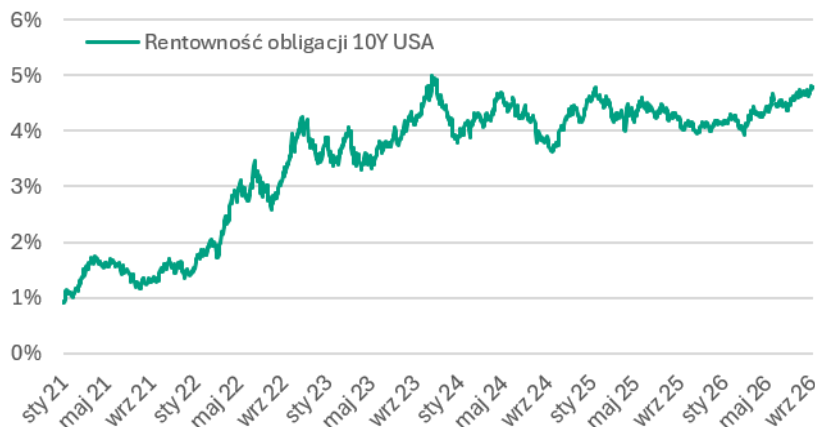


Biuletyn Rynkowy

- **Miedź:** Argentyna i Chile przyspieszają współpracę w zakresie transgranicznych projektów górniczych, tworząc ramy umożliwiające wspólne wykorzystanie infrastruktury i zasobów w Andach. Inicjatywa może odblokować ponad 20,7 mld USD inwestycji, zwiększyć produkcję miedzi o 540 tys. ton rocznie oraz wzmocnić pozycję obu krajów jako kluczowego centrum globalnych dostaw miedzi (str. 2).
- **Metale szlachetne:** Złoto po raz pierwszy od 1996 r. wyprzedziło amerykańskie obligacje skarbowe jako największy pojedynczy składnik globalnych oficjalnych rezerw, co wskazuje na zmianę wykraczającą poza tradycyjną narrację o bezpiecznej przystani. Rosnąca rola złota ujawnia jednak istotny problem: infrastruktura umożliwiająca jego wykorzystanie jako nowoczesnego zabezpieczenia monetarnego pozostaje słabo rozwinięta (str. 4).
- **USA:** Kevin Warsh nie zrezygnował ze swojej koncepcji „cichszego Fed”, ale jego wystąpienie w Jackson Hole dało rynkom pierwsze wyraźniejsze wskazówki dotyczące reakcji banku centralnego na utrzymującą się inflację. Inwestorzy odebrali jego słowa jako sygnał, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp we wrześniu wyraźnie wzrosło. Jednocześnie Warsh nadal unika klasycznego *forward guidance*, próbując znaleźć równowagę między przejrzystością a ograniczeniem wpływu komunikacji Fed na wyceny rynkowe (str. 7).

Utrzymująca się powyżej celu Fed inflacja w USA nadal wspiera podwyższone rentowności obligacji skarbowych



Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź S.A.

na dzień: 1 września 2026

Kluczowe ceny rynkowe

	Cena	1 m zm.
LME (USD/t)		
▲ Miedź	14 535,00	5,1%
▼ Nikiel	16 850,00	-1,5%
LBMA (USD/troz)		
▲ Srebro	70,26	21,7%
▲ Złoto	4 562,75	13,3%
Waluty		
▲ EURUSD	1,1596	1,0%
▲ EURPLN	4,3264	0,3%
▼ USDPLN	3,7314	-0,3%
▼ USDCAD	1,3866	-1,2%
▲ USDCLP	929,18	0,5%
Akcje		
▲ KGHM	357,20	16,0%

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

Ważne dane makroekonomiczne

Dane	Za	
🇨🇳 Zyski przeds. przem. (rdr)	Lip	11,2% ▼
🇺🇸 Zm. zatrudnienia pozaroli	Lip	-23 000 ▼
🇪🇺 Prod. przem. (wda, rdr)	Cze	0,1% ▲
🇵🇱 PMI w przemyśle	Lip	49,0 ▲
🇯🇵 Prod. przemysłowa (rdr)	Cze	4,9% ▲

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

Wydział Ryzyka Rynkowego

marketrisk@kgbm.com

Metale podstawowe i szlachetne | Pozostałe surowce

Miedź

Argentyna i Chile ożywiają transgraniczne ramy współpracy górniczej w celu przyciągnięcia inwestycji

Argentyna i Chile przyspieszają współpracę w zakresie transgranicznych projektów górniczych, tworząc ramy umożliwiające wspólne wykorzystanie infrastruktury i zasobów w Andach. Inicjatywa może odblokować ponad 20,7 mld USD inwestycji, zwiększyć produkcję miedzi o 540 tys. ton rocznie oraz wzmocnić pozycję obu krajów jako kluczowego centrum globalnych dostaw miedzi.

