

Biuletyn Rynkowy

na dzień: 2 stycznia 2026

- Miedź:** Miedź staje się strategicznym wąskim gardłem w sytuacji gwałtownego wzrostu zapotrzebowania wynikającego z elektryfikacji i rozwoju sztucznej inteligencji. Rosnący popyt zderza się z ograniczoną podażą, na którą wpływają przestoje w kopalniach, wolny rozwój nowych projektów oraz ryzyko handlowe (str. 2).
- Metale szlachetne:** Rok 2025 okazał się przełomowy dla rynku metali szlachetnych, wspierany rekordowymi zakupami banków centralnych, ograniczeniami podaży oraz rosnącym popytem przemysłowym. Złoto, srebro i platyna potwierdziły swoją strategiczną rolę w warunkach geopolitycznej niepewności i rosnącego zadłużenia. Utrzymanie się takiej sytuacji również w 2026 r. może spowodować, że fizyczne aktywa będą coraz wyraźniej wyróżniać się jako stabilny fundament portfeli inwestycyjnych (str. 5).
- USA:** Gospodarka Stanów Zjednoczonych odnotowała w trzecim kwartale najszybszy wzrost od dwóch lat, napędzany silną konsumpcją, inwestycjami firm oraz łagodniejszą polityką handlową. Ważnym wsparciem okazały się wydatki związane z infrastrukturą AI i sektorem usług, mimo utrzymującej się inflacji i niepewności politycznej. Choć krótkoterminowe ryzyka nadejdą się utrzymują, ekonomiści i decydenci dostrzegają podstawy do dalszego wzrostu w 2026 r. (str. 7).

Kluczowe ceny rynkowe

	Cena	1 m zm.
LME (USD/t)		
▲ Miedź	12 504,00	13,6%
▲ Nikiel	16 485,00	12,4%
LBMA (USD/troz)		
▲ Srebro	71,99	33,5%
▲ Złoto	4 307,95	2,8%
Waluty		
▲ EURUSD	1,1750	1,6%
▼ EURPLN	4,2267	-0,2%
▼ USDPLN	3,6016	-1,7%
▼ USDCAD	1,3706	-2,0%
▼ USDCLP	911,18	-1,9%
Akcje		
▲ KGHM	280,80	32,6%

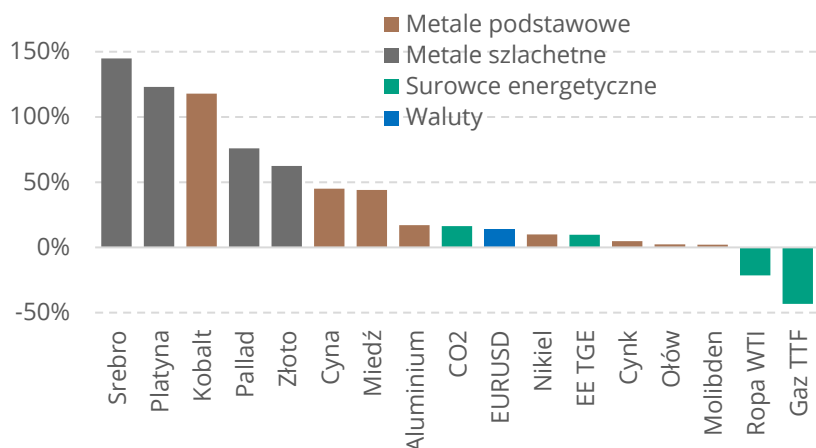
Źródło: Bloomberg, KGHM Polska miedź S.A.; (więcej na str. 11)

Ważne dane makroekonomiczne

Dane	Za	
🇨🇳 Zyski przeds. przem. (rdr)	Lis	-13,1% ▼
🇺🇸 Zm. zatrudnienia pozaroln	Paź	- 105 ▼
🇵🇱 PMI w przemyśle	Lis	49,1 ▲
🇨🇳 Prod. przemysłowa (rdr)	Lis	4,8% ▼
🇫🇷 Prod. przemysłowa (rdr)	Paź	1,7% ▲

Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź S.A.; (więcej na str. 9)

Zmiana wyceny niektórych aktywów w 2025 roku - srebro z najwyższą dynamiką wzrostu



Źródło: LSEG, KGHM Polska Miedź S.A.

Wydział Ryzyka Rynkowego

marketrisk@kghm.com

Metale podstawowe i szlachetne | Pozostałe surowce

Miedź

Pojawiają się obawy o możliwe niedobory miedzi i to w czasie rosnącego boomu na AI

Miedź staje się strategicznym wąskim gardłem w sytuacji gwałtownego wzrostu zapotrzebowania wynikającego z elektryfikacji i rozwoju sztucznej inteligencji. Rosnący popyt zderza się z ograniczoną podażą, na którą wpływają przestoje w kopalniach, wolny rozwój nowych projektów oraz ryzyko handlowe.

Miedź jest jednym z najbardziej wszechobecnych metali na świecie i znajduje zastosowanie praktycznie we wszystkim, co jest zelektryfikowane: od smartfonów i lodówek po pojazdy elektryczne i sieci energetyczne. To kluczowy surowiec dla zielonych technologii, które mogą ograniczać globalne emisje dwutlenku węgla, a także dla centrów danych będących sercem boomu na sztuczną inteligencję. Choć popyt na miedź rośnie, nie ma pewności, czy podaż nadąży w obliczu zakłóceń produkcji oraz trudności związanych z budową nowych kopalń i rozbudową istniejących. W mijającym roku rynek został dotknięty falą przestojów w kopalniach – od Chile po Indonezję.

Utrzymujące się obawy, że prezydent Donald Trump nałoży cła na produkty rafinowane, skłoniły do gromadzenia zapasów w USA, uszczuplając je w innych regionach. Gwałtowny rajd cenowy pod koniec roku wyniósł notowania miedzi na rekordowe poziomy i wprowadził metal na drogę do największego rocznego wzrostu od 2009 r. Krótkoterminowe perspektywy wzrostu popytu zostały ostudzone przez słabość popytu w Chinach, będących największym światowym konsumentem miedzi. Wieloletnie spowolnienie na rynku nieruchomości ograniczyło zapotrzebowanie na instalacje i okablowanie miedziane.

