Surowce – komentarz rynkowy

Analizy Rynkowe

26 listopada 2026

Bank Polski | Centrum Analiz

W SKRÓCIE:

- **Przecena ropy hamuje w okolicach 90 USD/b**
- **Złoto w pobliżu 3400 USD/troz, najtańsze od sierpnia 2025**
- **Miedź poniżej 11600 USD/t, na poziomie z grudnia ubiegłego roku**

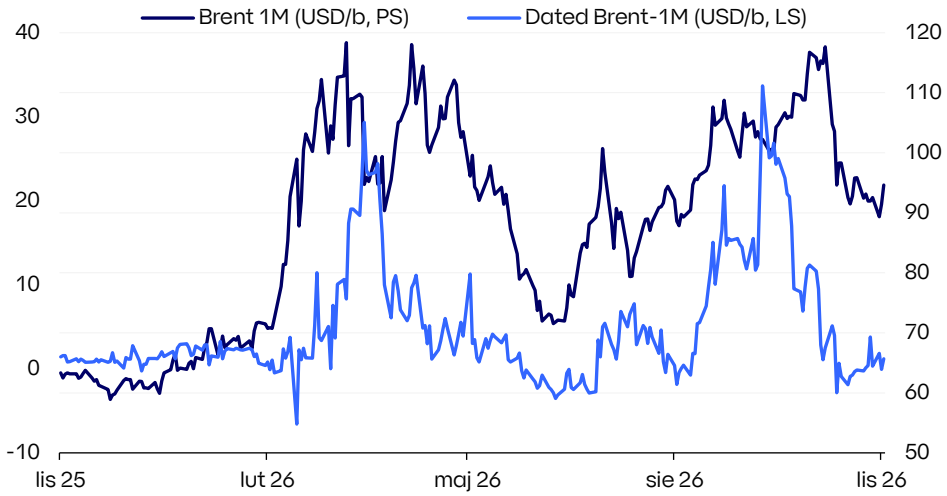
Biuro Strategii Rynkowych
bsr@pkobp.pl
www.centrumanaliz.pkobp.pl
Tomasz Niewiński
tomasz.niewinski@pkobp.pl

ROPA NAFTOWA

Od drugiej dekady listopada notowania najbliższego kontraktu terminowego na ropę Brent (JAN'27) konsolidują się w przedziale 88,1–97,1 USD/b. W listopadzie benchmark traci 20% i niedźwiedzie nastroje zdają się przeważać, lecz techniczne wsparcie pojawiło się w okolicach 90 USD/b. Rynek z jednej strony osłabia perspektywa nadmiaru surowca: Międzynarodowa Agencja Energetyczna spodziewa się w 4q26 nadpodaży ropy na poziomie 1,7 mln b/d, podczas gdy wcześniej oczekiwała deficytu. Z drugiej strony na Bliskim Wschodzie nadal jest gorąco – Iran atakuje statki przepływające przez cieśninę Ormuz, zaś Huti ostrzeliwują Arabię Saudyjską. Odbicie kosztów frachtu morskiego z regionu nie pozwala zapomnieć o podwyższonej premii za ryzyko geopolityczne. Eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie wywindowała notowania surowca podczas sesji 25 listopada w pobliże 95 USD/b. Nieco wyżej techniczny opór stawiają 200- i 100-dniowe średnie kroczące.

Brent traci w listopadzie 20% pod presją prognozowanej nadpodaży surowca, eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie wspiera cenę ropy w okolicach 90 USD/b

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



Źródło: LSEG Workspace

W trzeciej dekadzie listopada kilka czołowych instytucji finansowych z Wall Street przedstawiło długoterminowe przewidywania rynkowe. Prognozy średniej ceny ropy Brent na 2027 mieściły się w przedziale 72–88 USD/b (w 2026 surowiec kosztuje przeciętnie 91 USD/b). Analitycy nie wskazują już oczekiwanych terminów zakończenia konfliktu na Bliskim Wschodzie, lecz rozwój sytuacji geopolitycznej w regionie pozostaje głównym czynnikiem determinującym notowania surowca.