Jak informuje agencja Reutersa Argentyna i Chile dążą do odblokowania wielomiliardowych inwestycji w sektorze górniczym poprzez rozwój ram prawnych i regulacyjnych, które umożliwią firmom współdzielenie infrastruktury i zasobów po obu stronach Andów. Przedstawiciele obu krajów mają odbyć kolejną rundę rozmów w ramach Traktatu o Integracji i Współpracy Górniczej, porozumienia z 1997 r., które zostało reaktywowane w lipcu po dekadach ograniczonych postępów. Celem jest wsparcie rozwoju nowej generacji projektów miedziowych. Podczas spotkania oba kraje zatwierdziły protokoły operacyjne dla projektów górniczych Vicuña, NexoAndino oraz Filo Sur, których złoża rozciągają się po obu stronach granicy między argentyńską prowincją San Juan a chilijskim regionem Atacama, poinformował chilijski rząd w komunikacie, nie ujawniając dalszych szczegółów. Odnowione działania nabrały rozpędu za rządów konserwatywnego prezydenta Chile José Antonio Kasta, który objął urząd w marcu, oraz libertariańskiego prezydenta Argentyny Javiera Mileia, ponieważ oba rządy starają się przyciągnąć prywatne inwestycje. Minister górnictwa Chile Daniel Mas powiedział, że nowe ramy współpracy mogą odblokować ponad 20,7 mld USD inwestycji oraz zwiększyć roczną produkcję miedzi o 540 tys. ton. Dla inwestorów kluczową zaletą jest możliwość uzyskania przez argentyńskie projekty położone w pobliżu granicy andyjskiej dostępu do chilijskich portów oraz infrastruktury związanej z największym na świecie sektorem produkcji miedzi. Pozwoliłoby to obniżyć koszty, skrócić trasy transportowe i przyspieszyć uruchamianie nowych kopalń. Ministerstwo Górnictwa Chile poinformowało, że dalsze rozmowy będą koncentrować się na analizie technicznej projektów, które mogłyby skorzystać z postanowień traktatu. „Rozwój projektów dwunarodowych stwarza ogromne możliwości dla chilijskich dostawców, wykorzystania chilijskiej infrastruktury, świadczenia usług dla argentyńskiego przemysłu oraz rozwijania partnerstw” – powiedział Joaquín Villarino, szef Chilijskiej Rady Górniczej, reprezentującej największe firmy sektora. Wiceminister górnictwa Chile Álvaro González powiedział agencji Reutersa, że nie ustalono jeszcze konkretnego harmonogramu wdrażania rozwiązań rozważanych przez oba rządy. Przedstawiciele trzech projektów, które prawdopodobnie skorzystają z odnowionych ram współpracy, mają spotkać się w Santiago podczas seminarium poświęconego integracji górniczej. Są to projekty: Los Azules spółki McEwen Copper w Argentynie, El Pachón należący do Glencore oraz Vicuña,

transgraniczny projekt miedziowy realizowany wspólnie przez Lundin Mining i BHP. Spółka Vicuña poinformowała, że planuje wykorzystywać odsoloną wodę z Oceanu Spokojnego, jednak nie sprecyzowała, czy będzie korzystać z chilijskiej infrastruktury, i odmówiła komentarza dotyczącego rozmów prowadzonych na szczeblu rządowym. Projekt Los Azules nie planuje korzystać z odsolonej wody ani eksportować produkcji przez chilijskie porty, jednak rzecznik firmy stwierdził, że spółka jest zainteresowana prowadzonymi rozmowami ze względu na bliskość projektu do granicy. BHP nie wyjaśniło dotychczas, czy zamierza korzystać z istniejącej infrastruktury. Argentyna, od wielu lat opierająca swoją gospodarkę eksportową głównie na produktach rolnych, nie produkuje miedzi od zamknięcia kopalni Alumbraera w 2018 r. Analitycy oceniają jednak, że rozwijana obecnie grupa projektów może do 2030 r. zapewnić Argentynie miejsce wśród 10 największych producentów miedzi na świecie. Wraz z Chile kraj ten może stać się częścią kluczowego światowego centrum dostaw miedzi, metalu odgrywającego fundamentalną rolę w transformacji energetycznej.

Pozostałe istotne informacje dotyczące rynku miedzi:

