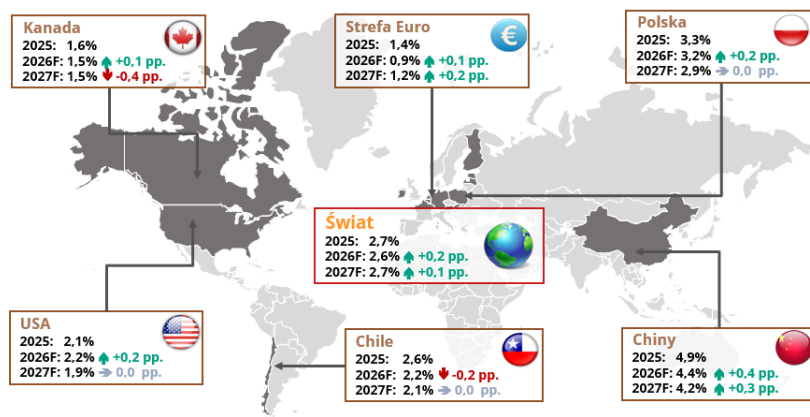


Biuletyn Rynkowy

- Miedź:** Cena miedzi gwałtownie spada po rekordowym rajdzie, kończąc wyjątkowo burzliwy ostatni tydzień stycznia na rynkach metali. Opóźnione otwarcie londyńskiej giełdy LME, umacniający się dolar oraz realizacja zysków zwiększają nerwowość inwestorów. Analitycy wskazują, że fundamenty popytowe mogą nie uzasadniać skali ostatnich wzrostów (str. 2).
- Metale szlachetne:** Banki centralne na całym świecie masowo zwiększają zakupy złota, ograniczając jednocześnie swoją zależność od dolara. W tle rosną napięcia geopolityczne, podważana niezależność Rezerwy Federalnej oraz rekordowe ceny kruszcu. Eksperci ostrzegają, że zmiany te mogą na trwałe przekształcić globalny system finansowy (str. 5).
- Makro:** Globalna gospodarka wykazuje wyraźną odporność mimo wstrząsów handlowych i narastającej niepewności geopolitycznej. Boom inwestycyjny w sektorze technologii, napędzany sztuczną inteligencją, wspiera wzrost, ale jednocześnie zwiększa ryzyka finansowe i podatność rynków na korekty. Autorzy analizy ostrzegają, że bez ostrożnej polityki gospodarczej i silnego nadzoru obecna fala innowacji może przerodzić się w kolejny cykl boom-krach (str. 8).

Prognozy wzrostu gospodarczego MFW ze stycznia 2027 roku



Źródło: MFW, KGHM Polska Miedź S.A.

na dzień: 2 lutego 2026

Kluczowe ceny rynkowe

	Cena	1 m zm.
LME (USD/t)		
▲ Miedź	13 369,50	8,6%
▲ Nikiel	17 540,00	10,7%
LBMA (USD/troz)		
▲ Srebro	103,19	38,3%
▲ Złoto	4 981,85	14,9%
Waluty		
▲ EURUSD	1,1919	1,3%
▼ EURPLN	4,2131	-0,3%
▼ USDPLN	3,5379	-1,4%
▼ USDCAD	1,3562	-0,9%
▼ USDCLP	858,45	-5,1%
Akcje		
▲ KGHM	332,10	21,6%

Źródło: Bloomberg, KGHM Polska miedź S.A.; (więcej na str. 13)

Ważne dane makroekonomiczne

Dane	Za	
PMI w przemyśle	Gru	51,8 -
PMI w przemyśle	Gru	48,8 ▼
Zm. zatrudnienia pozaroln.	Gru	50,0 ▼
PMI w przemyśle	Gru	48,5 ▼
PKB (rdr)	IV kw.	4,5% ▼

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

Wydział Ryzyka Rynkowego

marketrisk@kghm.com

Metale podstawowe i szlachetne | Pozostałe surowce

Miedź

Burzliwy koniec stycznia na rynku miedzi

Cena miedzi gwałtownie spada po rekordowym rajdzie, kończąc wyjątkowo burzliwy ostatni tydzień stycznia na rynkach metali. Opóźnione otwarcie londyńskiej giełdy LME, umacniający się dolar oraz realizacja zysków zwiększają nerwowość inwestorów. Analitycy wskazują, że fundamenty popytowe mogą nie uzasadniać skali ostatnich wzrostów.

Cena miedzi spada z rekordowych poziomów pod koniec wyjątkowo nerwowego tygodnia na rynku metali, naznaczonego dynamicznym handlem, dużymi wzrostami oraz dodatkowo godzinnym opóźnieniem otwarcia londyńskiej giełdy metali.

Największa na świecie giełda metali rozpoczyna handel w piątek 30 stycznia dopiero o godzinie 10:00 czasu hongkońskiego po tym, jak standardowe procedury przedotwarcia wykryły potencjalny problem techniczny, co skłoniło giełdę do przewencyjnego wstrzymania startu sesji. Powoduje to nerwową atmosferę na rynku, ponieważ uczestnicy handlu w Azji spekulowali, kto mógł ponieść straty po gwałtownych ruchach cenowych z czwartku.

Po opóźnionym otwarciu kontrakty terminowe na miedź z trzymiesięcznym terminem dostawy spadają na LME o niemal 4% do poziomu bliskiego 13 tys. USD/t, po tym jak dzień wcześniej ceny przekraczały 14,5 tys. USD/t. Wzrost ten napędza nagła fala zakupów ze strony chińskich inwestorów spekulacyjnych, niemająca wielu precedensów. Spadek pod koniec stycznia następuje w momencie, gdy inwestorzy z Chin wycofują się z rynku, inne surowce, w tym złoto, również tanieją, a dolar amerykański się umacnia.

Ceny spadają o kolejne 1,4% przed rozpoczęciem handlu w Stanach Zjednoczonych, podążając za wahaniami dolara, podczas gdy rynki analizują decyzję prezydenta Donalda Trumpa o wskazaniu Kevina Warsha jako kolejnego przewodniczącego Rezerwy Federalnej.

Miedź znajduje się w centrum wyjątkowego okresu handlowego, napędzanego optymizmem wobec popytu związanego z transformacją energetyczną oraz stopniowo słabnącym dolarem, który na początku ostatniego tygodnia stycznia osiąga najniższy poziom od czterech lat. Część inwestorów włącza się również w szerszy popyt na aktywa materialne, który w styczniu obejmuje metale szlachetne, w tym złoto. Jednocześnie banki inwestycyjne, w tym Citigroup, wskazują, że realny popyt ze strony przemysłu nie uzasadnia skali ostatnich wzrostów cen surowców przemysłowych.

Zhou Zhentin, trader w firmie KS Commodities, ocenia, że wielu uczestników rynku ma poczucie, iż obecne zachowanie rynku podważa ich dotychczasowe doświadczenia i strategię inwestycyjną. Jego zdaniem zmusza to traderów, którzy wcześniej koncentrowali się na tradycyjnym handlu metalami nieżelaznymi, do przenoszenia uwagi na złoto, sztuczną inteligencję oraz geopolitykę.