Analitycy z Wall Street oczekują w 2027 średniej ceny surowca w przedziale 72–88 USD/b; sytuacja geopolityczna na Bliskim Wschodzie pozostaje głównym katalizatorem rynkowym

ZŁOTO

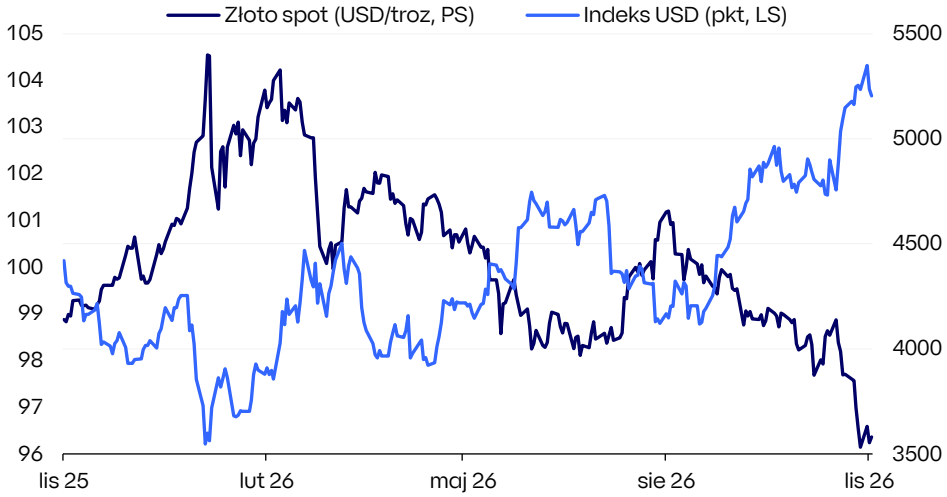
W listopadzie kruszec traci 7,6%. Presję spadkową na cenę złota wywołało umocnienie amerykańskiej waluty: indeks dolara wzrósł od początku miesiąca o 1,8%, zaś podczas sesji 23 listopada osiągnął poziom 104,5 pkt – najwyższy od marca 2025. „Zielonego" wsparły dobre dane makro ze Stanów Zjednoczonych, podwyższona inflacja w USA oraz jastrzębie komentarze członków Rezerwy

Federalnej. Ponadto w drugiej połowie miesiąca inwestorzy odwrócili się od ryzykownych aktywów – zwłaszcza akcji spółek technologicznych, wzrosły natomiast ceny amerykańskich obligacji rządowych.

20 listopada notowania kruszcu zeszły do 3502 USD/troz – najniższego poziomu od września 2025, a rynek stał się ekstremalnie wyprzedany (RSI spadł do 23 pkt). W kolejnych dniach nastroje inwestycyjne przejściowo się poprawiły, zaś cena złota odbiła w pobliże 3700 USD/troz. 25 listopada, po danych z USA wskazujących na utrzymującą się presję inflacyjną, notowania metalu ustanowiły nowe tegoroczne minimum na poziomie 3426 USD/troz, najniższym od sierpnia ub.r. Ostatecznie, m.in. dzięki niewielkiemu osłabieniu dolara, sesja zakończyła się wzrostem ceny kruszcu w pobliże 3600 USD/troz.

Złoto pod presją umocnienia dolara i ryzyka podwyżek stóp Fed; 25 listopada cena metalu ustanawia tegoroczne minimum 3426 USD/troz

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



Źródło: LSEG Workspace

Choć rynek jest nadal mocno wyprzedany, zaś cena złota spadła w 2026 o 17%, a od rekordu ze stycznia o 39%, negatywna presja wynikająca z podwyższonego ryzyka zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed może się utrzymywać. Według CME FedWatch podwyżka o 25pb jest w grudniu praktycznie przesądzona, natomiast do połowy 2027 stopy procentowe w USA mogą wzrosnąć o dodatkowe 50pb. Perspektywy kruszcu powinny częściowo się wyklarować po zaplanowanym na 8–9 grudnia posiedzeniu FOMC.

