

W SKRÓCIE:

- **Brent znów powyżej 100 USD/b, tym razem być może na dłużej**
- **Rekordowo droga miedź, coraz bliżej 15 tys. USD/t**
- **Stabilizacja notowań złota, Fed w centrum uwagi rynku**

Biuro Strategii Rynkowych

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

Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

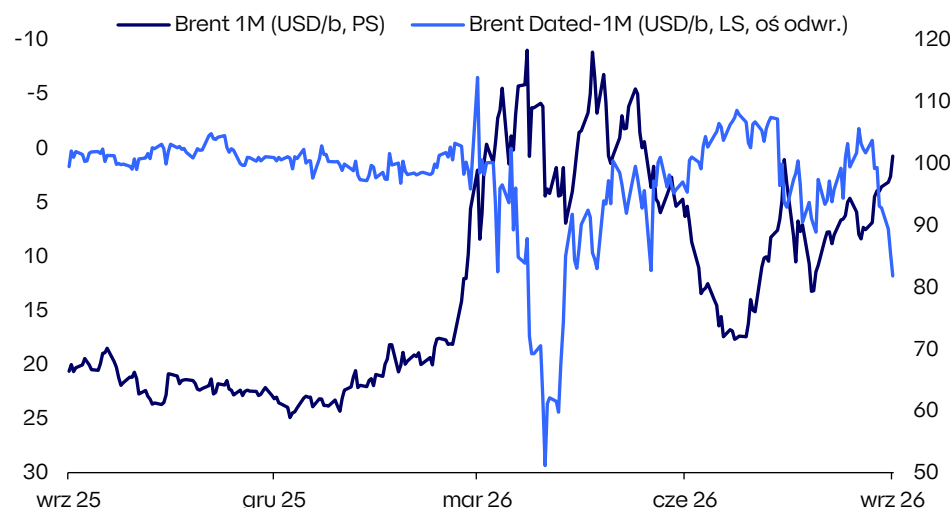
ROPA NAFTOWA

Eskalacja konfliktu między Stanami Zjednoczonymi a Iranem wywindowała notowania ropy Brent w pobliże 102 USD/b podczas sesji 9 września. To już kolejny w tym roku skok benchmarku 1M powyżej trzycyfrowej, psychologicznej bariery. Wobec twardej postawy adwersarzy poziom 100 USD/b może być tylko przystankiem w aprecjacji surowca, a pytanie, kto „mrugnie pierwszy” pozostaje otwarte.

Z jednej strony irański reżim, przynajmniej z pozoru, broni się przed problemami gospodarczymi wywołanymi wojną. Z drugiej strony amerykańska niezależność energetyczna wystawiona jest na ciężką próbę – np. krajowe ceny diesla ustanowiły rekord, a strategiczne zapasy ropy spadły do poziomu najniższego od 1982. W lepszej kondycji, według Międzynarodowej Agencji Energetycznej, są globalne zapasy surowca, najniższe od połowy ubiegłego roku. Spready kalendarzowe w notowaniach Brenta (backwardation) na razie obrazują umiarkowanie napięty rynek, w skali mniejszej niż wiosną br. Spadek dostaw ropy w wyniku wojny na Bliskim Wschodzie wciąż jednak nie jest pomijalny – zdaniem branżowej firmy analitycznej Vortexa wynosi ok. 10 mln b/d, tj. niemal 10% globalnej podaży.

Eskalacja konfliktu w Zatoce Perskiej winduje notowania ropy do poziomu najwyższego od lipca – Brent dociera w pobliże 102 USD/b

Wykres 1. Cena ropy Brent oraz spread spot-1M.