Napływ kapitału na rynek miedzi oraz innych metali bazowych wynosi indeks LMEX na rekordowy poziom w czwartek 29 Stycznia, przekraczając szczyt

ustanowiony w 2022 roku. Miedź – kluczowy metal wykorzystywany w instalacjach elektrycznych i bateriach – znajduje się w centrum uwagi w ostatnich kwartałach z powodu problemów w kopalniach, obaw o potencjalne amerykańskie cła importowe oraz prognoz dotyczących popytu wynikającego z globalnej elektryfikacji.

Analitycy Citigroup piszą w notatce, że rynek miedzi może w pewnym momencie „zareagować fizycznie” na gwałtowny wzrost cen. Wskazują na możliwość zwiększenia podaży złomu oraz na tzw. destrukcję popytu, która z czasem może stać się czynnikiem hamującym dalsze wzrosty. Bank podtrzymuje prognozę średniej ceny miedzi w tym roku na poziomie 13 tys. USD/t. Jednocześnie część wskaźników sugeruje, że krótkoterminowa sytuacja podaży-popytu nie jest napięta.

Piątkowy [30 stycznia] spadek cen wynika zarówno z realizacji zysków, jak i ze wzrostu wartości dolara, gdyż inwestorzy koncentrują się na przyszłej ścieżce polityki pieniężnej USA po doniesieniach Bloomberg’a, że Biały Dom przygotowuje się do nominacji Warsha na stanowisko szefa Fedu.

Jeśli nominacja zostanie zatwierdzona przez Senat, byłby członkiem zarządu Rezerwy Federalnej obejmie stery polityki monetarnej w momencie, gdy wielu ekonomistów i inwestorów uważa, że tradycyjna niezależność banku centralnego od polityków jest coraz silniej podważana przez administrację prezydencką. Warsz w 2025 roku publicznie opowiadał się za obniżkami stóp procentowych, co stoi w sprzeczności z jego wcześniejszą reputacją zwolennika restrykcyjnej polityki antyinflacyjnej.

Jerry Zhang z Ningbo Meishan Bonded Port Hongyi Investment Management ocenia, że oczekiwania rynku stają się zbyt jednolite i wymagają korekty. Podkreśla również, że zmienność znacząco rośnie, dlatego jego firma koncentruje się na kontroli ryzyka i ograniczaniu nadmiernej ekspozycji.

Poranne wstrzymanie handlu na LME okazuje się mniej dotkliwe niż inne niedawne zakłócenia na rynkach finansowych. W grudniu awaria centrum danych powoduje ponad dziesięciogodzinny paraliż platform obsługiwanych przez CME Group, zatrzymując handel akcjami, walutami, obligacjami i surowcami.

Ciągłość działania pozostaje jednak kluczowym priorytetem dla LME od 2022 roku, kiedy kryzys na rynku niklu wywołany gwałtownym „short squeeze” doprowadził do unieważnienia części transakcji i wymusił gruntowną reformę regulacji.

Analitycy Citigroup zaznaczają w kolejnej notatce, opublikowanej przed piątkowym otwarciem, że choć ceny miedzi mogą jeszcze wzrosnąć w krótkim terminie, fundamentalny popyt pozostaje istotnym wyzwaniem. Wskazują, że w obecnych warunkach rynek przestaje opierać się wyłącznie na klasycznych relacjach podaży i popytu, a podobnie jak w przypadku złota i srebra trudno wyznaczyć górny pułap cen, jeśli kapitał inwestycyjny nadal będzie napływał do sektora. Jednocześnie podkreślają, że ich bazowy scenariusz zakłada coraz silniejszy „fizyczny opór rynku”, który z czasem zacznie ograniczać dalsze wzrosty.

Pozostałe istotne informacje dotyczące rynku miedzi:

- Freeport-McMoRan Inc. robi postępy w przywracaniu działalności swojej rozległej kopalni miedzi w Indonezji — informuje spółka po tym, jak osunięcia błotne doprowadziły do zamknięcia operacji kluczowej dla globalnej podaży surowca. Spółka wznawia już działalność w dwóch obszarach kopalni, które nie ucierpiały we wrześniowym incydencie, oraz przedstawia harmonogram stopniowego zwiększania produkcji miedzi w kopalni Grasberg do 2027 roku. Firma ponownie potwierdza plany rozpoczęcia etapowego uruchamiania podziemnej części zakładu w drugim kwartale bieżącego roku. Najnowszą aktualizację Freeport publikuje wraz z wynikami kwartalnymi, które przewyższają oczekiwania analityków, ale jednocześnie wskazują na wyższe od prognoz nakłady inwestycyjne planowane na 2026 rok. Grasberg jest drugą co do wielkości kopalnią miedzi na świecie i przed wrześniowym osunięciem odpowiadał za około 3% globalnego wydobycia. Wypadek, w którym zginęło siedmiu pracowników, jest jednym z serii zakłóceń w kopalniach miedzi na świecie, które ograniczają podaż i podbijają ceny. Spółka ogłosiła pod koniec września force majeure dla dostaw z Indonezji, szacując, że produkcja pozostanie ograniczona co najmniej przez znaczną część 2026 roku. Od tego czasu Freeport stopniowo przywraca działalność kolejnych części rozległego kompleksu górniczego, dążąc do pełnego powrotu do normalnych operacji do końca 2027 roku. Spółka informuje, że spodziewa się powrotu 85% całkowitej produkcji Grasbergu w drugiej połowie tego roku. Akcje Freeport gwałtownie spadły po wrześniowym incydencie, ale od tego czasu odzyskały około 28% wraz z postępem planów restartu. Dyrektor generalna Kathleen Quirk wskazuje podczas rozmowy z inwestorami i analitykami, że spółka konsekwentnie realizuje plan i osiąga zakładane rezultaty.
- Przewodniczący Codelco, Máximo Pacheco, realizuje swój cel zwiększenia produkcji w państwowym gigancie miedziowym — choć jedynie nieznacznie. Mimo śmiertelnego incydentu w największej kopalni spółki Codelco wyprodukowało w ubiegłym roku 1,333 mln ton miedzi — wynika z wywiadu udzielonego przez Pacheco. Oznacza to wzrost o 5 tys. ton, czyli o 0,4%, względem roku poprzedniego. Były minister energii Chile oraz menedżer International Paper Co. pracuje nad odbudową wydobycia po tym, jak produkcja spada do najniższego poziomu od 25 lat w wyniku obniżającej się jakości rudy oraz problemów w kopalniach i projektach rozwojowych. Wysiłki te dodatkowo komplikuje przedłużające się przywracanie działalności w kopalni El Teniente, gdzie wypadek z 31 lipca ograniczył wydobycie w ubiegłym roku o około 45 tys. ton — wskazuje Pacheco. Kadencja 72-letniego przewodniczącego kończy się w maju. Codelco zakłada kolejny, umiarkowany wzrost produkcji w tym roku, budżetując wydobycie na poziomie 1,344 mln ton. Nawet niewielki przyrost zostałby pozytywnie przyjęty przez rynek miedzi, który pozostaje rozchwiejany przez zakłócenia podaży pomagające windować ceny do rekordowych poziomów.