- Produkcja miedzi w Chile, spadła w lipcu o 9,4% rok do roku z powodu silnych burz, które dotknęły obszary działalności górniczej, poinformował w poniedziałek chilijski urząd statystyczny INE. Produkcja miedzi w Chile wyniosła 403 tys. ton metrycznych, wobec 445 tys. ton w tym samym miesiącu rok wcześniej. Według raportu INE spadek wydobywania i przerobu miedzi był spowodowany „niekorzystnymi warunkami pogodowymi w północnej części kraju, które utrudniły normalny przebieg procesu produkcyjnego”.
- Kraje Ameryki Południowej pogłębiają współpracę w sektorze metali: Chile, Argentyna, Boliwia i Peru podpisały wspólną deklarację dotyczącą zacieśnienia współpracy w zakresie surowców strategicznych. Celem porozumienia jest wspieranie rozwoju sektora, lepsza koordynacja działań oraz zwiększenie inwestycji. Państwa te, dysponujące znaczącymi zasobami miedzi i litu, poinformowały we wspólnym komunikacie, że będą wspólnie dążyć do pozyskania wsparcia technicznego i finansowego. Zamierzają również uruchamiać wspólne inicjatywy publiczno-prywatne dotyczące: badań naukowych, innowacji technologicznych, rozwoju kompetencji i instytucji wspierających sektor surowcowy.
- Według ICSG globalna produkcja miedzi górniczej wzrosła w czerwcu o 2% r/r, choć w całym pierwszym półroczu pozostawała o 1% niższa niż rok wcześniej. Jak podało ICSG, wyższe wydobywanie w Chile (+5% r/r), Demokratycznej Republice Konga (+2% r/r) i Chinach (+7% r/r) spotkało się ze spadkami produkcji m.in. w Peru (-5% r/r) oraz Indonezji (-17% r/r). Szacowany globalny popyt na miedź rafinowaną wzrósł w czerwcu o 3% r/r, podczas gdy światowa podaż miedzi rafinowanej zwiększyła się jedynie o 1% r/r. W rezultacie rynek odnotował implikowany deficyt miedzi w czerwcu. Od początku roku zarówno globalny popyt, jak i produkcja miedzi rafinowanej wzrosły o 2% r/r, przy czym pod koniec pierwszego półrocza rynek miedzi zaczął stopniowo przechodzić ze stanu nadwyżki w kierunku deficytu.

Metale Szlachetne

Banki centralne przebudowują swoje rezerwy w kontekście złota

Złoto po raz pierwszy od 1996 r. wyprzedziło amerykańskie obligacje skarbowe jako największy pojedynczy składnik globalnych oficjalnych rezerw, co wskazuje na zmianę wykraczającą poza tradycyjną narrację o bezpiecznej przystani. Rosnąca rola złota ujawnia jednak istotny problem: infrastruktura umożliwiająca jego wykorzystanie jako nowoczesnego zabezpieczenia monetarnego pozostaje słabo rozwinięta.

Złoto wyprzedziło amerykańskie obligacje skarbowe i po raz pierwszy od 1996 r. stało się największym pojedynczym składnikiem globalnych oficjalnych rezerw. Zmiana ta odzwierciedla rosnącą premię przypisywaną aktywu, które nie ma emitenta ani ryzyka kredytowego kontrahenta, a jednocześnie pokazuje, jak słabo rozwinięta pozostaje infrastruktura pozwalająca wykorzystywać złoto jako nowoczesne zabezpieczenie monetarne.

Pod koniec sierpnia bankierzy centralni spotkali się w Jackson Hole [28.08.2026], aby dyskutować o przyszłości pieniądza: mechanizmach prowadzenia polityki pieniężnej, możliwościach związanych z innowacjami finansowymi oraz architekturze szybszego i bardziej cyfrowego systemu. Warto przy tym zwrócić uwagę na to, co w czasie tej dyskusji robią najbardziej konserwatywni inwestorzy na świecie. Zarządzający rezerwami banków centralnych, czyli osoby odpowiedzialne za oszczędności całych państw, właśnie dokonali wyboru tak wiekowego, jak tylko jest to możliwe. W 2025 r. złoto po raz pierwszy od 1996 r. wyprzedziło amerykańskie obligacje skarbowe jako największy pojedynczy składnik globalnych oficjalnych rezerw.

Fakt ten jest zazwyczaj wpisywany w narrację dotyczącą bezpiecznej przystani: złoto drożeje, kiedy wśród inwestorów narastają obawy. Takie ujęcie pomija jednak istotę tego, co faktycznie się dzieje. Jeśli odrzucić narrację kryzysową, pozostaje kwestia siły monetarnej i infrastruktury finansowej. Kluczowe rozróżnienie jest proste: amerykańska obligacja skarbową jest obietnicą. Stanowi zobowiązanie rządu USA, zapisane na rachunku, który w określonych okolicznościach może zostać zamrożony. Złoto znajdujące się we własnym skarbcu nie jest natomiast niczym zobowiązaniem. Nie ma emitenta, nie ma ryzyka kredytowego kontrahenta ani państwa, które mogłoby nie wywiązać się z zobowiązania z nim związanego.

EBC ostrożnie zauważa, że znaczna część tego przetasowania wynika ze wzrostu ceny złota, która w ostatnim czasie mocno poszła w górę. To prawda, ale jednocześnie nie zmienia sedna sprawy. Efekt wyceny mówi, ile metal jest wart. Zlecenia zakupu pokazują natomiast intencje zarządzających rezerwami, a te od czterech kolejnych lat wskazują ten sam kierunek.