Mimo to w długim horyzoncie oczekiwany jest silny wzrost globalnego popytu na miedź. BloombergNEF szacuje, że w scenariuszu bazowym konsumpcja może do 2035 roku wzrosnąć o ponad jedną trzecią. Za trend ten mają odpowiadać m.in. transformacja energetyczna, rozwój odnawialnych źródeł energii, elektromobilność oraz rozbudowa sieci przesyłowych. Pojazdy elektryczne mogą wymagać ponad trzykrotnie więcej miedzi niż ich odpowiedniki spalinowe. Dopiero rozpoczyna się również ekspansja centrów danych dla sztucznej inteligencji. Miedź stanowi kluczowy element serwerów, systemów chłodzenia, połączeń energetycznych oraz komponentów zapasowych.

Według BloombergNEF rynek miedzi może wejść w deficyt podaży w ciągu najbliższej dekady, potencjalnie już w 2026 r. W 2025 r. kilka dużych kopalń doświadczyło problemów operacyjnych, a część spółek wydobywczych obniżyła prognozy produkcji. Problemy te zwiększyły presję na huty miedzi, których moce od lat, szczególnie w Chinach, rosły szybciej niż wydobywanie, obniżając tym samym marże. Ograniczenie produkcji hutniczej mogłoby jeszcze bardziej zaostrzyć sytuację podażową na rynku miedzi. Choć recykling czerwonego metalu rośnie,

nie wystarczy on do pokrycia przyszłego popytu, co oznacza konieczność zwiększenia wydobycia pierwotnego. Istnieje jednak wiele barier utrudniających istotny wzrost produkcji. Ponieważ miedź jest barometrem globalnej gospodarki, firmy górnicze ostrożnie podchodzą do szybkiego zwiększania mocy wydobywczych. Dodatkowym problemem strukturalnym jest spadek jakości rud, co podnosi koszty wydobycia. Uruchamianie nowych mocy produkcyjnych trwa coraz dłużej. Średni czas od odkrycia złoża do rozpoczęcia wydobycia przekracza obecnie 15 lat.

W obliczu trudności związanych z budową kopalń od podstaw, spółki coraz częściej sięgają po fuzje i przejęcia. Anglo American Plc planuje połączenie z kanadyjskim Teck Resources Ltd., tworząc grupę wartą około 50 mld USD. Zaledwie trzy kraje odpowiadają za niemal 50% globalnej produkcji górniczej miedzi: Chile, Demokratyczna Republika Konga oraz Peru. Chiny dysponują dopiero ósmymi co do wielkości rezerwami miedzi na świecie. Zrekompensowały to jednak poprzez przejmowanie kopalń za granicą oraz rozbudowę mocy hutniczych. W 2024 r. odpowiadały za ponad 40% globalnej produkcji rafinowanej miedzi.

Globalne przepływy handlowe miedzi zostały zaburzone po zapowiedziach amerykańskich ceł importowych. Obawy przed ich wprowadzeniem wyniosły ceny kontraktów terminowych na giełdzie COMEX powyżej notowań na innych rynkach. Na początku grudnia zapasy miedzi w magazynach COMEX były niemal pięciokrotnie wyższe niż na początku roku.

Pozostałe istotne informacje dotyczące rynku miedzi:

- W 2026 r. negocjacje dotyczące długoterminowych kontraktów na koncentrat miedzi wskazują na rekordowo niski benchmark TC/RC na poziomie 0/0¢ dla chińskich hut, co odzwierciedla pogłębiający się deficyt na globalnym rynku koncentratu. Pięć dużych chińskich hut zawarło już umowy z Antofagasta Minerals, a potwierdzenie benchmarku wydaje się obecnie formalnością. W 2025 r. stawki różniły się regionalnie: Chiny 21,25/2,125¢, Japonia i Korea 25/2,5¢. Tymczasem w Japonii Sumitomo Metal Mining uzgodniło z kilkoma producentami niezależnymi dodatkowo dwucyfrowe TC/RC na 2026 r., co sugeruje utrzymanie korzystniejszych warunków niż w Chinach. Rozbieżności w cenach mogą się utrzymać, a negocjacje z AMSA w Japonii wciąż trwają.
- W październiku wydobycie miedzi w peruwiańskich kopalniach wzrosło o 5% r/r do poziomu 248,2 tys. ton (+3% r/r narastająco od początku roku). Odnotowano wyższą produkcję miedzi między innymi w kopalniach Antamina (+49% r/r; 42,4 tys. ton) oraz Toromocho (+33% r/r; 21,7 tys. ton), podczas gdy wolumeny spadły w Las Bambas (-9% r/r; 35,1 tys. ton), Cerro Verde (-4% r/r; 34,6 tys. ton) oraz Quellaveco (-10% r/r; 25,1 tys. ton). Ponadto w październiku odnotowano także wyższą produkcję złota (+4% r/r; +2% narastająco od początku roku), srebra (+13% r/r; +9% narastająco od początku roku), ołowiu (+5% r/r; +7% narastająco od początku roku), cynku (+31% r/r; +19% narastająco od początku roku), molibdenu (+16% r/r; choć -8% narastająco od początku roku).
- Glencore Plc kupił peruwiański projekt miedzi Quechua w regionie Cusco od japońskiej spółki Pan Pacific Copper, w trzeciej transakcji dotyczącej tego metalu w Peru w ciągu niespełna dwóch tygodni. Wartość transakcji nie została ujawniona, a rząd Peru szacuje, że budowa kopalni może kosztować ok. 1,3 mld USD. Zakup wpisuje się w falę przejęć w kraju, gdzie w ostatnim czasie Rio2 przejęło kopalnię Condestable, a Fortescue zwiększyło udział w Alta Copper. Rosnące zainteresowanie aktywami miedziowymi wynika z niemal rekordowych cen metalu, które w tym roku wzrosły o ponad 30% z powodu zakłóceń produkcji i trudności w uruchamianiu nowych projektów. Glencore chce niemal podwoić swoją globalną produkcję miedzi i rozwija obecność w Peru mimo protestów społecznych oraz rozbudowanej biurokracji. Projekt Quechua uzupełnia istniejące aktywa Glencore w regionie, w tym kopalnię Antapaccay i planowany projekt Coroccohuayco. Dzięki już dostępnej infrastrukturze Quechua może być dla spółki szczególnie wartościowy. Antapaccay wyprodukowała w 2024 roku ok. 146 tys. ton miedzi, a Glencore ma także 34% udziałów w kopalni Antamina.

Metale Szlachetne

Podsumowanie 2025: Tematy, które ukształtowały rynek metali szlachetnych

Rok 2025 okazał się przełomowy dla rynku metali szlachetnych, wspierany rekordowymi zakupami banków centralnych, ograniczeniami podaży oraz rosnącym popytem przemysłowym. Złoto, srebro i platyna potwierdziły swoją strategiczną rolę w warunkach geopolitycznej niepewności i rosnącego zadłużenia. Utrzymanie się takiej sytuacji również w 2026 r. może spowodować, że fizyczne aktywa będą coraz wyraźniej wyróżniać się jako stabilny fundament portfeli inwestycyjnych.