Metale Szlachetne

„Dolar traci wiarygodność”: dlaczego banki centralne masowo kupują złoto

Banki centralne na całym świecie masowo zwiększają zakupy złota, ograniczając jednocześnie swoją zależność od dolara. W tle pozostają napięcia geopolityczne, podważana niezależność Rezerwy Federalnej oraz rekordowe ceny kruszcu. Eksperci ostrzegają, że zmiany te mogą na trwałe przekształcić globalny system finansowy.

Jorgovanka Tabaković – prezes banku centralnego Serbii - podczas konferencji pod koniec ubiegłego roku stwierdziła, że Serbia uczy się na własnym doświadczeniu. Wskazuje, że jej kraj należy do rosnącej grupy banków centralnych, które w pośpiechu budują znaczące zapasy złota. Jej zdaniem podważa to dekady tradycyjnej logiki ekonomicznej i napędza wzrost cen kruszcu w warunkach narastających napięć geopolitycznych. W tym samym czasie, gdy Waszyngton podważa niezależność Rezerwy Federalnej USA i wywołuje nerwowość na rynkach finansowych. Zwraca się też uwagę, że wraz z podważaniem przez Donalda Trumpa globalnego porządku opartego na pewnych zasadach, instytucje publiczne i inwestorzy prywatni coraz intensywniej kupują złoto, a udział tego aktywa w rezerwach banków centralnych podwoił się w ciągu dekady i przekroczył jedną czwartą całości, osiągając najwyższy poziom od niemal trzydziestu lat.

Eksperci podkreślają, że choć częściowo wynika to z rosnących cen kruszcu, banki centralne traktują dziś złoto także jako polisę ubezpieczeniową na niestabilne czasy. Wskazują, że wiele państw przyspiesza sprowadzanie rezerw z zagranicy i jednocześnie ogranicza swoją ekspozycję na dolara. Raphaël Gallardo, główny ekonomista firmy Carmignac, ocenia, że świat przechodzi od ery Pax Americana do geopolitycznego chaosu i że coraz częściej zaczyna obowiązywać „prawo dżungli”. Zaznacza przy tym, że inwestorzy — zarówno prywatni, jak i państwowi — coraz częściej uważają swoje rezerwy dolarowe za obciążone ryzykiem, ponieważ mogą one zostać zamrożone lub skonfiskowane z dnia na dzień. Jego zdaniem dolar traci rolę głównej kotwicy globalnego systemu monetarnego, ponieważ spada wiarygodność zarówno Rezerwy Federalnej, jak i amerykańskiego Kongresu.

Oficjalne rezerwy pozostają jednym z filarów światowego systemu finansowego. Pełnią funkcję zabezpieczenia dla krajowych walut i zazwyczaj obejmują dolara, euro, jena, funta, a także złoto, obligacje oraz aktywa Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Służą podtrzymywaniu zaufania inwestorów i mogą być wykorzystywane do stabilizowania kursów walut w okresach napięć. Przez większą część XX wieku dolar pozostawał dominującą walutą rezerwową, stanowiąc podstawowy środek rozliczeń w globalnym handlu i napędzając światowy system finansowy. Historycznie system monetarny powiązywał waluty z wartością złota — a państwa zobowiązywały się do wymiany pieniądza papierowego na stałą ilość tego kruszcu. Mechanizm ten zostaje jednak zerwany w latach 70. przez prezydenta Richarda Nixona, co kończy system z Bretton

Woods. Od tego momentu kursy walut zaczynają kształtować się swobodnie na rynkach międzynarodowych.

Jednocześnie analitycy wskazują, że pozycja dolara słabnie. Ma to związek z chaotyczną polityką Donalda Trumpa, ingerencjami w działania Rezerwy Federalnej, problemami amerykańskich finansów publicznych oraz coraz częstszym wykorzystywaniem sankcji gospodarczych — w tym zamrożeniem rosyjskich rezerw po inwazji na Ukrainę. Mimo to dolar pozostaje dominującą walutą, choć jego udział w światowych rezerwach spada z około 66 procent dekadę temu do około 57 procent obecnie. Ekonomisci tłumaczą ten stan rzeczy brakiem realnej alternatywy, ponieważ euro, funt, jen czy juan nie mają wystarczającej globalnej skali. W rezultacie instytucje finansowe coraz częściej zwracają się ku złotu, uznawanemu za najstarszy i najbardziej wiarygodny magazyn wartości. W czerwcu ubiegłego roku, napędzane rosnącymi cenami, złoto wyprzedziło euro i stało się drugim najważniejszym aktywem rezerwowym świata.

Raphaël Gallardo podkreśla, że obecnie nie istnieje waluta zdolna zastąpić dolara, dlatego to właśnie złoto zyskuje na znaczeniu w sposób naturalny. Zwraca również uwagę, że inwestorzy wracają do tego, co John Maynard Keynes określa mianem „barbarzyńskiego reliktu”, ponieważ złoto nie jest zobowiązaniem żadnego państwa ani instytucji.

Z badania przeprowadzonego przez Invesco wynika, że około połowa banków centralnych planuje zwiększyć swoje zasoby złota, a dwie trzecie zamierza przenieść kruszec przechowywany za granicą do krajowych skarbców. Rod Ringrow z Invesco podkreśla, że złoto od zawsze pozostaje ostateczną bezpieczną przystanią, a w okresach niepewności politycznej i gospodarczej banki centralne traktują je jako zabezpieczenie na wypadek załamania walut fiducjarnych.

Ostatnie cztery lata przynoszą zjawisko „uzbrajania rezerw” po wybuchu wojny rosyjsko-ukraińskiej. Banki centralne coraz częściej zastanawiają się więc, czy przechowywanie złota poza granicami kraju jest bezpieczne. Przez dekady wiele państw lokowało swoje rezerwy w Londynie, Szwajcarii i Nowym Jorku. Sam Bank Anglii przechowuje około 400 tysięcy sztabek o wartości przekraczającej pół biliona dolarów.

Narastające spory wokół repatriacji rezerw dodatkowo uwidaczniają problem. Wenezuela nie ma dostępu do złota o wartości 2 miliardów dolarów zdeponowanego w Londynie, a Rosja grozi Belgii, gdzie przechowywana jest znaczna część jej zamrożonych aktywów. Do krajów, które sprowadzają swoje zasoby do kraju, należą między innymi Serbia, Indie, Węgry, Turcja i Polska. Niemcy rozpoczęli podobny proces już w poprzedniej dekadzie.

Dane World Gold Council pokazują, że zakupy banków centralnych wzrosły o 10% w okresie do września, a liderami są Polska, Kazachstan, Azerbejdżan oraz Chiny. Pekin gromadzi ponad 2 tysiące ton złota, natomiast Stany Zjednoczone pozostają największym posiadaczem kruszcu na świecie, z zasobami przekraczającymi 8 tysięcy ton, choć skarbcze Fort Knox nie są w pełni audytowane od 1953 roku.