Przez większość okresu powojennego różnica ta miała w dużej mierze charakter akademicki. System dolarowy cieszył się zaufaniem właśnie dlatego, że uznawano go za zasadniczo niezawodny: niezależnie od polityki danego kraju jego rezerwy pozostawały jego własnością. W 2022 r. założenie to zostało poddane próbie. W odpowiedzi na inwazję Rosji na Ukrainę zamrożono około 300 mld USD rosyjskich rezerw. Niezależnie od oceny samej decyzji, wysłała ona

jednoznaczny sygnał do każdego banku centralnego państwa pozostającego poza głównymi blokami politycznymi: polisa ubezpieczeniowa, którą uznawano za bezwarunkową, jednak ma swoje warunki. Aktywo rezerwowe, które jest jednocześnie zobowiązaniem kogoś innego, w odpowiednich okolicznościach może zostać wyłączone z użycia.

Odpowiedź widać w danych i wygląda ona raczej na strukturalną niż taktyczną. W 2025 r. banki centralne kupiły około 863 t złota, a liderem zakupów drugi rok z rzędu była Polska. Zasoby zwiększały również Kazachstan, Brazylia i Chiny, przedłużając trend zakupowy utrzymujący się już od kilku lat. W najnowszym badaniu World Gold Council 89% zarządzających rezerwami spodziewa się dalszego wzrostu globalnych zasobów złota w ciągu najbliższego roku, a niemal trzy czwarte oczekuje spadku udziału dolara w światowych rezerwach w perspektywie pięciu lat. Kilka banków centralnych rozpoczęło również repatriację kruszcu z zagranicznych skarbców do własnych krajów. Nie są to traderzy próbujący podążać za wzrostowym trendem. To bilanse państw świadomie przebudowywane wokół aktywa, którego nie można objąć sankcjami, zamrozić ani zdevaluować poprzez decyzje podejmowane przez inne państwo. Zarządzających rezerwami w 2026 r. przyciąga do złota nie tyle perspektywa wzrostu jego ceny podczas kolejnego kryzysu, ile brak emitenta. W świecie, w którym infrastruktura finansowa oparta na dolarze może zostać wykorzystana jako narzędzie polityki zagranicznej, aktywo niezależne od jakiegokolwiek rządu czy przedsiębiorstwa przestaje wyglądać wyłącznie jak zabezpieczenie i zaczyna przypominać coś znacznie bliższego suwerenności monetarnej.

Sposób, w jaki większość instytucji przechowuje złoto, jeszcze bardziej uwidacznia tę lukę. Ponad 90% hurtowego obrotu metalami szlachetnymi rozliczane jest poprzez niealokowane rachunki „Loco London”, w ramach których inwestor posiada roszczenie wobec banku bullionowego, a nie konkretnej sztabki. Innymi słowy, dominujący sposób posiadania złota polega na posiadaniu zobowiązania wystawionego przez kontrahenta — dokładnie tego rodzaju ryzyka, przed którym wielu zarządzających rezerwami próbowało uciec, kupując złoto. Jak argumentowała grupa robocza ds. złota działająca przy OMFIF, metal otrzymał rolę monetarną, do której obsługi jego infrastruktura rynkowa nigdy nie była projektowana.

To właśnie jest niedokończona część tej transformacji i element, któremu powinni przyglądać się decydenci. Jeżeli złoto jest ponownie monetyzowane jako zabezpieczenie rezerwowe, otaczający je system musi się zmienić: potrzebna jest alokowana własność konkretnych sztab zamiast zbiorczych roszczeń, przejrzysty sposób finansowania i udzielania pożyczek pod jego zastaw oraz widoczny koszt finansowania, tak aby aktywo warte rekordowe kwoty mogło być faktycznie wykorzystywane, a nie jedynie przechowywane. Obecnie instytucje posiadają największe zasoby złota we współczesnej historii, a mimo to nadal nie są w stanie w prosty sposób wycenić kosztu finansowania pod ich zastaw. Popyt wyprzedził rozwój infrastruktury.

I tutaj argument ponownie prowadzi do Jackson Hole. W globalnym systemie finansowym widać wyraźny rozdźwięk. Na pierwszym planie decydenci i rynki dyskutują o innowacjach finansowych: tokenizowanych aktywach, cyfrowym pieniądzu oraz szybszej i bardziej zaawansowanej infrastrukturze płatniczej. W tle instytucje, które mają najwięcej do stracenia i jednocześnie najdłuższy

horyzont inwestycyjny, zmierzają w przeciwnym kierunku — w stronę jedyne go aktywa rezerwowego, które nie ma ani emitenta, ani kontrahenta.

Oba zjawiska są odpowiedzią na tę samą fundamentalną obawę — zaufanie do infrastruktury całego systemu. Fed nadal może ustalać cenę pieniądza. Obecny cykl pokazuje jednak, że nie ustala już warunków, na jakich budowane jest zaufanie. Rentowność 30-letnich obligacji skarbowych USA, która osiągnęła najwyższy poziom od 19 lat, w połączeniu z działaniami Departamentu Skarbu zmierzającymi do zwiększenia skupu długoterminowego długu, stanowi kolejny sygnał narastającej presji na długim końcu krzywej.