Przełom roku to dla inwestorów na całym świecie czas kiedy analizują zmiany gospodarcze i polityczne, które zdefiniowały 2025 r. dla rynku metali szlachetnych. Po raz kolejny złoto, srebro oraz metale z grupy platynowców (PGM) potwierdziły swoją wartość jako kluczowe filary zdywersyfikowanych portfeli. Rynek wykazał się imponującą odpornością, wspieraną przez „idealną burzę” nieustannych zakupów ze strony banków centralnych, zacieśniających się łańcuchów dostaw oraz odrodzenia popytu przemysłowego. Jeśli można wskazać jedną dominującą narrację na rynku kruszców w 2025 r., była nią skala akumulacji prowadzonej przez banki centralne. Trzeci rok z rzędu zakupy netto sektora oficjalnego pozostawały filarem popytu. Na czele znalazły się Polska, Chiny, Indie, Turcja i Kazachstan, do których dołączyło kilka państw Bliskiego Wschodu, po cichu budujących swoje rezerwy. Nie chodzi tu wyłącznie o gromadzenie bogactwa – to strategiczny zwrot w stronę odejścia od dolara amerykańskiego. Zarządzający rezerwami działają z geopolitycznym pragmatyzmem, starając się zabezpieczyć swoje kraje przed ryzykiem związanym z zachodnim zadłużeniem i zmiennymi stopami procentowymi. Przy globalnym długu przekraczającym 346 bln USD w III kwartale 2025 r., co odpowiada około 310% światowego PKB, argument za posiadaniem złota nigdy nie był silniejszy. Dla inwestora prywatnego takie zachowanie instytucji stanowi potężne potwierdzenie sensu tej strategii. Każda tona złota kupiona przez bank centralny przypomina, że metal ten pozostaje ostateczną polisą ubezpieczeniową na wypadek błędów politycznych i niestabilności fiskalnej. Podczas gdy popyt pozostawał silny, strona podażowa w 2025 roku napotkała poważne tarcia. Nawet przy sprzyjających cenach firmy górnicze zmagaly się z potrójnym problemem: rosnącymi kosztami energii, niedoborami siły roboczej oraz barierami regulacyjnymi. Gotówkowe koszty operacyjne producentów złota wzrosły rok do roku o około 7%, głównie z powodu wyższych cen oleju napędowego, stali i cyjanku. Jeszcze trudniejsza sytuacja dotyczyła metali z grupy platynowców. W Republice Południowej Afryki i Zimbabwie – światowych centrach produkcji platyny – wydobywanie było ograniczane przez starzejącą się infrastrukturę oraz niestabilne dostawy energii elektrycznej. W efekcie wstępne dane wskazują, że globalna podaź platyny spadła o około 3%, wprowadzając rynek w kolejny strukturalny deficyt. Pallad doświadczył podobnych ograniczeń, a rosyjski eksport nadal był dławiony przez sankcje i bariery logistyczne. Być może najbardziej niepokojący w długim terminie jest brak nowych źródeł podaży. Liczba nowych kopalń złota rozpoczynających produkcję w 2025 r. osiągnęła niemal dziesięcioletnie

minimum. Po latach inflacji producenci stawiają dziś na dyscyplinę kapitałową zamiast ekspansji, a procesy uzyskiwania pozwoleń ciągną się w czasie. Analitycy ostrzegają, że bez dużych nowych odkryć globalna podaż złota z kopalń może ustabilizować się w ciągu trzech do pięciu lat, co znacząco wzmocniłoby jego wartość wynikającą z dostępności. Srebro i platyna były w tym roku wyraźnymi liderami po stronie popytu przemysłowego. W miarę jak rządy coraz mocniej naciskały na dekarbonizację, przyrost mocy energii słonecznej ponownie ustanowił rekordy, przekraczając 650 GW – wyraźnie więcej niż około 600 GW w 2024 r. Zachowanie rynku ciekawie ewoluowało zarówno w kanałach fizycznych, jak i cyfrowych. Popyt na fizyczne sztabki i monety utrzymywał się na poziomie około 1 150 ton. Choć był nieco niższy niż wyjątkowe szczyty z 2024 r., nadal znacząco przewyższał pięcioletnią średnią. Najsilniejszy apetyt na fizyczny metal obserwowano w Niemczech, Wielkiej Brytanii i Chinach, gdzie obawy o uporczywą inflację i dewaluację walut napędzały zakupy detaliczne. W segmencie profesjonalnym nastąpił powrót kapitału do produktów giełdowych (ETP). Globalne ETF-y oparte na złocie przyciągnęły do połowy roku niemal 400 ton dodatkowego kruszcu, odwracając odpływy z lat poprzednich. Sugeruje to, że inwestorzy instytucjonalni ponownie postrzegają metale szlachetne jako podstawową alokację, a nie jedynie krótkoterminową transakcję taktyczną. Technologia również poszerza dostęp. Tokenizowane produkty złota – cyfrowe tokeny reprezentujące ułamkową własność sztabek przechowywanych w skarbcach – zyskały popularność w takich centrach jak Londyn, Zurych i Dubaj. Choć wciąż jest to niszowy segment, pokazuje on, jak rynek dostosowuje się, by oferować łatwiejszy dostęp do aktywów fizycznych.

Tłem dla tych ruchów była gospodarka pełna uporczywej niepewności. Od eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie po rosnące zadłużenie Zachodu – ryzyko polityczne było stałym towarzyszem inwestorów w 2025 roku. Przy deficycie fiskalnym USA bliskim 6% PKB oraz rekordowych wskaźnikach długu do PKB w Europie i Japonii, pytania o długoterminową stabilność monetarną ponownie znalazły się w centrum uwagi. Rynki akcji były zmienne, reagując na każdą zmianę oczekiwań dotyczących obniżek stóp procentowych i niepewność wokół cel, podczas gdy instytucje takie jak MFW i BIS wielokrotnie ostrzegały przed kruchością systemową. Na tle tego szumu złoto zrobiło dokładnie to, czego się od niego oczekuje: utrzymało swoją pozycję. Metal handlowany był stabilnie, osiągając średnio około 3 200 USD/oz do listopada i ustanawiając rekordowe poziomy powyżej 4 100 USD w IV kwartale. Srebro i platyna również skorzystały z tej fali popularności bezpiecznych aktywów, po raz kolejny udowadniając, że ta klasa aktywów oferuje stabilność, gdy inne rynki się chwieją. Patrząc w stronę 2026 r., czynniki, które definiowały rok 2025, nie wykazują oznak słabnięcia. Banki centralne nadal dywersyfikują, kopalnie doznają ograniczeń produkcyjnych, a przemysłowy impuls na rzecz elektryfikacji tylko przyspiesza. Analitycy prognozują, że złoto pozostanie dobrze wspierane, a kilka dużych banków przewiduje obecnie, że cena może w 2026 r. sięgnąć poziomów 4 500 USD i wyżej, jeśli ryzyko makroekonomiczne pozostanie podwyższone. Srebro powinno zachować odporność dzięki swojej podwójnej roli, natomiast odbicie platyny będzie prawdopodobnie zależeć od tempa adopcji wodoru oraz dyscypliny producentów.