Część ekonomistów uważa, że kryptowaluty mogą w przyszłości stać się konkurencją dla złota i tradycyjnych walut jako aktywa rezerwowe. Banki centralne podchodzą jednak do tego ostrożnie ze względu na dużą zmienność rynku i kwestie bezpieczeństwa. Jonathan Fortun z Institute of International Finance zaznacza, że choć rola złota rośnie, a kryptowaluty mogą zyskać na znaczeniu, niewiele aktywów jest dziś w stanie realnie zagrozić dominacji dolara. Dodaje również, że gdyby świat doszedł do etapu, w którym handel opierałby się na wymianie złota, obalenie dolara byłoby problemem drugorzędnym, bo pojawiłyby się znacznie poważniejsze wyzwania.

Pozostałe istotne informacje dotyczące rynku metali szlachetnych:

- CME Group podnosi depozyty zabezpieczające na kontrakty terminowe na złoto i srebro na giełdzie Comex po tym, jak ceny notują największe spadki od dekad. Depozyty dla kontraktów na złoto wzrosną do poziomu 8% wartości kontraktu bazowego z obecnych 6% dla standardowego profilu ryzyka — informuje giełda w komunikacie z piątku, 30 stycznia. W przypadku podwyższonego profilu ryzyka wymogi wzrastają do 8,8% z 6,6%. Depozyty dla srebra zwiększają się do 15% z 11% dla standardowego profilu ryzyka, natomiast dla podwyższonego profilu rosną do 16,5% z 12,1%. Podwyższone zostają również depozyty dla kontraktów na platynę i pallad. Zmiany wchodzi w życie po zamknięciu sesji w poniedziałek, 3 lutego, i — jak wskazuje giełda — wynikają ze standardowego przeglądu zmienności rynkowej mającego zapewnić odpowiedni poziom zabezpieczenia depozytowego. Podwyżki oznaczają, że inwestorzy utrzymujący pozycje w kontraktach terminowych na złoto, srebro, platynę i pallad muszą wnieść wyższe zabezpieczenia. Choć giełda rutynowo dostosowuje depozyty w okresach silnych wzrostów, spadków lub skrajnej zmienności, decyzja ogłoszona w piątek może dodatkowo ograniczyć udział mniejszych uczestników rynku.

Gospodarka światowa | Rynki walutowe

WEO - Globalna gospodarka otrząsa się z szoku taryfowego w warunkach boomu napędzanego przez technologie

Globalna gospodarka wykazuje wyraźną odporność mimo wstrząsów handlowych i narastającej niepewności geopolitycznej. Boom inwestycyjny w sektorze technologii, napędzany sztuczną inteligencją, wspiera wzrost, ale jednocześnie zwiększa ryzyka finansowe i podatność rynków na korekty. Autorzy analizy ostrzegają, że bez ostrożnej polityki gospodarczej i silnego nadzoru obecna fala innowacji może przerodzić się w kolejny cykl boom-krach.

Globalny wzrost gospodarczy nadal wykazuje wyraźną odporność mimo znaczących zakłóceń w handlu, którym przewodzą Stany Zjednoczone, oraz podwyższonej niepewności. Najnowsze prognozy wskazują, że globalny wzrost utrzymuje się w tym roku na poziomie 3,3%, co oznacza rewizję w górę o 0,2 punktu procentowego względem październikowych szacunków, przy czym większość poprawy przypada na Stany Zjednoczone i Chiny. Co znamienne, obecne projekcje są zasadniczo niezmienione w porównaniu z sytuacją sprzed roku, ponieważ światowa gospodarka otrząsa się z bezpośredniego wpływu szoku taryfowego.

Ta zaskakująca siła wynika ze splotu czynników: łagodzenia napięć handlowych, bodźca fiskalnego silniejszego od oczekiwań, łagodnych warunków finansowych, sprawności sektora prywatnego w ograniczaniu skutków zakłóceń handlowych oraz poprawy ram polityki gospodarczej, szczególnie w gospodarkach wschodzących.

Kolejnym kluczowym źródłem odporności pozostaje utrzymujący się wzrost inwestycji w sektorze technologii informacyjnych — zwłaszcza w sztuczną inteligencję. Choć aktywność w przemyśle pozostaje osłabiona, inwestycje IT jako udział w amerykańskiej produkcji gospodarczej rosną do najwyższego poziomu od 2001 roku, zapewniając silny impuls dla łącznych inwestycji przedsiębiorstw i aktywności gospodarczej. Choć ten wzrost inwestycji IT koncentruje się w Stanach Zjednoczonych, wywołuje on także korzystne efekty uboczne na świecie — najbardziej widoczne w eksporcie technologii z Azji.

Boom inwestycji w IT odzwierciedla optymizm firm i rynków co do transformacyjnego potencjału ostatnich innowacji technologicznych — w automatyzacji i AI — które mają przynieść znaczące przyrosty produktywności i podnieść zyski. Od końca 2022 roku, w okresie zbieżnym z pojawieniem się pierwszych szeroko używanych narzędzi generatywnej AI, ceny akcji rosną gwałtownie. Sprzyjające warunki finansowe oraz solidne zyski przedsiębiorstw wspierają wzrost notowań i pomagają finansować nowe nakłady inwestycyjne.

Jednak wraz z przyspieszeniem ekspansji coraz powszechniejsze staje się finansowanie długiem, co zwiększa dźwignię finansową. Ta zmiana niesie istotne ryzyka: większa dźwignia może wzmacniać wstrząsy, jeśli oczekiwane stopy zwrotu nie zmaterializują się albo jeśli ogólne warunki finansowe się zacieśnia, pogarszając sytuację firm i budząc obawy o przenoszenie się napięć na szerszy system finansowy. Ponadto rentowność może stać się wrażliwa na założenia

dotyczące harmonogramów amortyzacji zaawansowanych procesorów. Częste modernizacje sprzętu będą ścisnąć marżę zysku, obciążać wyniki i wymagać istotnie większego dodatkowego finansowania dłużnego. Te elementy podkreślają znaczenie monitorowania narastania dźwigni i jej potencjału do wzmacniania podatności na ryzyka.

Porównanie z boomem dot-com z lat 1995–2000 jest pouczające. Choć inwestycje IT jako udział w PKB są ogólnie zbliżone do poziomów z tamtego okresu, obecny wzrost przebiega bardziej stopniowo, a wyraźnie przyspieszył dopiero w ubiegłym roku. Co więcej, chociaż wyceny rynkowe względem wielkości gospodarki rosną w obu epizodach w podobnym tempie, wzrost wskaźników cena/zysk jest w obecnym boomerze bardziej umiarkowany dzięki mocniejszym wynikom przedsiębiorstw.

Ogólnie analiza wskazuje, że potencjalne przewartościowanie szerokiego indeksu giełdowego w Stanach Zjednoczonych wynosi około połowę tego, co obserwuje się w okresie dot-com. Mimo to ogólna podatność globalnego wzrostu makroekonomicznego na przeszacowanie spółek technologicznych może być znaczna z trzech powodów.

