

W SKRÓCIE:

- Brent w marcu drożeje o rekordowe 63%
- Miedź i złoto pod presją ze strony dolara

Biuro Strategii Rynkowych

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

Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

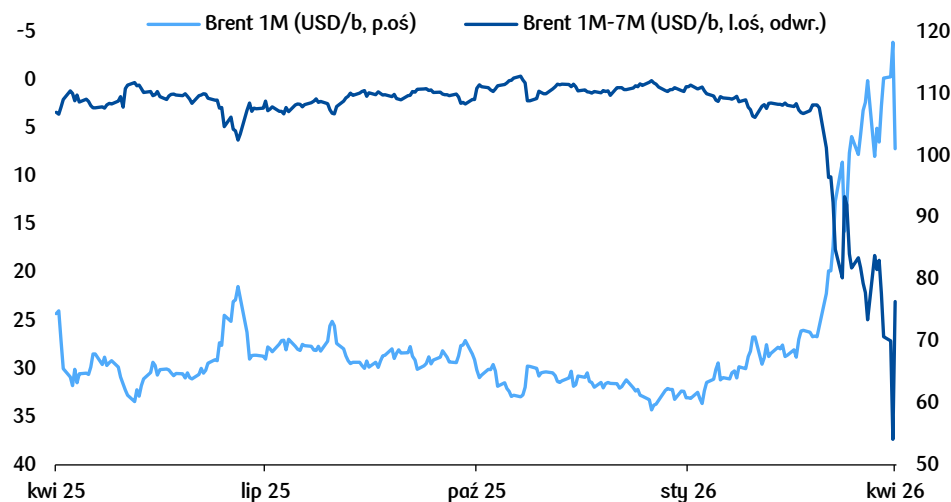
ROPA NAFTOWA

Czołowy, majowy kontrakt na ropę Brent zdrożał w marcu o rekordowe 63%. Rynek w ubiegłym miesiącu charakteryzowała podwyższona zmienność: notowania wahały się w przedziale 75,8-119,5 USD/b; średnia wyniosła niemal 100 USD/b. 19 i 31 marca Brent otarł się o lokalny szczyt z pierwszej dekady miesiąca, najwyższy od lipca 2022. Rynek okresowo uspokajały deeskalacyjne wypowiedzi D. Trumpa.

1 kwietnia nowy, czołowy kontrakt na ropę Brent – z dostawą w czerwcu – oscylował wokół 100 USD/b, kilkanaście procent poniżej maksimum z minionych tygodni. Na przełomie marca pojawiły się doniesienia, że według M. Pezeszkiana, prezydenta Iranu, Teheran jest otwarty na zakończenie wojny o ile otrzyma gwarancje braku agresji w przyszłości (stanowisko Korpusu Strażników Rewolucji Islamskiej nie było znane). Zdaniem D. Trumpa ataki na Iran mogą się zakończyć za 2-3 tygodnie nawet bez porozumienia z Teheranem, jednak skierowanie przez USA kolejnych sił na Bliski Wschód nie wróży szybkiego końca konfliktu.

W marcu Brent drożeje o rekordowe 63%, napięcia podażowe utrzymują notowania ropy na podwyższonym poziomie

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



Źródło: LSEG Workspace

Sytuację geopolityczną komplikuje dołączenie do wojny po irańskiej stronie rebeliantów Huti, którzy mogą m.in. paraliżować transport surowca przez Morze Czerwone. Napięcia podażowe, związane głównie z blokadą przez Iran Cieśninę Ormuz, nasiliły się za sprawą Ukrainy, której ataki ograniczyły rosyjski eksport ropy w trzeciej dekadzie marca o co najmniej 40%. Według Reutersa tylko w gronie OPEC wydobywanie surowca w ubiegłym miesiącu obniżyło się o 7,5 mln b/d, tj. około 7% światowej podaży. W najbliższy weekend odbędzie się spotkanie OPEC+ (Rosja należy do grupy „+”), lecz trudno liczyć na przełom. Miesiąc temu kartel postanowił zwiększyć od kwietnia wydobywanie ropy o skromne 206 tys. b/d. Cieśniną Ormuz przepływało dziennie około 20 mln baryłek surowca.