Gospodarka światowa | Rynki walutowe

Gospodarka USA rośnie w najszybszym tempie od lat – PKB w górę o 4,3%

Gospodarka Stanów Zjednoczonych odnotowała w trzecim kwartale najszybszy wzrost od dwóch lat, napędzany silną konsumpcją, inwestycjami firm oraz łagodniejszą polityką handlową. Ważnym wsparciem okazały się wydatki związane z infrastrukturą AI i sektorem usług, mimo utrzymującej się inflacji i niepewności politycznej. Choć krótkoterminowe ryzyka nadejdą się utrzymują, ekonomiści i decydenci dostrzegają podstawy do dalszego wzrostu w 2026 r.

Gospodarka Stanów Zjednoczonych przyspieszyła w trzecim kwartale do najwyższego tempa od dwóch lat, wspierana przez odporną konsumpcję oraz wydatki firm, a także spokojniejszą politykę handlową. Realny produkt krajowy brutto — skorygowany o inflację i mierzący wartość dóbr oraz usług wytwarzanych w USA — wzrósł w ujęciu annualizowanym o 4,3%, wynika z raportu opublikowanego we wtorek przez Bureau of Economic Analysis. Odczyt ten był wyższy od wszystkich prognoz poza jedną w ankiecie Bloomberg’a i nastąpił po wzroście o 3,8% w poprzednim okresie. BEA pierwotnie miało opublikować wstępny szacunek PKB 30 października, jednak raport został anulowany z powodu wstrzymania działalności rządu. Agencja zazwyczaj publikuje trzy szacunki kwartalnego wzrostu, stopniowo je korygując wraz z napływem nowych danych, lecz w przypadku okresu poprzedzającego najdłuższe w historii zamknięcie administracji opublikuje jedynie dwa.

Opóźniony „raport okresowy” pokazuje, że gospodarka utrzymała impet w połowie roku, gdy konsumenci nadal zwiększali wydatki, a najbardziej restrykcyjne cła nałożone przez prezydenta Donalda Trumpa zostały wycofane. Choć oczekuje się, że *shutdown* obciąży wzrost w czwartym kwartale, ekonomiści prognozują umiarkowane odbicie w 2026 r., gdy gospodarstwa domowe otrzymają zwroty podatkowe, a spodziewane orzeczenie Sądu Najwyższego może unieważnić szerokie, globalne cła Trumpa. Najnowsze projekcje Fed odzwierciedlają ten pogląd — przewodniczący Jerome Powell wskazał na wspierającą politykę fiskalną, wydatki na centra danych AI oraz utrzymującą się konsumpcję gospodarstw domowych jako czynniki stojące za prognozą szybszego wzrostu w przyszłym roku. Decydenci przewidują tylko jedną obniżkę stóp procentowych w 2026 r., po trzech kolejnych cięciach w 2025 r. Jednym z powodów ostrożności części urzędników w dalszym luzowaniu polityki pieniężnej pozostaje fakt, że inflacja wciąż przekracza cel 2%. Raport pokazał również, że preferowana przez Fed miara inflacji, indeks cen wydatków konsumpcyjnych (PCE) z wyłączeniem żywności i energii, wzrosła w trzecim kwartale o 2,9%. BEA nie ustaliło jeszcze nowych terminów publikacji miesięcznych danych PCE za październik i listopad. Pomimo pewnych sygnałów słabnącej konsumpcji w czwartym kwartale, Ben Ayers, główny ekonomista w Nationwide, oczekuje przyspieszenia gospodarki w 2026 r. Wspomina on również, że fundament gospodarki pozostaje solidny. Opublikowane dane pokazały, że zaufanie konsumentów w USA spadło w grudniu piąty miesiąc

z rządu, co jest najdłuższą taką serią od 2008 r. i odzwierciedla utrzymujące się obawy dotyczące inflacji, ceł i polityki. Mimo to indeks S&P 500 zakończył sesję na plusie, a obligacje skarbowe ograniczyły wcześniejsze straty. Pomimo obaw wyrażanych w badaniach, wydatki konsumenckie, główny motor wzrostu gospodarczego, zwiększyły się w ubiegłym kwartale w tempie annualizowanym 3,5%. Odzwierciedlało to solidne nakłady na usługi, w tym opiekę zdrowotną oraz podróże zagraniczne. Spadły natomiast wydatki na pojazdy silnikowe. Jednocześnie słabszy rynek pracy oraz wysoki koszt życia stanowią wyzwania dla konsumentów w 2026 r. Ta kombinacja czynników doprowadziła do wyraźniejszego zróżnicowania wydatków gospodarstw domowych w zależności od poziomu dochodów.

Inwestycje przedsiębiorstw wzrosły w tempie 2,8%, napędzane kolejnym silnym kwartałem wydatków na sprzęt komputerowy. Nakłady na centra danych, które stanowią infrastrukturę dla AI, osiągnęły nowy rekord. Inne dane pokazały, że zamówienia na wyposażenie biznesów w USA spadły w październiku bardziej, niż oczekiwano. Jednocześnie wysyłki dóbr kapitałowych niezwiązanych z obronnością, w tym samolotów, które bezpośrednio zasilają komponent inwestycji w PKB, były silniejsze od prognoz, co wskazuje na pewien impet wchodzący w czwarty kwartał. Inny raport pokazał, że produkcja przemysłowa w październiku i listopadzie wzrosła przeciętnie tylko nieznacznie, ograniczana przez słabą aktywność w przetwórstwie. Eksport netto dodał około 1,6 punktu procentowego do wzrostu PKB po wahaniach obserwowanych w pierwszej połowie roku. Towary i usługi niewytwarzane w USA są odejmowane w kalkulacji PKB, choć są uwzględniane w konsumpcji. Zapasy oraz inwestycje mieszkaniowe obciążyły wzrost w trzecim kwartale. W ujęciu rok do roku tempo wzrostu gospodarczego było bardziej umiarkowane i wyniosło 2,3%, co odzwierciedla wpływ wyższych ceł importowych oraz utrzymującej się inflacji. Ponieważ wahania handlu zagranicznego i zapasów zniekształcały w tym roku ogólny odczyt PKB, ekonomiści zwracają większą uwagę na sprzedaż finalną do prywatnych nabywców krajowych — węższą miarę popytu konsumpcyjnego i inwestycji przedsiębiorstw. Wskaźnik ten wzrósł o 3%, co stanowi najwyższy wynik od roku. Druga główna miara aktywności gospodarczej rządu — dochód krajowy brutto (GDI) — wzrosła o 2,4% po zrewidowanym wzroście o 2,6% w drugim kwartale. Podczas gdy PKB mierzy wydatki na dobra i usługi, GDI odzwierciedla dochody generowane oraz koszty ponoszone przy ich wytwarzaniu.