Po pierwsze, wzrost cen akcji w ostatnich latach jest w przeważającej mierze napędzany przez sektor technologiczny, zwłaszcza przez spółki powiązane z AI, a ta wąska grupa staje się głównym czynnikiem kształtującym indeks. Po drugie, wiele kluczowych firm związanych z AI nie jest obecnie notowanych na giełdach, a ich finansowanie dłużne może mieć konsekwencje, których nie obserwowało się w epoce dot-com. Po trzecie, kapitalizacja rynkowa jest dziś znacznie wyższa w relacji do produkcji gospodarczej: w USA rośnie z 132% w 2001 roku do 226% obecnie, dlatego nawet skromniejsza korekta może wywrzeć istotny wpływ na łączną konsumpcję.

Patrząc w przyszłość, obecny boom technologiczny niesie istotne ryzyka zarówno w górę, jak i w dół dla gospodarki światowej. Po stronie pozytywnej AI może zacząć spełniać obietnice wzrostu produktywności, podnosząc aktywność gospodarczą w USA i globalnie o 0,3% w tym roku względem scenariusza bazowego.

Po stronie negatywnej firmy AI mogą nie dostarczyć zysków wspólniennych do wysokich wycen, a nastroje inwestorów mogą się pogorszyć. Skutki mogą być dalekosiężne, jeśli realne inwestycje w sektorach technologicznych spadną wyraźniej, uruchamiając kosztowną realokację kapitału i pracy. W połączeniu z przyrostami łącznej produktywności czynników wytwórczych niższymi od oczekiwań oraz większą korektą na rynkach akcji straty globalnej produkcji mogą wzrosnąć, koncentrując się w regionach „technologicznie ciężkich”, takich jak Stany Zjednoczone i Azja.

Wobec wzrostu zagranicznej własności amerykańskich akcji w ostatniej dekadzie taka ostra korekta może wywołać znaczne straty majątkowe poza USA i obciążyć konsumpcję, rozszerzając spowolnienie bardziej globalnie. Nawet gospodarki o niewielkiej ekspozycji na technologię, w tym wiele krajów o wysokim zadłużeniu i niskich dochodach, mogą odczuć skutki poprzez negatywne przełożenia z popytu zewnętrznego oraz wyższe koszty zewnętrznego finansowania.

Takie ryzyka spadkowe pojawiają się w czasie podwyższonej niepewności geopolitycznej, częstszego stosowania kontroli eksportu na krytyczne nakłady oraz ograniczeń handlowych, a także uszczuplonej przestrzeni fiskalnej w wielu krajach. Może to oddziaływać z rewizją ocen wzrostu produktywności związanego

z AI oraz z przeszacowaniem wycen ryzykownych aktywów w sposób samonapędzający się.

Gdy wyceny aktywów są napięte, finansowanie dłużne rośnie, a niepewność jest podwyższona, silny nadzór ostrożnościowy jest kluczowy dla ochrony stabilności finansowej. Nadzór i regulacje powinny zapewniać solidne standardy oceny ryzyka kredytowego w bankach i podmiotach pozabankowych, zwłaszcza tych wystawionych na sektor technologiczny. Należy przestrzegać uzgodnionych międzynarodowo standardów dotyczących kapitału i płynności banków. Decydenci powinni być gotowi uruchamiać plany awaryjne na wypadek różnych rodzajów ryzyk.

Polityka pieniężna stoi przed delikatnym zadaniem równoważenia. Jeśli boom technologiczny będzie trwał, może podnieść realne neutralne stopy procentowe — tak jak w epoce dot-com — co będzie przemawiać za zacieśnieniem polityki pieniężnej. To z kolei zmniejszy przestrzeń fiskalną, zwłaszcza w krajach, które nie otrzymują wzrostowego impulsu z AI. Jeśli zmaterializuje się scenariusz spadkowy, szybkie osłabienie łącznego popytu będzie wymagało szybkiej redukcji stóp procentowych.

Prawidłowa diagnoza i kalibracja polityki pieniężnej w celu zapewnienia stabilności cen wymaga, by banki centralne działały w ramach swojego mandatu. Niezależność banków centralnych pozostaje kluczowa dla stabilności monetarnej i finansowej oraz wzrostu gospodarczego, ponieważ chroni wiarygodność polityki pieniężnej i kotwiczcy oczekiwania inflacyjne. Po stronie fiskalnej rządy powinny ponowić wysiłki na rzecz ograniczania długu publicznego i odbudowy przestrzeni fiskalnej tam, gdzie jest to potrzebne.

Nierównomierny wpływ AI na pracowników jest kolejną ważną kwestią. Choć innowacje napędzają wzrost, niosą ryzyko wypierania miejsc pracy i obniżania wynagrodzeń dla części siły roboczej. Polityki publiczne powinny koncentrować się na obniżaniu barier wdrażania, pomaganiu pracownikom w inwestowaniu w właściwe umiejętności, wspieraniu mobilności zawodowej poprzez programy celowane oraz utrzymywaniu konkurencyjnych rynków, by ułatwiać wejście nowych podmiotów i zapewniać szerokie dzielenie korzyści z innowacji.

Globalny wzrost wykazuje imponującą odporność w warunkach zakłóceń handlowych, ale maskuje to ukryte kruchości związane z koncentracją inwestycji w sektorze technologicznym. Negatywne skutki wzrostowe zakłóceń handlowych prawdopodobnie będą narastać w czasie.

Inwestycje napędzane przez AI oferują transformacyjny potencjał, ale wprowadzają także ryzyka finansowe i strukturalne, które wymagają czujności. Wyzwanie dla decydentów i inwestorów polega na równoważeniu optymizmu z ostrożnością, tak aby dzisiejszy wzrost technologiczny przełożył się na trwały, inkluzywny wzrost, a nie na kolejny cykl boom–krach. Jest to szczególnie istotne w środowisku narastających napięć geopolitycznych i rosnących zagrożeń dla ram instytucjonalnych, które utrudniają wdrażanie dobrej polityki.

