

W SKRÓCIE:

- Przejściowe uspokojenie na rynku ropy, Brent wraca powyżej 100 USD/b
- Kolejny rekord notowań miedzi
- Złoto pod presją mocniejszego dolara

Biuro Strategii Rynkowych

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

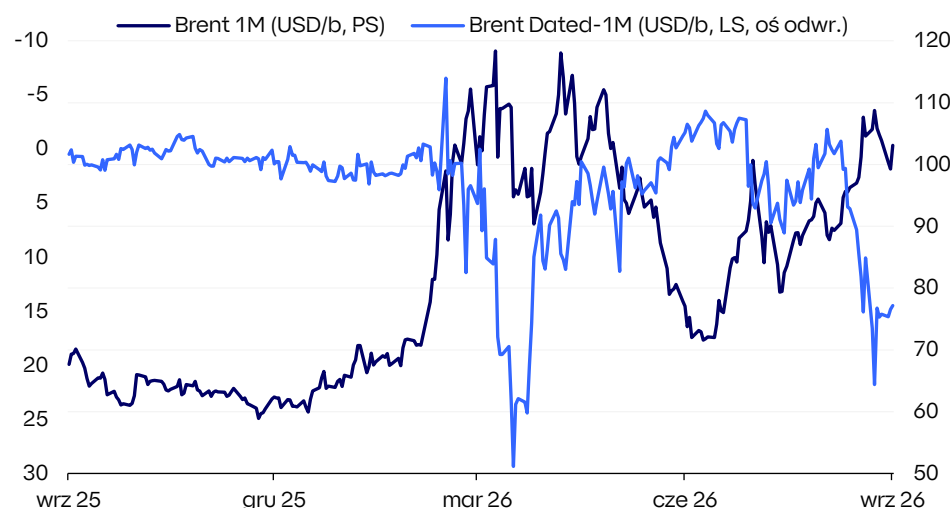
Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

ROPA NAFTOWA

Podczas sesji 10-14 września notowania benchmarku Brent 1M dobijały się do poziomu 110 USD/b, najwyższego od maja br. Rynek wsparła eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie, związana m.in. z ofensywą Huti w Jemenie oraz atakami Iranu i USA na tankowce. Wskutek ostrzału uszkodzony został saudyjski rurociąg Wschód-Zachód, dostarczający 4-5 mln b/d ropy do portu Janbu nad Morzem Czerwonym (4-5% światowej podaży). Pogłębiło się backwardation, które w połowie września w tenorze spot-1M przekroczyło 20 USD/b. Notowania europejskiego diesla kolejny raz w tym roku wzrosły powyżej 200 USD/b, a ich premia vs Brent 1M osiągnęła poziom trzycyfrowy.

Silnie wykupiony rynek surowca uspokoił wzrost podaży saudyjskiej ropy przez Oman w drodze przeładunku "ze statku na statek". 22 września notowania Brenta zeszły w pobliże 97 USD/b po doniesieniach o uruchomieniu przez Arabię Saudyjską ropociągu Wschód-Zachód. Sesja ONZ w Nowym Jorku nie przyniosła natomiast dyplomatycznego przełomu w konflikcie USA-Iran – na co część uczestników rynku liczyła – i 23 września Brent dynamicznym ruchem wrócił powyżej 100 USD/b.

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



Źródło: LSEG Workspace

Kolejny bank z Wall Street podniósł we wrześniu prognozy cenowe ropy na bazie przedłużających się napięć politycznych i zakłóceń dostaw surowca z Bliskiego Wschodu. Bank of America przewiduje, że Brent w 2h26 będzie kosztował średnio 95 USD/b (wcześniej 83 USD/b), natomiast w 2027 przeciętnie 80 USD/b (średnia YTD przekracza 88 USD/b). Skala zakłóceń podażyowych na Bliskim Wschodzie, w porównaniu z poziomami sprzed wojny, obniżyła się natomiast zdaniem banku do 4-8 mln b/d ze szczytu w okolicach 14 mln b/d. Przybywa doniesień o poprawie podaży surowca z regionu: w ubiegłym tygodniu Chris Wright – Sekretarz Energii USA – oświadczył, że przez cieśninę Ormuz udało się w jeden dzień przesłać 18 mln baryłek ropy, a JPMorgan raportował, że 10-dniowa średnia dostaw surowca z Bliskiego Wschodu wyniosła 17 mln b/d, czyli 25% mniej niż w 2025. Co prawda

Notowania Brenta rosną w pobliże 110 USD/b wskutek eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie oraz spadku podaży surowca z regionu

Poprawa dostaw ropy z Arabii Saudyjskiej oraz wzrost nadziei na dyplomatyczne rozwiązanie konfliktu USA-Iran przejściowo ostudziły rynek, Teheran podtrzymuje otwartość na negocjacje

odbudowa globalnych zapasów ropy to perspektywa dopiero przyszłego roku (jak twierdzi np. Departament Energii USA), jednak postępująca normalizacja dostaw surowca z Bliskiego Wschodu oraz deklarowane przez Iran otwarcie na rozwiązanie konfliktu drogą dyplomatyczną zwiększają szanse na co najmniej stabilizację notowań Brenta.

MIEDŹ

10 września benchmark 3M na Londyńskiej Giełdzie Metali ustanowił rekord cenowy na poziomie 14875 USD/t. Rynek stał się silnie wykupiony za sprawą napiętej sytuacji podażowej poza USA. Sesja zamknęła się jednak spadkiem notowań metalu d/d o 3,6% wskutek doniesień Reutersa, że wprowadzenie przez Stany Zjednoczone cła importowego na rafinowany metal nie jest przesądzone. Białe Dom ma się obawiać presji cenowej po stronie konsumentów miedzi. W połowie miesiąca notowania surowca obsunęły się do 13926 USD/t (-6,4% od szczytu), zapasy na LME wzrosły, zaś na giełdzie COMEX przeszły w trend boczny. W tenorze 0-3M na londyńskim parkiecie przejściowo wróciło contango.