Raport zawiera również nowe dane dotyczące zysków przedsiębiorstw, które wzrosły w trzecim kwartale o 4,2% — najwięcej w 2025 r. Miara zysków po opodatkowaniu firm niefinansowych jako udziału w wartości dodanej brutto, traktowana jako przybliżenie marż, uległa w tym roku zawężeniu, choć nadal pozostaje wyraźnie powyżej poziomów obserwowanych od lat 50. do okresu pandemii. Kolejny i zarazem finalny szacunek PKB za trzeci kwartał zostanie opublikowany 22 stycznia. BEA nie ustaliło jeszcze nowego terminu publikacji wstępnych szacunków za czwarty kwartał oraz za cały 2025 r., które pierwotnie miały zostać ogłoszone 29 stycznia. Agencja poinformowała, że do tego czasu nie będzie dysponować wystarczającą ilością danych.

Kalendarz makroekonomiczny

Publikacje ważnych danych makroekonomicznych

Ważność	Data	Publikacja	Okres	Odczyt ¹	Poprzednio	Konsensus ²
Chiny 						
***	01-gru	PMI w przemyśle wg Caixin	Lis	49,9 ▼	50,6	50,5
*	07-gru	Rezerwy walutowe (mld USD)	Lis	3 346 ▲	3 343	3 357
*****	15-gru	Produkcja przemysłowa (rdr)	Lis	4,8% ▼	4,9%	5,0%
**	15-gru	Nakłady na środki trwałe (skumul., rdr)	Lis	-2,6% ▼	-1,7%	-2,3%
**	27-gru	Zyski przedsiębiorstw przemysłowych (rdr)	Lis	-13,1% ▼	-5,5%	--
***	31-gru	Oficjalny PMI w przemyśle	Gru	50,1 ▲	49,2	49,2
***	31-gru	PMI w przemyśle wg Caixin	Gru	50,1 ▲	49,9	49,8
Polska 						
***	01-gru	PMI w przemyśle	Lis	49,1 ▲	48,8	49,0
*****	01-gru	PKB (rdr) - dane finalne	III kw.	3,8% ▲	3,7%	--
*****	01-gru	PKB (kdk) - dane finalne	III kw.	0,9% ▲	0,8%	--
*****	18-gru	Sprzedana produkcja przemysłowa (rdr)‡	Lis	-1,1% ▼	3,3%	2,7%
**	18-gru	Średnia płaca w sektorze przedsiębiorstw (rdr)	Lis	7,1% ▲	6,6%	6,2%
*	18-gru	Zatrudnienie (rdr)	Lis	-0,8% -	-0,8%	-0,9%
*	22-gru	Podaż pieniądza M3 (rdr)	Lis	10,6% -	10,6%	10,5%
**	23-gru	Stopa bezrobocia	Lis	5,6% -	5,6%	5,7%
USA 						
***	01-gru	PMI w przemyśle - dane finalne	Lis	52,2 ▼	52,5	51,9
**	01-gru	Indeks ISM Manufacturing	Lis	48,2 ▼	48,7	49,0
*****	03-gru	Produkcja przemysłowa (mdm)‡	Wrz	0,1% ▲	-0,3%	0,1%
*	03-gru	Wykorzystanie mocy produkcyjnych‡	Wrz	75,9% ▼	76,1%	77,2%
***	03-gru	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Lis	54,2 ▼	54,6	--
***	03-gru	PMI w usługach - dane finalne	Lis	54,1 ▼	54,8	55,0
**	04-gru	Zamówienia na dobra trwałego użytku - dane finalne‡	Wrz	0,5% ▼	0,6%	--
*****	10-gru	Główna górna stopa procentowa FOMC (Fed)	Dec	3,75% ▼	4,00%	3,75%
*****	10-gru	Główna dolna stopa procentowa FOMC (Fed)	Dec	3,50% ▼	3,75%	3,50%
**	16-gru	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (tys.)	Paż	- 105 ▼	108	- 25,0
**	16-gru	Stopa bezrobocia U6 ("ukryte bezrobocie")‡	Lis	8,7% ▲	8,1%	--
**	16-gru	Stopa bezrobocia (główna)	Lis	4,6%	--	4,5%
*	16-gru	Średnie zarobki godzinowe (rdr)	Paż	3,7% -	3,7%	3,7%
**	16-gru	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (tys.)‡	Lis	64,0 ▲	- 173	50,0
***	16-gru	PMI w przemyśle - dane wstępne	Gru	--	52,2	52,1
***	16-gru	PMI w usługach - dane wstępne	Gru	--	54,1	54,0
*****	23-gru	PKB (zanalizowane, kdk) -	III kw.	4,3% ▲	3,8%	3,3%