Kalendarz makroekonomiczny

Publikacje ważnych danych makroekonomicznych

Ważność	Data	Publikacja	Okres	Odczyt ¹	Poprzednio	Konsensus ²
Chiny 						
✱	07-sty	Rezerwy walutowe (mld USD)	Gru	3 358 ▲	3 346	3 360 ◡
✱✱✱✱✱	19-sty	PKB (rdr)	IV kw.	4,5% ▼	4,8%	4,5% ○
✱✱✱✱✱	19-sty	PKB (sa, kdk)	IV kw.	1,2% ▲	1,1%	1,1% ▲
✱✱✱✱	19-sty	Produkcja przemysłowa (rdr)	Gru	5,2% ▲	4,8%	5,0% ▲
✱✱	19-sty	Nakłady na środki trwałe (skumul., rdr)	Gru	-3,8% ▼	-2,6%	-3,1% ◡
✱✱	27-sty	Zyski przedsiębiorstw przemysłowych (rdr)	Gru	5,3% ▲	-13,1%	--
✱✱✱	31-sty	Oficjalny PMI w przemyśle	Sty	49,3 ▼	50,1	50,1 ◡
Polska 						
✱✱✱	02-sty	PMI w przemyśle	Gru	48,5 ▼	49,1	49,3 ◡
✱✱	22-sty	Średnia płaca w sektorze przedsiębiorstw (rdr)	Gru	8,6% ▲	7,1%	6,9% ▲
✱	22-sty	Zatrudnienie (rdr)	Gru	-0,7% ▲	-0,8%	-0,7% ○
✱✱✱✱	22-sty	Sprzedana produkcja przemysłowa (rdr)	Gru	7,3% ▲	-1,1%	3,0% ▲
✱	26-sty	Podaż pieniądza M3 (rdr)	Gru	10,4% ▼	10,6%	10,5% ◡
✱✱	27-sty	Stopa bezrobocia	Gru	5,7% ▲	5,6%	5,7% ○
USA 						
✱✱✱	02-sty	PMI w przemyśle - dane finalne†	Gru	51,8 -	51,8	51,8 ○
✱✱	05-sty	Indeks ISM Manufacturing†	Gru	47,9 ▼	48,0	48,4 ◡
✱✱✱	06-sty	PMI ogólny (composite) - dane finalne†	Gru	52,7 -	52,7	--
✱✱✱	06-sty	PMI w usługach - dane finalne†	Gru	52,5 -	52,5	52,9 ◡
✱✱	07-sty	Zamówienia na dobra trwałego użytku - dane finalne†	Paź	-2,2% ▼	-2,1%	-2,2% ○
✱✱	09-sty	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (tys.)†	Gru	50,0 ▼	56,0	70,0 ◡
✱✱	09-sty	Stopa bezrobocia U6 ("ukryte bezrobocie")	Gru	8,4% ▼	8,7%	--
✱✱	09-sty	Stopa bezrobocia (główna)†	Gru	4,4% ▼	4,5%	4,5% ◡
✱	09-sty	Średnie zarobki godzinowe (rdr)†	Gru	3,8% ▲	3,6%	3,6% ▲
✱✱✱✱	16-sty	Produkcja przemysłowa (mdm)†	Gru	0,4% -	0,4%	0,1% ▲
✱	16-sty	Wykorzystanie mocy produkcyjnych†	Gru	76,3% ▲	76,1%	76,0% ▲
✱✱✱✱✱	22-sty	PKB (zanualizowane, kdk) -	III kw.	4,4% ▲	4,3%	4,3% ▲
✱✱✱	23-sty	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Sty	--	52,7	53,0
✱✱✱	23-sty	PMI w przemyśle - dane wstępne	Sty	--	51,8	52,0
✱✱✱	23-sty	PMI w usługach - dane wstępne	Sty	--	52,5	52,9
✱✱	26-sty	Zamówienia na dobra trwałego użytku - dane wstępne†	Lis	5,3% ▲	-2,1%	4,0% ▲
✱✱✱✱✱	28-sty	Główna górna stopa procentowa FOMC (Fed)	Jan	3,75% -	3,75%	3,75% ○
✱✱✱✱✱	28-sty	Główna dolna stopa procentowa FOMC (Fed)	Jan	3,50% -	3,50%	3,50% ○
✱✱	29-sty	Zamówienia na dobra trwałego użytku - dane finalne	Lis	5,3% -	5,3%	--

Ważność	Data	Publikacja	Okres	Odczyt ¹	Poprzednio	Konsensus ²
Strefa euro 						
***	02-sty	PMI w przemyśle - dane finalne	Gru	48,8 ▼	49,6	49,2 ◡
*	02-sty	Podaż pieniądza M3 (rdr)	Lis	3,0% ▲	2,8%	2,7% ▲
***	06-sty	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Gru	51,5 ▼	52,8	51,9 ◡
***	06-sty	PMI w usługach - dane finalne	Gru	52,4 ▼	53,6	52,6 ◡
**	08-sty	Stopa bezrobocia	Lis	6,3% =	6,3%	6,4% ◡
*****	15-sty	Produkcja przemysłowa (sa, mdm)‡	Lis	0,7% =	0,7%	0,5% ▲
*****	15-sty	Produkcja przemysłowa (wda, rdr)‡	Lis	2,5% ▲	1,7%	2,0% ▲
***	23-sty	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Sty	--	51,5	51,9
***	23-sty	PMI w przemyśle - dane wstępne	Sty	--	48,8	49,2
***	23-sty	PMI w usługach - dane wstępne	Sty	--	52,4	52,6
*	29-sty	Podaż pieniądza M3 (rdr)	Gru	2,8% ▼	3,0%	3,0% ◡
*****	30-sty	PKB (sa, rdr) - szacunek	IV kw.	1,3% ▼	1,4%	1,3% ◡
*****	30-sty	PKB (sa, kdk) - szacunek	IV kw.	0,3% =	0,3%	0,2% ▲
**	30-sty	Stopa bezrobocia	Gru	6,2% ▼	6,3%	6,3% ◡
Niemcy 						
***	02-sty	PMI w przemyśle - dane finalne	Gru	47,0 ▼	48,2	47,7 ◡
***	06-sty	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Gru	51,3 ▼	52,4	51,5 ◡
**	07-sty	Stopa bezrobocia	Gru	6,3% =	6,3%	6,3% ◡
***	08-sty	Zamówienia w przemyśle (wda, rdr)	Lis	10,5% ▲	-0,7%	2,9% ▲
*****	09-sty	Produkcja przemysłowa (wda, rdr)‡	Lis	0,8% ▼	1,2%	-1,0% ▲
***	23-sty	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Sty	--	51,3	51,7
***	23-sty	PMI w przemyśle - dane wstępne	Sty	--	47,0	47,8
**	30-sty	Stopa bezrobocia	Sty	6,3% =	6,3%	6,3% ◡
*****	30-sty	PKB (sa, rdr) - dane wstępne	IV kw.	0,6% ▲	0,3%	0,4% ▲
*****	30-sty	PKB (sa, kdk) - dane wstępne	IV kw.	0,3% ▲	0,0%	0,2% ▲
Francja 						
***	02-sty	PMI w przemyśle - dane finalne	Gru	50,7 ▲	47,8	50,6 ▲
***	06-sty	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Gru	50,0 ▼	50,4	50,1 ◡
*****	09-sty	Produkcja przemysłowa (rdr)‡	Lis	2,1% ▲	1,8%	1,6% ▲
***	23-sty	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Sty	--	50,0	50,0
***	23-sty	PMI w przemyśle - dane wstępne	Sty	--	50,7	50,5
*****	30-sty	PKB (rdr) - dane wstępne	IV kw.	1,1% ▲	0,9%	1,2% ◡
*****	30-sty	PKB (kdk) - dane wstępne	IV kw.	0,2% ▼	0,5%	0,2% ◡
Włochy 						
***	02-sty	PMI w przemyśle	Gru	47,9 ▼	50,6	50,1 ◡
***	06-sty	PMI ogólny (composite)	Gru	50,3 ▼	53,8	53,0 ◡
**	08-sty	Stopa bezrobocia	Lis	5,7% ▼	5,8%	6,0% ◡
*****	15-sty	Produkcja przemysłowa (wda, rdr)‡	Lis	1,4% ▲	-0,2%	-0,2% ▲
*****	30-sty	PKB (wda, rdr) - dane wstępne	IV kw.	0,8% ▲	0,6%	0,5% ▲
*****	30-sty	PKB (wda, kdk) - dane wstępne	IV kw.	0,3% ▲	0,2%	0,2% ▲
**	30-sty	Stopa bezrobocia	Gru	5,6% =	5,6%	5,8% ◡
Wielka Brytania 						
***	02-sty	PMI w przemyśle (sa) - dane finalne	Gru	50,6 ▲	50,2	51,2 ◡
***	06-sty	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Gru	51,4 ▲	51,2	52,1 ◡
*****	15-sty	Produkcja przemysłowa (rdr)‡	Lis	2,3% ▲	0,4%	-0,4% ▲
**	20-sty	Stopa bezrobocia (3-miesięczna)	Lis	5,1% =	5,1%	5,1% ◡
***	23-sty	PMI w przemyśle (sa) - dane wstępne	Sty	--	50,6	50,6
***	23-sty	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Sty	--	51,4	51,5
Japonia 						
***	05-sty	PMI w przemyśle - dane finalne‡	Gru	50,0 =	50,0	--
***	07-sty	PMI ogólny (composite) - dane finalne‡	Gru	51,1 =	51,1	--
*****	19-sty	Produkcja przemysłowa (rdr) - dane finalne	Lis	-2,2% ▼	-2,1%	--
***	23-sty	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Sty	--	51,1	--
***	23-sty	PMI w przemyśle - dane wstępne	Sty	--	50,0	--
*****	30-sty	Produkcja przemysłowa (rdr) - dane wstępne	Gru	2,6% ▲	-2,2%	2,1% ▲
Chile 						
*****	02-sty	Aktywność ekonomiczna (rdr)	Lis	1,2% ▼	2,2%	2,2% ◡
**	07-sty	Wynagrodzenie nominalne (rdr)	Lis	5,9% =	5,9%	--
Kanada 						
*****	28-sty	Główna stopa procentowa BoC	Jan	2,25% =	2,25%	2,25% ◡
*****	30-sty	PKB (rdr)‡	Lis	0,6% ▲	0,5%	0,7% ◡