Otwarte pozostaje pytanie — i jest ono znacznie ważniejsze dla każdego, kto zastanawia się nad architekturą międzynarodowego systemu finansowego — czy powstanie infrastruktura pozwalająca złotu funkcjonować jako zabezpieczenie monetarne, którym coraz wyraźniej się staje, czy też największe od pokolenia zasoby tego metalu pozostaną zamknięte w skarbcach i na rynkach, które nadal nie oferują przejrzystego sposobu wyceny, finansowania i transferowania samego aktywa.

Gospodarka światowa | Rynki walutowe

Bardziej powściągliwy komunikacyjnie Fed Warsha zaczyna jednak dawać rynkom pewne wskazówki

Kevin Warsh nie zrezygnował ze swojej koncepcji „cichszego Fed”, ale jego wystąpienie w Jackson Hole dało rynkom pierwsze wyraźniejsze wskazówki dotyczące reakcji banku centralnego na utrzymującą się inflację. Inwestorzy odebrali jego słowa jako sygnał, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp we wrześniu wyraźnie wzrosło. Jednocześnie Warsh nadal unika klasycznego *forward guidance*, próbując znaleźć równowagę między przejrzystością a ograniczeniem wpływu komunikacji Fed na wyceny rynkowe.

Niechęć przewodniczącego Rezerwy Federalnej Kevina Warsha do sygnalizowania czegokolwiek na temat perspektyw polityki pieniężnej wydawała się w piątek [28 września] nieco osłabnąć, gdy rynek obligacji coraz wyraźniej domagał się jego oceny wysokiej inflacji i tego, co Fed może z nią zrobić. Warsh, w swoim debiutanckim wystąpieniu podczas dorocznego sympozjum ekonomicznego Fed w Jackson Hole w stanie Wyoming, powiedział wystarczająco dużo, aby rynki finansowe zaczęły przesuwać się w kierunku oczekiwania podwyżki stóp procentowych w kolejnym miesiącu. Obserwatorzy odebrali to jako pewnego rodzaju mile widziany powrót do bardziej tradycyjnej praktyki Fed. Przewodniczący dał do zrozumienia, że zanim Fed będzie mógł uznać swoją pracę za wykonaną, musi mieć pewność, że inflacja bazowa wyraźnie i w wystarczającym tempie zmierza w kierunku celu. Jeśli takiej pewności nie będzie, jego zdaniem bank centralny nadal będzie musiał działać. Była to zauważalna zmiana w przypadku szefa banku centralnego, który w tym samym wystąpieniu nadal przekonywał, że Fed powinien komunikować się rzadziej, ale bardziej celowo, ponieważ właśnie w ten sposób może skuteczniej realizować swoje zadania. Nathan Sheets, główny ekonomista Citigroup, ocenił po przemówieniu, że rynek ma teraz znacznie lepsze wyobrażenie o tym, jak Warsh postrzega gospodarkę. Jego zdaniem samo przedstawienie przez przewodniczącego diagnozy sytuacji było istotnym krokiem naprzód w porównaniu z lipcową konferencją prasową. Warsh zmienił ton w czasie debaty nad tym, czy podczas wystąpienia jedynie powtórzy swoje zachowanie z konferencji prasowej 29 lipca, która odbyła się po decyzji Fed o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian w przedziale 3,50–3,75%, i ponownie nie zdradzi, jak myśli o przyszłej ścieżce polityki, czy też zacznie komunikować się w sposób bardziej zbliżony do swoich poprzedników. Jego wystąpienie ostatecznie znalazło się gdzieś pomiędzy tymi dwoma podejściami. Warsh nie przedstawił jednoznacznej zapowiedzi dalszych działań, ale powiedział wystarczająco dużo, aby rynki uznały, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp podczas posiedzenia 15–16 września wyraźnie wzrosło. Już na początku przemówienia zasugerował zresztą, że nie zamierza całkowicie odchodzić od swojego dotychczasowego podejścia. Dał do zrozumienia, że jego wystąpienie może być traktowane jako pewien zarys lub mapa dalszej drogi, ale nie jako klasyczne *forward guidance*. Dla rynków to, co nastąpiło później — czyli pewien wgląd w jego „funkcję reakcji”, a nie jednoznaczna zapowiedź kierunku polityki — wystarczyło, aby kontrakty