Wydobycie ropy w gronie OPEC obniżyło się w marcu o 7,5 mln b/d; kwietniowe posiedzenie kartelu raczej bez przełomu

Według wyników ankiety rynkowej opublikowanych przez Reutersa 1 kwietnia, Brent będzie w 2026 kosztował średnio 83 USD/b (rozpiętość prognoz 58-96 USD/b). W 2q26 średnia cena ropy oczekiwana jest na poziomie 95 USD/b, zaś pod koniec roku w pobliżu 78 USD/b. Najwyższa, pojedyncza prognoza kwartalna na 2026 przypada w 2q26 na poziomie 125 USD/b. Niektórzy uczestnicy rynku, np. Rystad Energy, przewidują, że Iran będzie kontrolował Cieśninę Ormuz do połowy kwietnia, a następnie prawdopodobne jest zawieszenie broni i/lub co najmniej częściowe odblokowanie cieśniny (aktualnie mogą nią przepływać statki państw przyjaznych Teheranowi). Spadek dostaw ropy znad Zatoki Perskiej ma w tym miesiącu osiągnąć maksimum w okolicach 8 mln b/d. Choć w czerwcu niedobór surowca powinien wynieść „tylko” 2 mln b/d, zdaniem Rystad Energy cena Brenta do końca roku utrzyma się powyżej 80 USD/b, a średnia notowań w 2026 wyniesie 90 USD/b. Dla porównania, w ubiegłym roku ropa kosztowała przeciętnie 68 USD/b, natomiast konsensus średniej ceny Brenta na 2026 w ankiecie Reutersa z końca grudnia 2025 wyniósł 61 USD/b przy zakresie prognoz 55-68 USD/b.

Średnia cena Brenta w 2026 może przekroczyć 80 USD/b, w kwietniu prawdopodobny szczyt zakłóceń podaźowych na Bliskim Wschodzie

MIEDŹ

23 marca notowania benchmarku LME 3M zeszły do 11700 USD/t, poziomu z grudnia ub.r. Rynek osłabiły obawy o globalny wzrost gospodarczy i umocnienie dolara. Poprawa apetytu Chin na importowany surowiec (wzrost premii w Yangshan) była na dalszym planie. Korekta od historycznego szczytu ze stycznia tego roku (14527,5 USD/t) przekroczyła 19%. Pojawiły się opinie, że rynek jeszcze w pełni nie zdyskontował negatywnego otoczenia makro, a średnioterminowe, techniczne wsparcie może się pojawić w przedziale 11100-11200 USD/t.

Benchmark zakończył marzec na poziomie 12335,5 USD/t; tuż nad 100-dniową średnią kroczącą. Wynik -7,6% m/m był najniższy od 2022. Pod koniec ubiegłego miesiąca nastroje inwestycyjne poprawiły oznaki deeskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie. Ustabilizowały się na wywindowanym poziomie zapasy metalu na londyńskiej giełdzie. W Szanghaju surowca ubyło (według sezonowego schematu, choć z opóźnieniem), a premia importowa w Yangshan skoczyła do poziomu z czerwca ub.r. Niektórzy uczestnicy rynku przewidują wzrost średniorocznych notowań miedzi w pobliżu 13200 USD/t (YTD 12871 USD/t, w ub.r. 9973 USD/t) na bazie m.in. zakłóceń podaźowych i globalnego deficytu metalu. Pojawiły się też rewizje w dół: jeden z największych banków z Wall Street przesunął prognozę ceny metalu na 2026 z 13000 USD/t do 12400 USD/t z powodu m.in. zagrożeń dla światowej gospodarki ze strony wysokich notowań energii. Scenariusze niedźwiedzi i byczy wynoszą odpowiednio 10750 USD/t oraz 14250 USD/t; jako istotny czynnik rynkowy wskazywana jest przyszła polityka Fed (łagodna służyłaby wsparciem). Bardziej perspektywiczne od miedzi wydaje się aluminium, które w marcu zdrożało o 10,4% do 3467 USD/t z powodu spadku podaży metalu znad Zatoki Perskiej oraz podwyższonych cen energii.