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

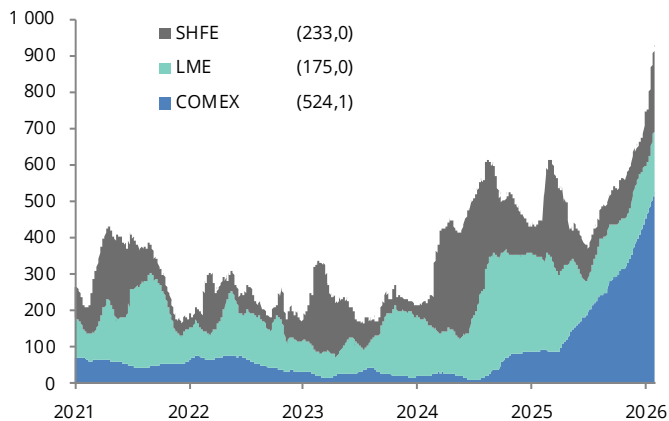
Ceny kluczowych metali podstawowych i szlachetnych, kursy walutowe oraz pozostałe ważne czynniki rynkowe

(na dzień: 30-sty-26)		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	13 369,50	▲ 8,6%	▲ 6,9%	▲ 6,9%	▲ 49,0%		13 088,88	12 571,00	13 844,00
Molibden	23,45	▲ 9,3%	▲ 9,1%	▲ 9,1%	▲ 12,8%		23,35	22,70	23,78
Nikiel	17 540,00	▲ 10,7%	▲ 6,4%	▲ 6,4%	▲ 15,4%		17 844,05	16 745,00	18 750,00
Aluminium	3 110,00	▲ 6,7%	▲ 4,8%	▲ 4,8%	▲ 18,8%		3 148,40	2 986,00	3 325,00
Cyna	54 000,00	▲ 25,9%	▲ 32,0%	▲ 32,0%	▲ 79,6%		49 903,81	42 050,00	56 600,00
Cynk	3 343,50	▲ 9,4%	▲ 9,1%	▲ 9,1%	▲ 21,3%		3 220,17	3 101,50	3 487,00
Ołów	1 957,00	▲ 0,1%	▼ -0,3%	▼ -0,3%	▲ 1,1%		1 998,26	1 957,00	2 040,00
LBMA (USD/troz)									
Srebro	103,19	▲ 38,3%	▲ 43,3%	▲ 43,3%	▲ 232,9%		92,13	74,22	118,45
Złoto ²	4 981,85	▲ 14,9%	▲ 15,6%	▲ 15,6%	▲ 78,7%		4 744,46	4 352,95	5 405,00
LPPM (USD/troz)									
Platyna ²	2 300,00	▲ 5,5%	▲ 13,5%	▲ 13,5%	▲ 138,3%		2 432,81	2 132,00	2 811,00
Pallad ²	1 820,00	▲ 10,4%	▲ 16,1%	▲ 16,1%	▲ 84,8%		1 854,29	1 641,00	2 106,00
Waluty⁴									
EURUSD	1,1919	▲ 1,3%	▲ 1,4%	▲ 1,4%	▲ 14,6%		1,1738	1,1617	1,1974
EURPLN	4,2131	▼ -0,3%	▼ -0,3%	▼ -0,3%	▲ 0,2%		4,2126	4,2009	4,2279
USDPLN	3,5379	▼ -1,4%	▼ -1,8%	▼ -1,8%	▼ -12,4%		3,5894	3,5045	3,6346
USDCAD	1,3562	▼ -0,9%	▼ -1,1%	▼ -1,1%	▼ -5,9%		1,3778	1,3515	1,3913
USDCNY	6,9568	▼ -0,7%	▼ -0,5%	▼ -0,5%	▼ -4,0%		6,9687	6,9481	6,9916
USDCLP	858,45	▼ -5,1%	▼ -5,8%	▼ -5,8%	▼ -13,4%		883,97	857,95	907,13
Rynek pieniężny									
3m SOFR	3,660	▼ -0,01	▲ 0,01	▲ 0,01	▼ -0,63		3,663	3,646	3,672
3m EURIBOR	2,031	▲ 0,01	▲ 0,01	▲ 0,01	▼ -0,58		2,028	2,016	2,039
3m WIBOR	3,900	▼ -0,10	▼ -0,09	▼ -0,09	▼ -1,96		3,933	3,900	3,980
5-letni swap st. proc. USD	3,517	▲ 0,11	▲ 0,05	▲ 0,05	▼ -0,50		3,520	3,441	3,592
5-letni swap st. proc. EUR	3,517	▲ 0,11	▲ 0,05	▲ 0,05	▼ -0,50		2,541	2,504	2,595
5-letni swap st. proc. PLN	3,803	▲ 0,04	▲ 0,06	▲ 0,06	▼ -1,10		3,780	3,740	3,810
Paliwa									
Ropa WTI Cushing	74,25	▲ 7,9%	▲ 6,7%	▲ 6,7%	▲ 82,9%		71,81	69,23	74,25
Ropa Brent	75,37	▲ 8,7%	▲ 7,6%	▲ 7,6%	▲ 76,7%		72,47	69,80	75,37
Diesel NY (ULSD)	2,28	▲ 1,9%	▲ 1,2%	▲ 1,2%	▲ 59,9%		2,26	2,20	2,29
Pozostałe									
VIX	17,44	▲ 3,24	▲ 2,49	▲ 2,49	▲ 1,60		16,18	14,49	20,09
BBG Commodity Index	120,70	▲ 9,4%	▲ 10,0%	▲ 10,0%	▲ 17,5%		116,10	109,51	124,59
S&P500	6 939,03	▲ 0,5%	▲ 1,4%	▲ 1,4%	▲ 14,3%		6 929,12	6 796,86	6 978,60
DAX	24 538,81	▲ 0,8%	▲ 0,2%	▲ 0,2%	▲ 12,9%		24 954,87	24 309,46	25 420,66
Shanghai Composite	4 117,95	▲ 3,9%	▲ 3,8%	▲ 3,8%	▲ 26,7%		4 117,20	4 023,42	4 165,29
WIG 20	3 360,09	▲ 6,2%	▲ 5,5%	▲ 5,5%	▲ 37,6%		3 303,54	3 233,92	3 393,31
KGHM	332,10	▲ 21,6%	▲ 18,3%	▲ 18,3%	▲ 159,9%		318,12	280,30	371,90

