

Surowce – komentarz rynkowy

Analizy Rynkowe

19 lutego 2026



Centrum
Analiz

W SKRÓCIE:

- Nerwowo na rynku ropy, relacje USA-Iran w centrum uwagi inwestorów
- Uspokojenie notowań miedzi i złota

Biuro Strategii Rynkowych

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

Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

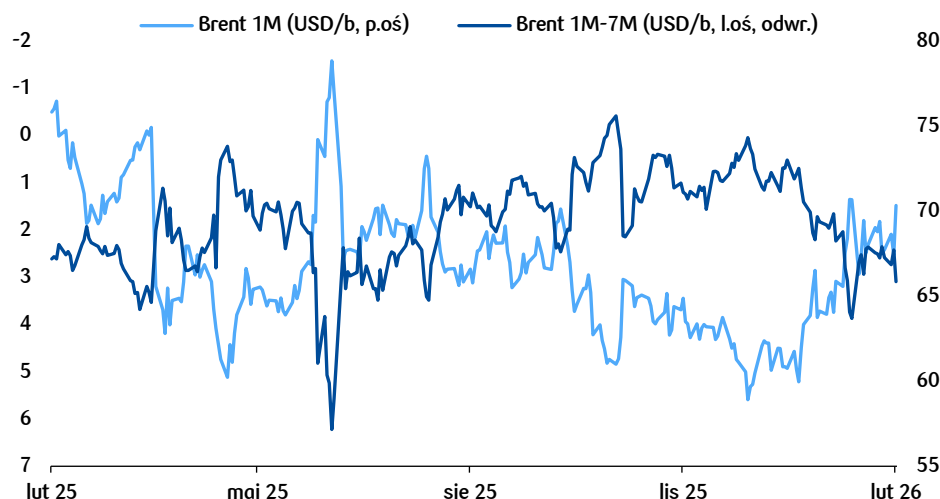
ROPA NAFTOWA

W lutym notowania Brenta oscylują w przedziale 65,2-70,7 USD/b. Cena surowca porusza się ostatnio w rytm doniesień o zmianach temperatury relacji USA-Iran. 11 lutego Brent ustanowił lokalny szczyt, wsparty groźbą wysłania drugiego lotniskowca na Bliski Wschód przez D. Trumpa w przypadku braku porozumienia z Teheranem. Osłabienie notowań ropy w drugiej dekadzie lutego traciło impet poniżej 67 USD/b, progres w negocjacjach USA-Iran był niewielki. 18 lutego Brent dynamicznie przebił barierę 70 USD/b (+4,4% d/d) z powodu ogłoszenia przez Teheran wspólnych z Rosją manewrów morskich w Zatoce Omańskiej i na północnym Oceanie Indyjskim. Nerwowość inwestorów dodatkowo zwiększyło fiasko rozmów ukraińsko-rosyjskich.

W horyzoncie roku na papierowym rynku Brenta utrzymuje się podwyższone backwardation. Sytuacji nie złagodziła wiadomość, że wydobywanie z kazachskiego pola Tengiz stopniowo wraca do normy. 18 stycznia produkcja została zawieszona z powodu pożaru. Na początku ubiegłego roku Tengiz wydobywał 900 tys. b/d ropy.

Notowania Brenta utrzymują się na podwyższonym poziomie, w pobliżu 70 USD/b, z powodu ryzyka konfliktu USA-Iran

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



Źródło: LSEG Workspace

Także doniesienia Reutersa, że OPEC+ może od kwietnia wznowić zwiększanie produkcji surowca przeszły bez echa. Zdaniem jednego z większych graczy rynkowych w przypadku utrzymania się napięcia geopolitycznego i notowań Brenta w przedziale 65-70 USD/b kartel prawdopodobnie zdecyduje się podnieść wydobywanie ropy. W bazowym scenariuszu oczekiwane są porozumienia USA-Iran i Ukraina-Rosja przed latem tego roku, czego efektem ma być spadek notowań Brenta do 60-62 USD/b. Zwłaszcza ewentualna eskalacja Waszyngton-Teheran wydaje się niepożądana przez żadną ze stron, w przypadku D. Trumpa z powodu ryzyka wzrostu cen energii w razie blokady cieśniny Ormuz przez Iran.