Mimo silnej przeceny rynkowi ciąży jastrzębie nastawienie Rezerwy Federalnej; na koniec 2027 analitycy prognozują odbicie notowań metalu do 4100–5000 USD/troz

Wśród graczy z Wall Street nie brakuje optymizmu: w horyzoncie końca 2027 pojawiły się prognozy wzrostu notowań złota do 4100-5000 USD/troz, m.in. dzięki stabilnemu popytowi na metal ze strony banków centralnych oraz ewentualnemu zakończeniu przez Fed cyklu podwyżek stóp procentowych. Źródłem niepewności będą ETF-y – SPDR Gold Trust, sektorowy lider, posiada 1031 ton kruszcu, o 2,3% mniej niż na początku kwartału, co nie jest złym wynikiem, biorąc pod uwagę przecenę metalu w 4q26 o 14%.

MIEDŹ

Część czynników osłabiających notowania złota – umocnienie dolara i odwrót od ryzykownych aktywów – ciąży także rynkowi czerwonego metalu. Miedź w 4q26 traci 19%, a gros korekty przypada na minione trzy tygodnie. 25 listopada benchmark LME 3M schodząc do 11571 USD/t ustanowił tegoroczne minimum cenowe. Korekta od absolutnego szczytu 14875 USD/t z września przekroczyła 22%. Dodatkowym negatywnym czynnikiem jest wzrost zapasów surowca na londyńskiej giełdzie, zaś powrót contango 0-3M sygnalizuje rozluźnienie bilansu rynkowego. Przygasł apetyt Chin na importowany metal – premia w Yangshan spadła z rekordowych 500 USD/t do 340 USD/t, a zapasy miedzi na amerykańskiej giełdzie COMEX przeszły w trend boczny. Poza tym nad rynkiem wisi widmo nowych ceł USA wobec 14 partnerów handlowych, w tym Chin, które mogą skutkować obniżonym zapotrzebowaniem na surowiec.

Korekta na rynku miedzi – notowania benchmarku 22% poniżej rekordu; 25 listopada spadają do 11571 USD/t, poziomu z grudnia ub.r.

Pogorszenie nastrojów inwestycyjnych na parkietach akcyjnych, zwłaszcza w sektorze AI, również odcisnęło piętno na notowaniach benchmarku. W gronie metali przemysłowych z LME najbardziej w listopadzie tanieją cyna i miedź – powszechnie stosowane w elektronice – odpowiednio o 24% i 18%. Indeks LMEX obsunął się w tym miesiącu o 15%. Najmniej traci w listopadzie nikiel (symboliczne 0,7%), wsparty obawami o ograniczenie podaży surowca przez Indonezję.

Niektórzy uczestnicy rynku (np. ING Bank) uważają, że fundamenty miedzi są solidniejsze, niż sugeruje akcja cenowa. JPMorgan 24 listopada zakładał spadek notowań miedzi w kierunku 11000 USD/t w związku z oczekiwanym w 2027 odpływem metalu zgromadzonego w USA. Taka prognoza może się okazać zbyt optymistyczna, jeśli przecena „Doktor Miedzi" jest nie tylko korektą, lecz także zwiastunem osłabienia światowej gospodarki.

Przecena metali, zwłaszcza cyny i miedzi, odzwierciedla pogorszenie nastrojów inwestycyjnych; dalsze spadki notowań „Doktor Miedzi" mogą sygnalizować dekoniunkturę

Bank Polski

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 25 listopada 2026.

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydzieloną 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.