Ważność	Data	Publikacja	Okres	Odczyt ¹	Poprzednio	Konsensus ²
Strefa euro						
0000	01-gru	PMI w przemyśle - dane finalne	Lis	49,6 ▼	50,0	49,7
00	02-gru	Stopa bezrobocia†	Paź	6,4% -	6,4%	6,3%
0000	03-gru	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Lis	52,8 ▲	52,5	52,4
0000	03-gru	PMI w usługach - dane finalne	Lis	53,6 ▲	53,0	53,1
000000	05-gru	PKB (sa, rdr) -	III kw.	1,4% -	1,4%	1,4%
000000	05-gru	PKB (sa, kdk) -	III kw.	0,3% ▲	0,2%	0,2%
0000	05-gru	Nakłady na aktywa trwałe (kdk)†	III kw.	0,9% ▲	-1,7%	0,6%
0000	05-gru	Konsumpcja gospodarstw domowych (kdk)†	III kw.	0,2% ▼	0,3%	0,1%
00000	15-gru	Produkcja przemysłowa (sa, mdm)	Paź	0,8% ▲	0,2%	0,8%
00000	15-gru	Produkcja przemysłowa (wda, rdr)	Paź	2,0% ▲	1,2%	1,9%
0000	16-gru	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Gru	--	52,8	52,6
0000	16-gru	PMI w przemyśle - dane wstępne	Gru	--	49,6	49,9
0000	16-gru	PMI w usługach - dane wstępne	Gru	--	53,6	53,3
000000	18-gru	Główna stopa procentowa (refinansowa) ECB	Dec	2,15% -	2,15%	2,15%
000000	18-gru	Stopa depozytowa ECB	Dec	2,0% -	2,0%	2,0%
Niemcy						
0000	01-gru	PMI w przemyśle - dane finalne	Lis	48,2 ▼	49,6	48,4
0000	03-gru	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Lis	52,4 ▼	53,9	52,1
0000	05-gru	Zamówienia w przemyśle (wda, rdr)†	Paź	-0,7% ▲	-3,4%	-2,4%
00000	08-gru	Produkcja przemysłowa (wda, rdr)†	Paź	0,8% ▲	-1,4%	-0,4%
0000	16-gru	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Gru	--	52,4	52,4
0000	16-gru	PMI w przemyśle - dane wstępne	Gru	--	48,2	48,6
Francja						
0000	01-gru	PMI w przemyśle - dane finalne	Lis	47,8 ▼	48,8	47,8
0000	03-gru	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Lis	50,4 ▲	47,7	49,9
00000	05-gru	Produkcja przemysłowa (rdr)†	Paź	1,7% ▲	1,5%	1,3%
0000	16-gru	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Gru	--	50,4	50,2
0000	16-gru	PMI w przemyśle - dane wstępne	Gru	--	47,8	48,1
Włochy						
0000	01-gru	PMI w przemyśle	Lis	50,6 ▲	49,9	50,1
00	02-gru	Stopa bezrobocia†	Paź	6,0% ▼	6,2%	6,1%
0000	03-gru	PMI ogólny (composite)	Lis	53,8 ▲	53,1	52,8
00000	10-gru	Produkcja przemysłowa (wda, rdr)†	Paź	-0,3% ▼	1,4%	0,3%
Wielka Brytania						
0000	01-gru	PMI w przemyśle (sa) - dane finalne	Lis	50,2 ▲	49,7	50,2
0000	03-gru	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Lis	51,2 ▼	52,2	50,5
00000	12-gru	Produkcja przemysłowa (rdr)	Paź	-0,8% ▲	-2,5%	-1,2%
00	16-gru	Stopa bezrobocia (3-miesięczna)	Paź	5,1% ▲	5,0%	5,1%
0000	16-gru	PMI w przemyśle (sa) - dane wstępne	Gru	--	50,2	50,3
0000	16-gru	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Gru	--	51,2	51,5
000000	18-gru	Główna stopa procentowa BoE	Dec	3,75% ▼	4,00%	3,75%
000000	22-gru	PKB (rdr) - dane finalne	III kw.	1,3% -	1,3%	1,3%
000000	22-gru	PKB (kdk) - dane finalne	III kw.	0,1% -	0,1%	0,1%
Japonia						
0000	01-gru	PMI w przemyśle - dane finalne	Lis	48,7 ▲	48,2	--
0000	03-gru	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Lis	52,0 ▲	51,5	--
000000	08-gru	PKB (kdk, sa, zannualizowane) - dane finalne	III kw.	-2,3% ▼	-1,8%	-2,0%
000000	08-gru	PKB (kdk, sa) - dane finalne	III kw.	-0,6% ▼	-0,4%	-0,5%
00000	12-gru	Produkcja przemysłowa (rdr) - dane finalne	Paź	1,6% ▲	1,5%	--
Chile						
00000	01-gru	Aktywność ekonomiczna (rdr)†	Paź	2,2% ▼	2,7%	2,0%
00	04-gru	Wynagrodzenie nominalne (rdr)	Paź	5,9% -	5,9%	--
Kanada						
000000	10-gru	Główna stopa procentowa BoC	Dec	2,25% -	2,25%	2,25%
0000	12-gru	Wykorzystanie mocy produkcyjnych†	III kw.	78,5% ▲	77,6%	79,5%
000000	23-gru	PKB (rdr)	Paź	0,4% ▼	1,0%	0,3%

¹ Różnica między odczytem a poprzednią daną: ▲ = wyższy niż poprzednia; ▼ = niższy niż poprzednia; = = równy poprzedniej.

² Różnica między odczytem a konsensusem: ▲ = wyższy od konsensusu; ▼ = niższy od konsensusu; ○ = równy konsensusowi.

mdm = zmiana miesięczna; rdr = zmiana roczna; kdk = zmiana kwartalna; skumul. = od początku roku; sa = wyrównany sezonowo; wda = wyrównany ilością dni roboczych; † = poprzednie dane po rewizji.

Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Kluczowe dane rynkowe

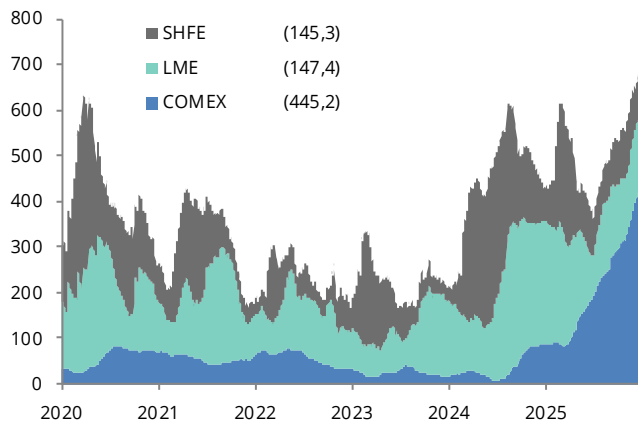
Ceny kluczowych metali podstawowych i szlachetnych, kursy walutowe oraz pozostałe ważne czynniki rynkowe