Niektórzy uczestnicy rynku przewidują spadek napięć geopolitycznych i deprecjację surowca, uwagę inwestorów może ponownie przykuć kwestia nadpodaży ropy

Znacznej nadpodaży surowca w 2026 nadal spodziewa się Międzynarodowa Agencja Energetyczna – wg lutowego raportu rządu 3,7 mln b/d. Kpler szacuje globalną górkę ropy w 1q26 na 2,2 mln b/d oraz 1,5-1,6 mln b/d uwzględniając chińskie zakupy na zapasy. Mimo podwyższonych cen surowca i krótkoterminowych zakłóceń podażowych Departament Energii USA (EIA) oczekuje przyrostu światowych zapasów ropy, a w ich następstwie zejścia średniej ceny Brenta spot do 58 USD/b w 2026 i 53 USD/b w 2027. W styczniu roczne prognozy cenowe EIA wynosiły odpowiednio 56 USD/b oraz 54 USD/b.

MIEDŹ

Końcówka pierwszej dekady lutego przyniosła odreagowanie i stabilizację notowań metalu nad poziomem 13 tys. USD/t, częściowo za sprawą słabszego dolara. W drugiej połowie miesiąca indeks USD się odbił, a negatywną presję w otoczeniu słabego popytu (m.in. z powodu noworocznych świąt w Chinach) zaczęły wywierać czynniki stricte rynkowe. Podczas sesji 17 lutego cena miedzi ustanowiła lokalny dołek na poziomie 12583 USD/t, lecz wsparcia udzieliła 50-dniowa średnia krocząca przebiegająca powyżej 12600 USD/t.

Poprawę zaopatrzenia w surowiec sugerują zapasy na LME, które od początku roku skoczyły o ponad połowę i sięgają 225 tys. ton (zdecydowaną większość stanowi dostępny metal, *live warrants*). Contango 0-3M ostatnio regularnie przekracza 100 USD/t – poziom w 2025 charakterystyczny dla notowań benchmarku poniżej 10 tys. USD/t. Suma zapasów na trzech głównych giełdach – LME, COMEX i SHFE – po raz pierwszy od ponad 20 lat przekroczyła 1 mln ton. Dla porównania, w 2025 świat najprawdopodobniej zużył ponad 28 mln ton metalu.

Traderzy liczą na ożywienie popytu w Chinach od marca, gdy sezonowe odbicie zazwyczaj notuje premia importowa w Yangshan. Testem siły lokalnego rynku będzie poziom zapasów w Szanghaju, które aktualnie, jak na luty, są nietypowo wysokie. Jeden z ważniejszych graczy z Wall Street widzi ryzyka do góry dla swojej prognozy ceny surowca 11200 USD/t w 4q26. Prognozowaną na 300 tys. ton tegoroczną nadwyżkę metalu mogą zniwelować strategiczne zakupy USA i Chin. W celu zbudowania zapasów na dodatkowe 60 dni sumaryczne zapotrzebowanie ze strony obu państw wyniosłoby natomiast ok. 1 mln ton surowca.

ZŁOTO

Rynek uspokoił się po burzliwym przełomie stycznia, gdy cena kruszcu skoczyła do rekordowych 5595 USD/troz, a dwie sesje później spadła w pobliże 4400 USD/troz. Głęboka, przekraczająca 21% korekta pobudziła zainteresowanie metalem – już 4 lutego złoto wróciło powyżej 5 tys. USD/troz, a 11 lutego ustanowiło lokalny szczyt na poziomie 5118 USD/troz, notując od niedawnego dołka odbicie o ponad 16%. Rynek kruszcu wsparło przejściowe osłabienie dolara m.in. w następstwie zaleceń banku centralnego i nadzorcy Państwa Środka, aby chińskie instytucje finansowe ograniczyły ekspozycję na amerykańskie obligacje rządowe w związku z ryzykiem koncentracji oraz zmiennością rynkową.

