegoroczny konsensus cenowy sięga 4900 USD/troz

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



Źródło: LSEG Workspace

W opublikowanej 4 lutego ankiecie rynkowej Reutersa przewidywania 30 analityków względem średniej ceny złota w 2026 mieściły się w przedziale 4275-6709 USD/troz. Konsensus wyniósł 4897 USD/troz wobec 4191 USD/troz prognozowanych w poprzednim sondażu z końca października ub.r. Zdaniem analityków rynek kruszcu będą nadal wspierały m.in. ryzyka geopolityczne, popyt banków centralnych na metal, obawy o niezależność Fed, rosnące zadłużenie USA, tarcia handlowe i dedolaryzacja.

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 4 lutego 2026.

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. 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.