terminowe zaczęły wyceniać większe prawdopodobieństwo zaostrzenia polityki pieniężnej. Zmiany były widoczne również na rynku obligacji i akcji. Robert Tetlow, ekonomista i były wysoki rangą pracownik Fed, ocenił, że obawy Warsha, iż wskazówki dotyczące przyszłej ścieżki stóp zaburzają wyceny rynkowe, są przesadzone. Jednocześnie uznał za pozytywne to, że przewodniczący przedstawił swoją aktualną ocenę gospodarki, tym bardziej że — jego zdaniem — była ona dość konwencjonalna. Do piątku próżnię komunikacyjną stworzoną przez powściągliwość Warsha od czasu objęcia stanowiska w maju wypełniali inni przedstawiciele Fed. Nie unikali oni deklarowania otwartości na podwyżki stóp, a część z nich wprost opowiadała się za takim ruchem w obliczu utrzymującej się przez dłuższy czas inflacji wyraźnie powyżej 2-procentowego celu Fed. Większość z nich była jednak skłonna poprzeć pogląd Warsha, zgodnie z którym *forward guidance* jest przede wszystkim narzędziem z czasów kryzysowych i obecnie nie jest już potrzebne. Prezes Fed z Nowego Jorku John Williams powiedział w rozmowie z agencją Reutera na początku miesiąca, że odejście od tej praktyki podczas posiedzenia 16–17 czerwca było właściwą decyzją. Tłumaczył, że poziom niepewności był na tyle wysoki, iż Fed nie miał wystarczającego przekonania, aby jasno wskazywać, w którą stronę zmierza polityka pieniężna lub jak bank będzie myślał o kolejnych decyzjach. Jednocześnie przedstawiciele Fed nie unikali publicznego prezentowania swoich własnych poglądów na politykę pieniężną, a część z nich podkreślała, że taka komunikacja jest elementem odpowiedzialności banku centralnego i może poprawiać jakość podejmowanych decyzji. Prezes Fed z Cleveland Beth Hammack powiedziała przed wystąpieniem Warsha w rozmowie z Bloomberg TV, że publiczne przedstawianie własnego stanowiska uważa za istotną część swojej pracy. Jej zdaniem przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe powinny wiedzieć, jak przedstawiciele Fed patrzą na gospodarkę, ponieważ pomaga im to podejmować lepiej decyzje. Podobny argument przedstawił prezes Fed z Chicago Austan Goolsbee w rozmowie dla podcastu „Rapid Response”. Jego zdaniem, jeśli bank centralny nie tłumaczy, w jaki sposób reaguje na wydarzenia gospodarcze i jak interpretuje napływające dane, uczestnicy rynku sami zaczną wypełniać tę lukę własnymi założeniami. To z kolei może prowadzić do większej, a nie mniejszej zmienności. Były prezes Fed z Filadelfii Patrick Harker, obecnie profesor w Wharton School na University of Pennsylvania, ocenił natomiast, że kluczowe będzie to, czy zmianom w retoryce Warsha zaczną towarzyszyć konkretne działania. Zwrócił uwagę, że inflacja pozostaje powyżej celu Fed już od niemal sześciu lat. Jego zdaniem bank centralny nie może wciąż podkreślać, że jego zadaniem jest sprowadzenie inflacji do 2%, jeśli jednocześnie nie podejmuje działań koniecznych do osiągnięcia tego celu. Harker podsumował, że ostatecznie znacznie więcej niż same deklaracje będą mówiły działania Fed.