Odbicie „zielonego” i przejściowy spadek napięcia geopolitycznego w związku z negocjacjami USA-Iran oraz Ukraina-Rosja sprowadziły 17 lutego cenę złota poniżej 4850 USD/troz. Do 23 lutego, z powodu noworocznego święta, może brakować wsparcia popytowego ze strony azjatyckich inwestorów (np. chiński bank centralny kupował w styczniu metal 15. miesiąc z rzędu). Od początku roku ewidentnie spadły zapasy kruszcu na amerykańskiej giełdzie COMEX, ostatnio ubywa też złota w SPDR Gold Trust – liderze sektora fizycznie zabezpieczonych ETF-ów. Negatywną presję wywiera m.in. oddalająca się perspektywa obniżek stóp procentowych w USA: wg FedWatch miesiąc temu prawdopodobieństwo redukcji

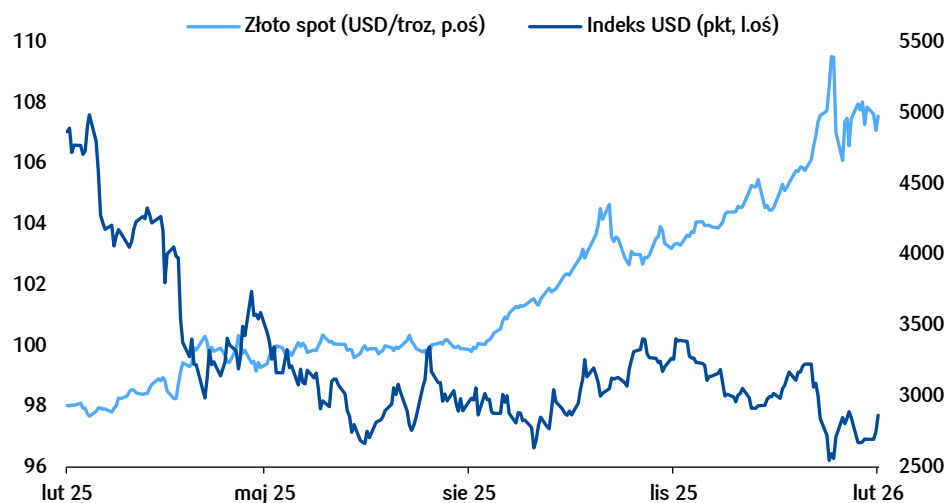
Cena miedzi schodzi poniżej 13 tys. USD/t; rynkowi ciężą m.in. rosnące, giełdowe zapasy surowca oraz okresowy spadek popytu na metal

W średnim terminie możliwe ożywienie zapotrzebowania na miedź, strategiczne zakupy metalu przez USA i Chiny mogą napiąć bilans na rynku fizycznym

Notowania złota oscylują wokół 5 tys. USD/troz, głównymi katalizatorami ruchów rynkowych dolar i geopolityka

o 25pb w marcu przekraczało 20%, podczas gdy aktualnie wynosi niecałe 8%. Najbliższa obniżka stóp Fed oczekiwana jest w czerwcu br.

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



Źródło: LSEG Workspace

Część graczy z Wall Street spodziewa się powrotu notowań metalu do trendu wzrostowego. Jeden z istotniejszych uczestników rynku podniósł prognozę dla 2q26 z 5400 USD/troz do 5800 USD/troz. Pojawiają się opinie, że w przypadku postępującej dywersyfikacji sektora prywatnego notowania złota mogą w grudniu 2026 przekroczyć 5400 USD/troz. Krótkoterminowo oczekiwany jest trend boczny w przedziale 4700-5100 USD/troz.

Krótkoterminowo przewidywany jest trend boczny, w odleglejszym horyzoncie czasowym powrót aprecjacji złota

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

Biurowy 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 18 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.