(na dzień: 31-gru-25)		Zmiana ceny ¹				Od początku roku ³		
	Cena	1 m-c	pocz. kw.	pocz. roku	1 rok	Średnia	Min.	Maks.
LME (USD/t; Mo w USD/funt)								
Miedź	12 504,00	▲ 13,6%	▲ 21,4%	▲ 43,6%	▲ 43,6%	9 944,94	8 539,00	12 512,00
Molibden	21,50	▼ -3,3%	▼ -15,4%	▲ 0,6%	▲ 0,6%	22,15	19,71	26,01
Nikiel	16 485,00	▲ 12,4%	▲ 9,4%	▲ 9,2%	▲ 9,2%	15 159,94	13 815,00	16 485,00
Aluminium	2 968,00	▲ 5,0%	▲ 11,2%	▲ 17,9%	▲ 17,9%	2 632,07	2 285,00	2 968,00
Cyna	40 900,00	▲ 4,5%	▲ 15,9%	▲ 41,5%	▲ 41,5%	34 119,96	28 225,00	43 725,00
Cynk	3 063,50	▼ -5,9%	▲ 1,8%	▲ 3,0%	▲ 3,0%	2 869,66	2 521,00	3 350,50
Ołów	1 962,00	▲ 0,4%	▲ 0,3%	▲ 2,1%	▲ 2,1%	1 963,44	1 820,00	2 081,00
LBMA (USD/troz)								
Srebro	71,99	▲ 33,5%	▲ 55,9%	▲ 149,1%	▲ 149,1%	40,03	29,41	74,84
Złoto ²	4 307,95	▲ 2,8%	▲ 12,6%	▲ 65,0%	▲ 65,0%	3 439,15	2 633,35	4 480,80
LPPM (USD/troz)								
Platyna ²	2 027,00	▲ 23,6%	▲ 29,0%	▲ 121,8%	▲ 121,8%	1 281,73	920,00	2 295,00
Pallad ²	1 567,00	▲ 8,2%	▲ 26,9%	▲ 72,4%	▲ 72,4%	1 151,89	901,00	1 837,00
Waluty⁴								
EURUSD	1,1750	▲ 1,6%	▲ 0,1%	▲ 13,1%	▲ 13,1%	1,1300	1,0198	1,1837
EURPLN	4,2267	▼ -0,2%	▼ -1,0%	▼ -1,1%	▼ -1,1%	4,2402	4,1339	4,3033
USDPLN	3,6016	▼ -1,7%	▼ -0,8%	▼ -12,2%	▼ -12,2%	3,7588	3,5848	4,1904
USDCAD	1,3706	▼ -2,0%	▼ -1,5%	▼ -4,7%	▼ -4,7%	1,3978	1,3558	1,4603
USDCNY	6,9890	▼ -1,2%	▼ -1,9%	▼ -4,3%	▼ -4,3%	7,1854	6,9890	7,3463
USDCLP	911,18	▼ -1,9%	▼ -5,2%	▼ -8,2%	▼ -8,2%	951,64	904,54	1 012,76
Rynek pieniężny								
3m SOFR	3,652	▼ -0,14	▼ -0,32	▼ -0,65	▼ -0,65	4,151	3,652	4,333
3m EURIBOR	2,026	▼ -0,03	▼ -0,01	▼ -0,69	▼ -0,69	2,177	1,937	2,789
3m WIBOR	3,990	▼ -0,23	▼ -0,73	▼ -1,85	▼ -1,85	5,098	3,990	5,910
5-letni swap st. proc. USD	3,464	▲ 0,16	▲ 0,07	▼ -0,57	▼ -0,57	3,584	3,192	4,286
5-letni swap st. proc. EUR	3,464	▲ 0,16	▲ 0,07	▼ -0,57	▼ -0,57	2,342	2,115	2,605
5-letni swap st. proc. PLN	3,740	▼ -0,06	▼ -0,40	▼ -1,26	▼ -1,26	4,275	3,740	5,185
Paliwa								
Ropa WTI Cushing	69,62	▲ 9,1%	▲ 17,7%	▲ 69,9%	▲ 69,9%	53,22	35,79	69,62
Ropa Brent	70,03	▲ 4,1%	▲ 11,7%	▲ 61,0%	▲ 61,0%	55,78	37,25	70,03
Diesel NY (ULSD)	2,26	▲ 4,7%	▲ 16,2%	▲ 61,7%	▲ 61,7%	1,79	1,33	2,26
Pozostałe								
VIX	14,95	▼ -1,40	▼ -1,33	▼ -2,40	▼ -2,40	18,93	13,47	52,33
BBG Commodity Index	109,69	▼ -0,7%	▲ 4,8%	▲ 11,1%	▲ 11,1%	104,39	97,32	112,48
S&P500	6 845,50	▼ -0,1%	▲ 2,3%	▲ 16,4%	▲ 16,4%	6 216,87	4 982,77	6 932,05
DAX	24 490,41	▲ 2,7%	▲ 2,6%	▲ 23,0%	▲ 23,0%	23 238,29	19 670,88	24 611,25
Shanghai Composite	3 968,84	▲ 2,1%	▲ 2,2%	▲ 18,4%	▲ 18,4%	3 575,22	3 096,58	4 029,50
WIG 20	3 184,02	▲ 6,1%	▲ 12,6%	▲ 45,3%	▲ 45,3%	2 779,96	2 221,30	3 184,02
KGHM	280,80	▲ 32,6%	▲ 75,5%	▲ 144,2%	▲ 144,2%	148,57	106,50	280,80

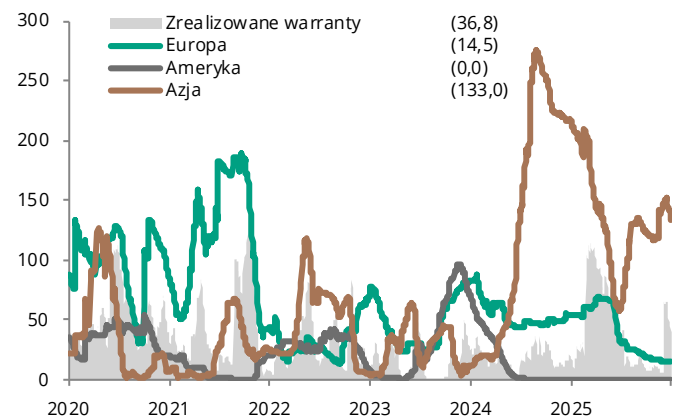
⁰ zmiana w okresie: 2 tyg. = dwóch tygodni; pocz. kw. = od początku kwartału; pocz. roku = od początku roku; 1 rok = jednoroczna.

¹ użyto dziennych cen na zamknięcie. ² ostatnia kwotowana cena. ³ fixingi banków centralnych (Bank of China HK dla USD/CNY).