Kalendarz makroekonomiczny

Publikacje ważnych danych makroekonomicznych

Ważność	Data	Publikacja	Okres	Odczyt ¹	Poprzednio	Konsensus ²
Chiny 						
🔴🔴🔴	03-sie	PMI w przemyśle wg Caixin	Lip	50,9 ▼	51,7	52,0 📉
🔴🔴🔴🔴	17-sie	Produkcja przemysłowa (rdr)	Lip	4,5% ▼	5,3%	5,0% 📉
🔴🔴	17-sie	Nakłady na środki trwałe (skumul., rdr)	Lip	-6,7% ▼	-5,7%	-6,2% 📉
🔴🔴	27-sie	Zyski przedsiębiorstw przemysłowych (rdr)	Lip	11,2% ▼	15,1%	--
🔴🔴🔴	31-sie	Oficjalny PMI w przemyśle	Sie	49,8 ▲	49,2	49,5 📈
Polska 						
🔴🔴🔴	03-sie	PMI w przemyśle	Lip	49,0 ▲	46,1	47,5 📈
🔴🔴🔴🔴🔴	13-sie	PKB (rdr) - dane wstępne	II kw.	3,8% ▲	3,5%	3,7% 📈
🔴🔴🔴🔴🔴	13-sie	PKB (kdk) - dane wstępne	II kw.	0,9% ▲	0,6%	0,9% 📈
🔴🔴🔴🔴	20-sie	Sprzedana produkcja przemysłowa (rdr)‡	Lip	5,1% ▼	7,4%	5,0% 📈
🔴🔴	20-sie	Średnia płaca w sektorze przedsiębiorstw (rdr)	Lip	6,8% ▲	5,9%	6,1% 📈
🔴	20-sie	Zatrudnienie (rdr)	Lip	-0,8% ▲	-0,9%	-0,9% 📈
🔴	24-sie	Podaż pieniądza M3 (rdr)	Lip	11,3% ▼	11,8%	11,7% 📉
🔴🔴	25-sie	Stopa bezrobocia	Lip	5,8% -	5,8%	5,9% 📉
USA 						
🔴🔴🔴	03-sie	PMI w przemyśle - dane finalne‡	Lip	53,9 -	53,9	53,8 📈
🔴🔴	03-sie	Indeks ISM Manufacturing	Lip	55,6 ▲	53,3	53,9 📈
🔴🔴	04-sie	Zamówienia na dobra trwałego użytku - dane finalne‡	Cze	0,5% ▼	0,6%	0,3% 📈
🔴🔴🔴	05-sie	PMI ogólny (composite) - dane finalne‡	Lip	54,5 -	54,5	--
🔴🔴🔴	05-sie	PMI w usługach - dane finalne‡	Lip	54,6 -	54,6	53,6 📈
🔴🔴	07-sie	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (tys.)‡	Lip	-23 000 ▼	20 000	80 000 📉
🔴🔴	07-sie	Stopa bezrobocia U6 ("ukryte bezrobocie")	Lip	7,9% -	7,9%	8,0% 📉
🔴🔴	07-sie	Stopa bezrobocia (główna)	Lip	4,1% ▼	4,2%	4,2% 📉
🔴	07-sie	Średnie zarobki godzinowe (rdr)‡	Lip	3,2% ▼	3,4%	3,5% 📉
🔴🔴🔴🔴	18-sie	Produkcja przemysłowa (mdm)‡	Lip	0,2% ▼	0,3%	0,3% 📉
🔴	18-sie	Wykorzystanie mocy produkcyjnych‡	Lip	76,3% ▲	76,2%	76,3% 📈
🔴🔴🔴	21-sie	PMI w przemyśle - dane wstępne	Sie	--	53,9	53,9
🔴🔴🔴	21-sie	PMI w usługach - dane wstępne	Sie	56,8 ▲	54,6	54,0 📈
🔴🔴🔴🔴🔴	26-sie	PKB (zanualizowane, kdk) -	II kw.	1,5% -	1,5%	1,5% 📈
Strefa euro 						
🔴🔴🔴	03-sie	PMI w przemyśle - dane finalne	Lip	51,9 ▲	51,4	52,0 📈
🔴🔴🔴	05-sie	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Lip	52,0 ▲	50,0	51,9 📈
🔴🔴🔴	05-sie	PMI w usługach - dane finalne	Lip	51,7 ▲	49,4	51,6 📈
🔴🔴🔴🔴	13-sie	Produkcja przemysłowa (sa, mdm)‡	Cze	0,0% ▼	0,3%	0,0% 📈
🔴🔴🔴🔴	13-sie	Produkcja przemysłowa (wda, rdr)‡	Cze	0,1% ▲	-0,1%	-0,6% 📈
🔴🔴🔴🔴🔴	14-sie	PKB (sa, rdr) -	II kw.	1,0% -	1,0%	1,0% 📈
🔴🔴🔴🔴🔴	14-sie	PKB (sa, kdk) -	II kw.	0,4% -	0,4%	0,4% 📈
🔴🔴🔴	21-sie	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Sie	52,1 ▲	52,0	51,7 📈
🔴🔴🔴	21-sie	PMI w przemyśle - dane wstępne	Sie	--	51,9	51,8
🔴🔴🔴	21-sie	PMI w usługach - dane wstępne	Sie	51,7 -	51,7	51,5 📈
🔴	27-sie	Podaż pieniądza M3 (rdr)	Lip	3,4% ▲	3,3%	3,5% 📈

Ważność	Data	Publikacja	Okres	Odczyt ¹	Poprzednio	Konsensus ²
---------	------	------------	-------	---------------------	------------	------------------------