Źródło: LSEG Workspace

Szereg banków zrewidowało do góry prognozy notowań Brenta. Morgan Stanley spodziewa się średniej ceny w 4q26 na poziomie 100 USD/b. HSBC podniósł prognozę na 2026 do 90 USD/b, a w 2027 przewiduje średnioroczną cenę na poziomie 85 USD/b. Goldman Sachs zakłada, że zakłócenia w dostawach ropy z Bliskiego Wschodu utrzymają się do przyszłego roku i widzi notowania Brenta w grudniu 2026 na poziomie 85 USD/b, zaś rok później tylko 5 dolarów niżej. Względny optymista jest Citi, który co prawda podniósł prognozę na 3q26 do 86 USD/b, lecz spodziewa się deeskalacji na Bliskim Wschodzie i w 4q26 przewiduje spadek średnich notowań Brenta do 70 USD/b, a w przyszłym roku do 65 USD/b. YTD ropa kosztuje przeciętnie 88 USD/b.

Przybywa uczestników rynku rewidujących do góry prognozy cenowe, ewentualne osłabienie notowań surowca możliwe w dalszej części 2026 i przyszłym roku

Ustabilizował się konsensus w comiesięcznej ankiecie rynkowej Reutersa. Według sondażu z końca sierpnia Brent w 2026 będzie kosztował średnio 85,1 USD/b wobec 85,2 USD/b przewidywanych miesiąc wcześniej. Prognoza na 2027 sięga 74,5 USD/b. Według świeżej analizy Departamentu Energii USA globalne zapasy surowca będą do końca bieżącego roku topniały, a w 2h26 średnia cena Brenta spot wyniesie 90 USD/b. Zdaniem agencji wzrost wydobycia ropy i odbudowa zapasów sprowadzi średnią cenę surowca w 2027 do 74 USD/b.

MIEDŹ

9 września metal na Londyńskiej Gieldzie Metali zdrożał do rekordowych 14858,5 USD/t. Zachowanie benchmarku 3M nie powinno być zaskoczeniem dla uczestników rynku, wspartego rozdźwiękiem między obniżonymi zapasami na LME i wciąż rosnącymi w USA. W magazynach COMEX znajduje się niemal 700 tys. ton surowca (+54% YTD) wobec niecałych 240 tys. ton na londyńskiej giełdzie. Według szacunków brokera StoneX od lutego 2024 sprowadzono do Stanów Zjednoczonych ponad 1,2 mln ton metalu. Traderzy szykują się na kolejne cła dotyczące importowanego do USA surowca – w przypadku rafinowanej miedzi oczekiwane są poziomy 15% od 2027 i 30% od 2028. Zdania odnośnie do wpływu ogłoszenia taryf na notowania metalu są podzielone, np. Macquarie przewiduje ich masywny wzrost, a Glencore osłabienie.

Krótkoterminowo pojawiają się prognozy aprecjacji miedzi do 15 tys. USD/t jeśli premia COMEX vs LME się utrzyma, a na rynek nadal będzie napływał kapitał spekulacyjny. Sygnały ostrzegawcze wysyłają jednak kurczące się backwardation 0-3M (= słabnąca presja popytowa) oraz silne wykupienie rynku (RSI w okolicach 76 pkt.). Także eskalacja konfliktu USA-Iran, negatywna dla światowej gospodarki, może pogorszyć perspektywy rynkowe i osłabić fundamenty „doktor miedzi”.