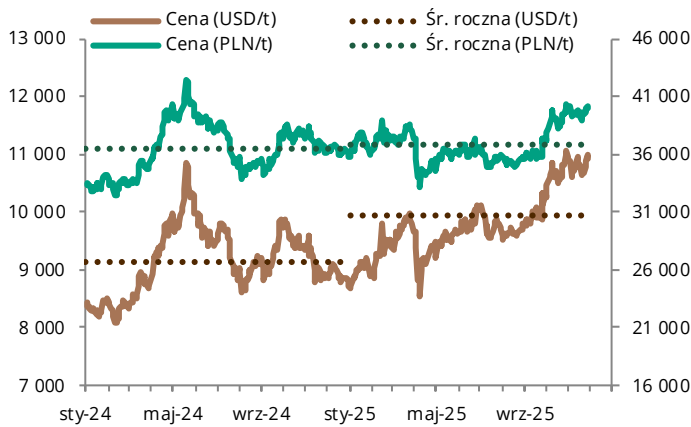
Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Miedź – oficjalne zapasy giełdowe (tys. ton)


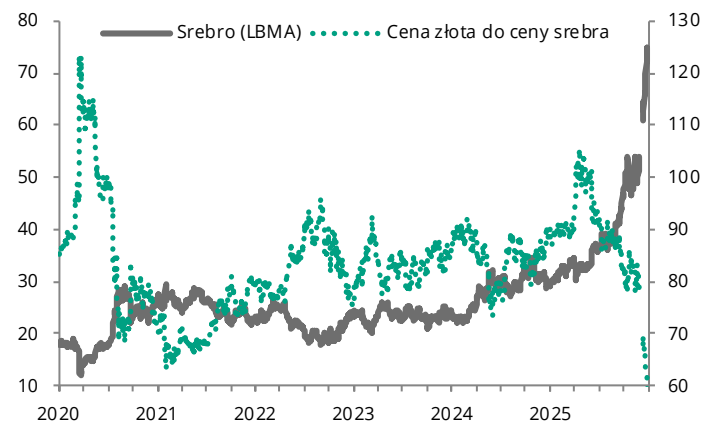
Ostatnie dane w nawiasach. Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Miedź – oficjalne zapasy giełdy LME (tys. ton)


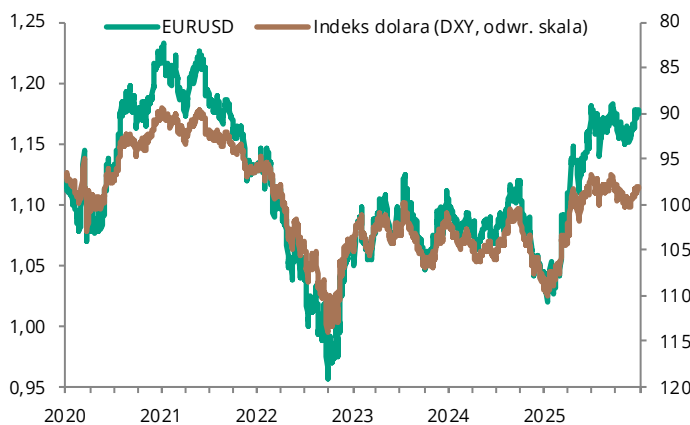
Ostatnie dane w nawiasach. Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Miedź – cena w USD (lewa oś) i PLN (prawa oś) za tonę


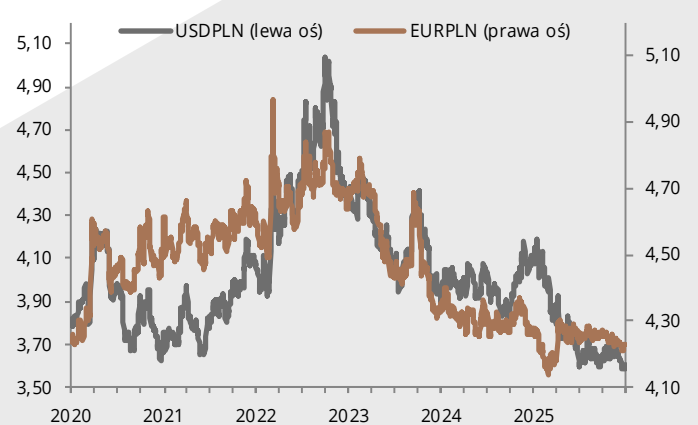
Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Srebro – cena (l. oś) i relacja do ceny złota (p. oś)


Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

USD – indeks dolara (l. oś) i kurs EUR/USD wg ECB (p. oś)


Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

PLN – kurs względem USD (l. oś) i EUR (p. oś) wg NBP


Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Nota prawna

Powyższy materiał został opracowany na podstawie m.in. następujących raportów z okresu: **1 – 31 grudnia 2025**

- Barclays Capital, ▪ BofA Merrill Lynch, ▪ Citi Research, ▪ CRU Group, ▪ Deutsche Bank Markets Research, ▪ Gavekal Dragonomics, ▪ Goldman Sachs, ▪ JPMorgan, ▪ Macquarie Capital Research, ▪ Mitsui Bussan Commodities, ▪ Morgan Stanley Research, ▪ SMM Information & Technology, ▪ Sharps Pixley.

Ponadto zostały wykorzystane informacje uzyskane w bezpośrednich rozmowach z brokerami, z raportów instytucji finansowych oraz ze stron internetowych: ▪ thebulliondesk.com, ▪ lbma.org.uk, ▪ lme.co.uk, ▪ metalbulletin.com, ▪ nbp.pl, a także systemów: Bloomberg oraz Thomson Reuters.

Oficjalne notowania metali są dostępne na stronach:

- metale podstawowe: www.lme.com/dataprices_products.asp (bezpłatne logowanie)
- srebro i złoto: www.lbma.org.uk/pricing-and-statistics
- platyna oraz pallad: www.lppm.com

ZASTRZEŻENIE

Niniejszy dokument odzwierciedla poglądy pracowników Wydziału Ryzyka Rynkowego KGHM Polska Miedź S.A. na temat gospodarki, a także rynków towarowych oraz finansowych. Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w opracowaniu są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie, o czym KGHM Polska Miedź S.A. może nie poinformować. Dokument ten jest udostępniany wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być interpretowany jako oferta lub porada dotycząca zakupu/sprzedaży wymienionych w nim instrumentów, jak również nie stanowi części takiej oferty ani porady.

Przedruk lub inne użycie całości bądź części publikowanego materiału wymaga wcześniejszej pisemnej zgody KGHM. Aby ją uzyskać - należy skontaktować się z Departamentem Komunikacji KGHM Polska Miedź SA.

W razie pytań, komentarzy, bądź uwag prosimy o kontakt:

KGHM Polska Miedź S.A.
Departament Zabezpieczeń
Wydział Ryzyka Rynkowego
ul. M. Skłodowskiej-Curie 48
59-301 Lubin, Polska