Miedź taniej w marcu najsilniej od lat z powodu umocnienia dolara i pogorszenia perspektyw gospodarczych

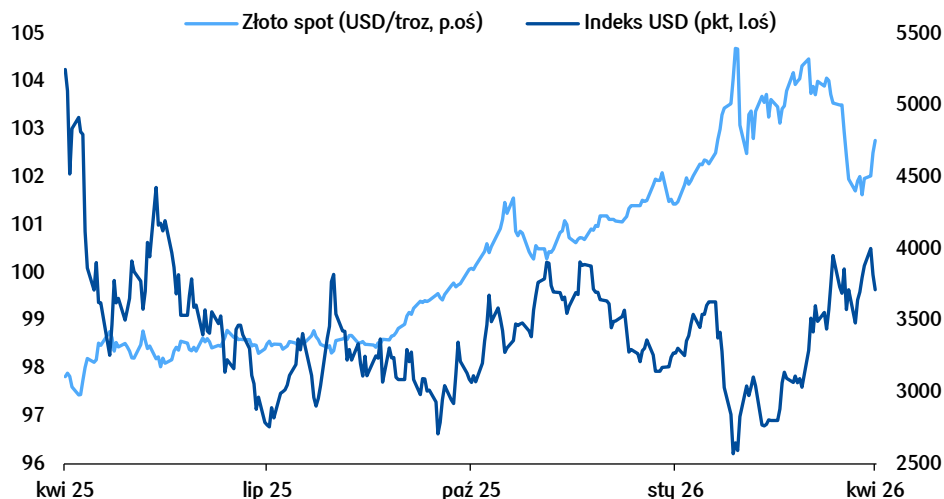
ZŁOTO

Marzec był najniższym miesiącem na rynku kruszcu od 2008 – kasowa cena metalu spadła o 12%. Wynik poprawiło odbicie z trzeciej dekady miesiąca. Podczas sesji 23 marca notowania złota znalazły się poniżej 4100 USD/troz po raz pierwszy od listopada ub.r., technicznego wsparcia udzieliła 200-dniowa średnia krocząca. 31 marca kruszec zdrożał do 4687 USD/troz, przekraczając 100D SMA. Rynek wsparły sygnały deeskalacji wojny w Zatoce Perskiej oraz osłabienie dolara. W marcu indeks USD zyskał 2,4%; w czasie geopolitycznej zawieruchy to amerykańska waluta była prawdziwą bezpieczną przystanią.

Odbicie notowań kruszcu po zejściu poniżej 4100 USD/troz, marzec najniższym miesiącem od 2008

W wyniku przeceny notowania metalu znalazły się w ubiegłym miesiącu 27% poniżej rekordu 5595 USD/troz z 29 stycznia b.r. Gdy 23 marca kruszec tracił 9% d/d, rynek wsparło tąpnięcie ceny ropy wskutek odroczenia przez D. Trumpa ataków na irańską infrastrukturę. W marcu dominowała negatywna, krótkoterminowa korelacja notowań prawdziwego i „czarnego złota”. Skok cen surowców energetycznych nasilił obawy o wzrost inflacji, która może skłonić banki centralne do podwyżek stóp procentowych – czynnika potencjalnie negatywnego dla niegenerującego odsetek kruszcu. W przypadku Fedu, jak ostatnio zapewniał jego szef J. Powell, właściwy na ten moment jest tryb wyczekiwania.

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



Źródło: LSEG Workspace

Część graczy z Wall Street podtrzymuje bycze nastawienie do rynku. Według jednej z prognoz notowania złota mają wzrosnąć przed końcem roku do 5400 USD/troz dzięki zakupom kruszcu przez banki centralne, popytowi inwestycyjnemu oraz obniżkom stóp Fed (wg CME FedWatch pierwsza redukcja prawdopodobna w połowie 2027). Ocenia się, że w przypadku przeciągającej się blokady Cieśniny Ormuz i korekty na rynkach akcji cena złota może spaść do 3800 USD/troz. Nasilające się obawy o stabilność fiskalną zachodnich gospodarek oraz szoki geopolityczne mogą z kolei ożywić zainteresowanie kruszcem jako zabezpieczeniem makroekonomicznym i pchnąć jego notowania do przedziału 5700-6100 USD/troz.

Część uczestników rynku podtrzymuje bycze nastawienie do złota, możliwa aprecjacja przed końcem roku powyżej 5 tys. 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 1 kwietnia 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 bezwzględnej i względnej 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.