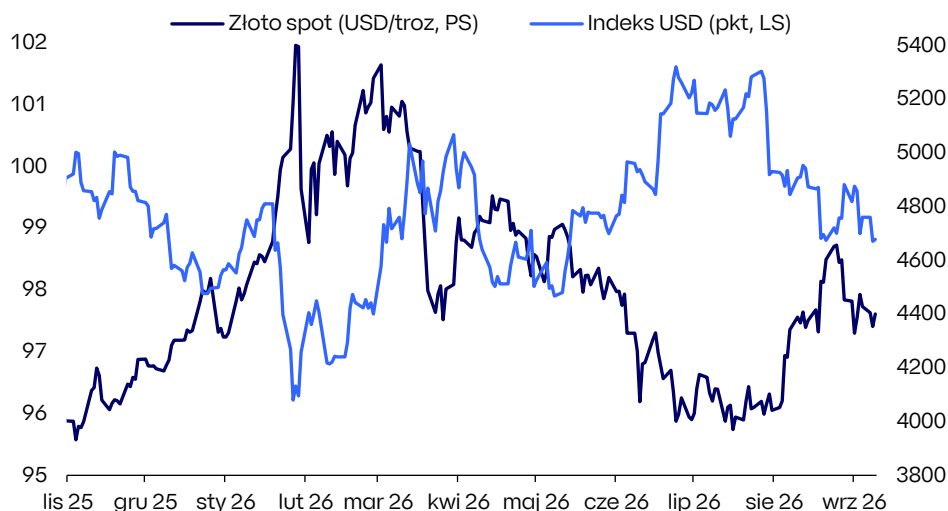
ZŁOTO

Sierpień faktycznie okazał się drugim z rzędu miesiącem wzrostu ceny kruszcu – tym razem o solidne 10% po skromnym +0,8% w lipcu. Aprecjacja byłaby większa, gdyby nie negatywna presja ze strony dolara, którego pod koniec sierpnia wsparło jastrzębie wystąpienie prezesa Fed w Jackson Hole. K.Warsh stwierdził, że Fed „będzie miał sporo pracy do wykonania” w przypadku braku pewności, że inflacja powróci do docelowego poziomu 2%. Podczas ostatniej sesji miesiąca notowania złota zeszły w okolice 4400 USD/troz.

Miedź najdroższa w historii, coraz bliżej poziomu 15 tys. USD/t; rośnie ryzyko realizacji zysków na silnie wykupionym rynku

W sierpniu złoto zyskuje solidne 10%, lecz pod koniec miesiąca nastroje rynkowe psuje jastrzębie wystąpienie K.Warsha w Jackson Hole

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



Źródło: LSEG Workspace

Drożejąca skutek eskalacji na Bliskim Wschodzie ropa oraz rosnące rentowności amerykańskich obligacji zepchnęły cenę metalu na początku września poniżej 4300 USD/troz. Odwrót indeksu dolara po uspokajającej wypowiedzi Ch.Wallera z Fed, skłonnego poprzeć pozostawienie stóp bez zmian jeśli presja inflacyjna

osłabnie, wywindował 3 września notowania kruszcu powyżej 4500 USD/troz. Dzień później rynek ostudził bardzo mocny raport o zatrudnieniu w USA.

10 i 11 września pojawią się istotne – zwłaszcza z punktu widzenia Fed – dane inflacyjne ze Stanów Zjednoczonych. Jeśli zaskoczą do góry, podniosą szanse na jastrzębią decyzję FOMC w przyszłym tygodniu, która już jest uwzględniona w wycenach Fed Funds futures (bywała również w minionych miesiącach). Ewentualna podwyżka o 25pb nie będzie zatem dla inwestorów szokiem i ewentualne osłabienie ceny kruszcu powinno wyhamować w przedziale 4000-4200 USD/troz – okolicach tegorocznych minimów oraz konsolidacji z okresu czerwiec-sierpień. Na pierwszy plan wysuwa się powoli kwestia, czy ryzyko długotrwałej presji inflacyjnej jest przez złoto częściowo zdyskontowane. Jeśli nie, to niedawne prognozy cenowe niektórych uczestników rynku w przedziale 4900-5200 USD/troz na koniec 2026 mogą być zagrożone. Mimo że byki zapewne (słusznie) liczą na zakupy kruszcu przez banki centralne, początek września na przykładzie SPDR Gold Trust pokazuje, że stabilny popyt ze strony ETF-ów nie jest gwarantowany.

**W centrum uwagi inwestorów
posiedzenie Fed – skromna podwyżka
stóp nie powinna być szokiem dla rynku
złota, lecz ewentualna długotrwała
presja inflacyjna może mu ciążyć**

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 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, analiza techniczna CO ₂)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Materiał został ukończony 9 września 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.