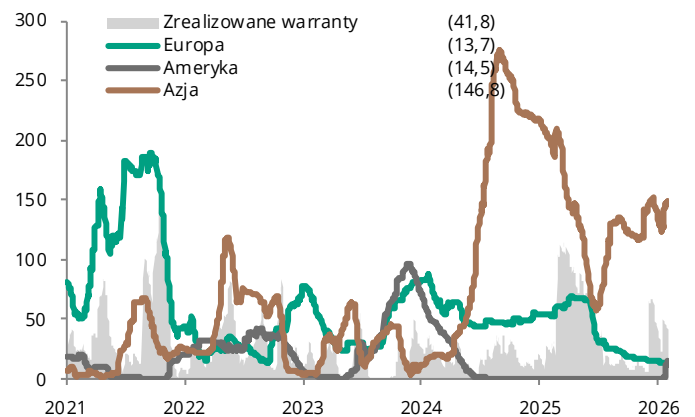
⁰ zmiana w okresie: 2 tyg. = dwóch tygodni; pocz. kw. = od początku kwartału; pocz. roku = od początku roku; 1 rok = jednoroczna.

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

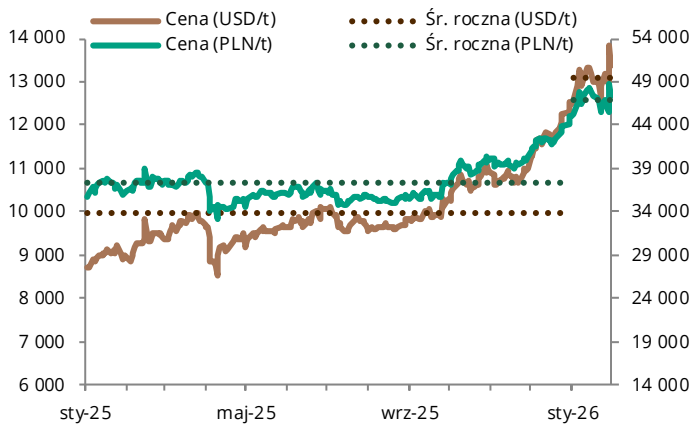
Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Miedź – oficjalne zapasy giełdowe (tys. ton)


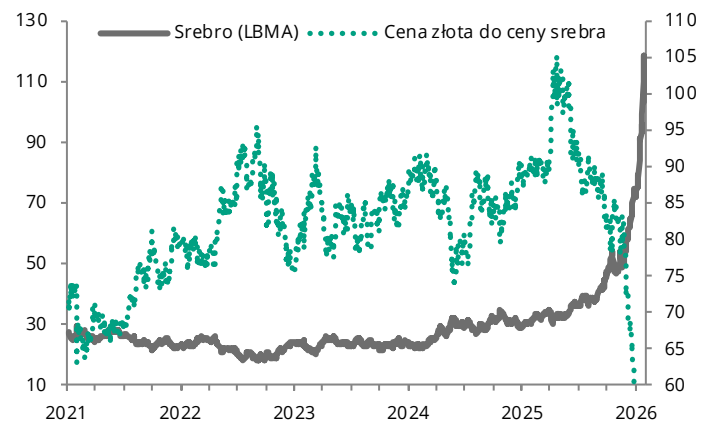
Ostatnie dane w nawiasach. Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Miedź – oficjalne zapasy giełdy LME (tys. ton)


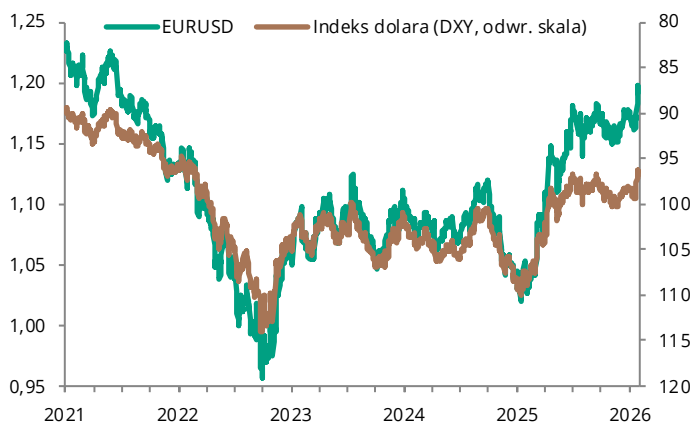
Ostatnie dane w nawiasach. Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

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


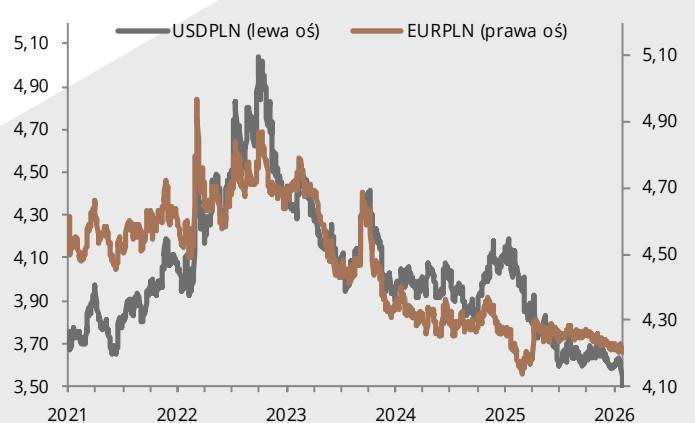
Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

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 stycznia 2026**

- 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