W drugiej połowie września notowania metalu odbiły, m.in. za sprawą ożywienia apetytu na surowiec w Chinach, gdzie premia importowa w Yangshan osiągnęła poziom najwyższy od listopada 2022. Zapasy na amerykańskiej giełdzie wróciły do wzrostów, podobnie jak premia w lokalnych notowaniach surowca vs LME. 23 września londyński benchmark, drożając do 14833 USD/t, otarł się o rekord.

Analitycy z banku Citi podtrzymali 11 września prognozę cenową metalu w horyzoncie 0-3M na poziomie 15 tys. USD/t. Fundamenty postrzegają pozytywnie mimo przejściowo podwyższonej zmienności rynkowej, a okresy risk-off uważają za szanse na zwiększenie ekspozycji. Bank nie spodziewa się ani wprowadzenia przez USA cła na katody miedziane, ani wyjaśnień tej kwestii ze strony Białego Domu – jeśli już, to po wyborach połówkowych.

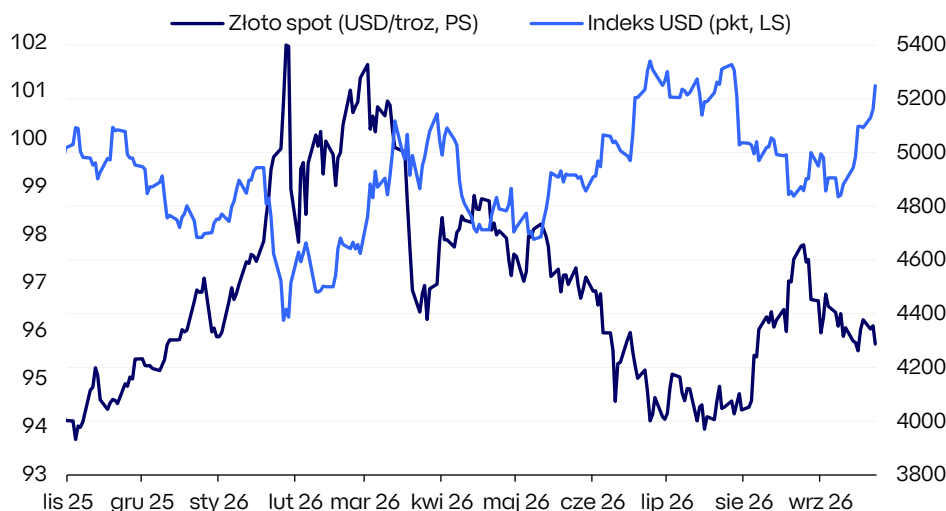
Miedź poprawia rekord notowań w pobliżu 14900 USD/t, po niewielkiej realizacji zysków wraca do aprecjacji

ZŁOTO

Metal we wrześniu traci 3,6% pod presją ze strony dolara. Amerykańską walutę wsparło jastrzębie posiedzenie FOMC, wskutek którego indeks USD zyskał 16 września ponad 0,6% (najwięcej d/d od trzech miesięcy) i wrócił powyżej poziomu 100 pkt. Fed jednogłośnie podniósł stopy procentowe o 25pb do 3,75-4%; 16 z 18 członków FOMC oczekuje co najmniej jeszcze jednej podwyżki w tym roku, natomiast prezes K.Warsh widzi ryzyka inflacyjne po wyższej stronie.

Złoto we wrześniu na minusie, pod presją ze strony jastrzębiego Fedu i silniejszego dolara

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



Źródło: LSEG Workspace

W dniu decyzji Rezerwy Federalnej notowania złota ustanowiły lokalny dołek 4235 USD/troz, najniższy od ponad miesiąca. Podczas kolejnych sesji rynek wsparły spadki cen ropy i stabilizacja indeksu dolara, a cena kruszcu otarła się o poziom

4400 USD/troz. Jastrzębie wypowiedzi członków Fed sprowadziły notowania metalu na początku trzeciej dekady września poniżej 4300 USD/troz.

Banki z Wall Street nie spieszą się z aktualizacją prognoz cenowych kruszcu. Jednym z wyjątków był Goldman Sachs, który na koniec 2027 nadal spodziewa się notowań złota na poziomie 5400 USD/troz. Zdaniem banku restrykcyjna polityka monetarna w USA będzie głównie widoczna w spowolnionej krótkoterminowo aprecjacji metalu. Strukturalnym katalizatorem wzrostowym ma pozostać dywersyfikacja rezerw przez banki centralne. W przypadku nadzwyczajnie jastrzębiego Fedu – kolejnych podwyżek w tym roku i ryzyka wzrostu stopy docelowej – Goldman Sachs przewiduje „ostrzejszą” korektę i potencjalne zejście ceny złota do 4070 USD/troz, a następnie odbicie w okolice 4200 USD/troz przed końcem 2026. BMI (Fitch Solutions) widzi natomiast wsparcie w okolicach 3800 USD/troz, zaś w 2026 wciąż spodziewa się średniej ceny metalu na poziomie 4400 USD/troz. Złoto YTD kosztuje przeciętnie 4551 USD/troz.

Ewentualne dalsze zaostrzenie polityki monetarnej w USA może ciężyć rynkowi złota, wsparcie jest widziane w przedziale 3800-4070 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 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 23 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.