Niemcy								
0000	03-sie	PMI w przemyśle - dane finalne	Lip	52,2	▲	50,3	52,2	○
0000	05-sie	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Lip	51,3	▲	49,5	51,2	▲
0000	06-sie	Zamówienia w przemyśle (wda, rdr)‡	Cze	6,5%	▲	4,5%	5,9%	▲
00000	07-sie	Produkcja przemysłowa (wda, rdr)	Cze	-0,1%	▼	0,0%	0,1%	▼
0000	21-sie	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Sie	51,0	▼	51,3	51,3	▼
0000	21-sie	PMI w przemyśle - dane wstępne	Sie	--		52,2	52,1	
000000	25-sie	PKB (sa, rdr) - dane finalne‡	II kw.	1,0%	-	1,0%	0,9%	▲
000000	25-sie	PKB (sa, kdk) - dane finalne	II kw.	0,3%	▲	0,2%	0,2%	▲
00	28-sie	Stopa bezrobocia	Sie	6,4%	-	6,4%	6,4%	○
Francja								
0000	03-sie	PMI w przemyśle - dane finalne	Lip	49,8	▼	51,2	50,0	▼
00000	05-sie	Produkcja przemysłowa (rdr)‡	Cze	-0,1%	▼	3,1%	0,6%	▼
0000	05-sie	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Lip	49,4	▲	47,2	49,6	▼
0000	21-sie	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Sie	48,8	▼	49,4	49,5	▼
0000	21-sie	PMI w przemyśle - dane wstępne	Sie	--		49,8	50,0	
000000	28-sie	PKB (rdr) - dane finalne	II kw.	0,5%	▼	0,7%	0,7%	▼
000000	28-sie	PKB (kdk) - dane finalne	II kw.	0,0%	▼	0,2%	0,2%	▼
Włochy								
0000	03-sie	PMI w przemyśle	Lip	51,3	▼	52,2	52,3	▼
0000	05-sie	PMI ogólny (composite)	Lip	52,5	▲	50,8	51,5	▲
00000	06-sie	Produkcja przemysłowa (wda, rdr)‡	Cze	-0,6%	▼	1,2%	1,1%	▼
Wielka Brytania								
0000	03-sie	PMI w przemyśle (sa) - dane finalne	Lip	51,9	▼	52,5	52,8	▼
0000	05-sie	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Lip	52,2	▲	49,3	52,1	▲
000000	13-sie	PKB (rdr) - dane wstępne	II kw.	1,2%	▲	0,9%	1,1%	▲
000000	13-sie	PKB (kdk) - dane wstępne	II kw.	0,4%	▼	0,6%	0,4%	○
00000	13-sie	Produkcja przemysłowa (rdr)	Cze	-0,2%	▼	1,0%	0,3%	▼
00	18-sie	Stopa bezrobocia (3-miesięczna)	Cze	4,9%	-	4,9%	4,8%	▲
0000	21-sie	PMI w przemyśle (sa) - dane wstępne	Sie	--		51,9	51,5	
0000	21-sie	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Sie	52,5	▲	52,2	51,6	▲
Japonia								
0000	03-sie	PMI w przemyśle - dane finalne‡	Lip	54,5	-	54,5	--	
0000	05-sie	PMI ogólny (composite) - dane finalne‡	Lip	52,7	-	52,7	--	
000000	17-sie	PKB (kdk, sa, zannualizowane) - dane wstępne‡	II kw.	1,1%	▼	1,9%	2,0%	▼
000000	17-sie	PKB (kdk, sa) - dane wstępne	II kw.	0,3%	▼	0,5%	0,5%	▼
00000	17-sie	Produkcja przemysłowa (rdr) - dane finalne	Cze	4,9%	▲	4,2%	--	
Chile								
00000	03-sie	Aktywność ekonomiczna (rdr)‡	Cze	2,4%	▲	-1,4%	1,8%	▲
00	06-sie	Wynagrodzenie nominalne (rdr)	Cze	7,7%	▲	7,3%	--	
000000	18-sie	PKB (rdr)‡	II kw.	-0,2%	▲	-0,3%	0,1%	▼
Kanada								
000000	28-sie	PKB (rdr)‡	Cze	2,0%	▲	1,6%	2,0%	○
000000	28-sie	PKB (kdk, zannualizowane)‡	II kw.	3,3%	▲	0,3%	3,4%	▼

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

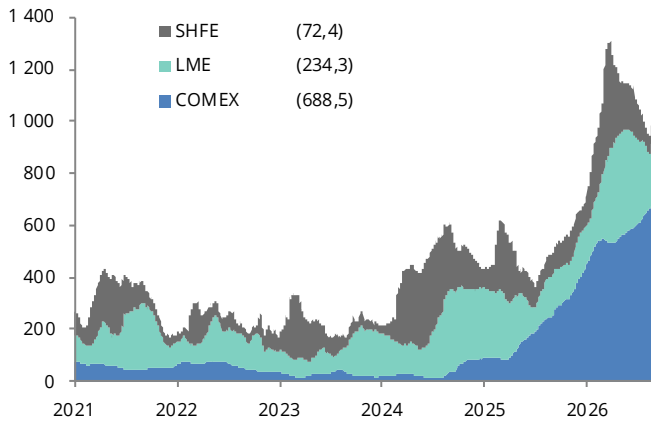
Ceny kluczowych metali podstawowych i szlachetnych, kursy walutowe oraz pozostałe ważne czynniki rynkowe

(na dzień: 31-sie-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	14 535,00	▲ 5,1%	▲ 8,9%	▲ 16,2%	▲ 48,2%			13 296,08	11 826,00	14 850,00
Molibden	33,43	▲ 4,4%	▲ 7,5%	▲ 55,5%	▲ 35,3%			28,73	22,70	33,48
Nikiel	16 850,00	▼ -1,5%	▲ 3,5%	▲ 2,2%	▲ 10,9%			17 472,34	16 065,00	19 450,00
Aluminium	3 222,00	▲ 0,8%	▲ 3,8%	▲ 8,6%	▲ 22,9%			3 335,23	2 986,00	3 855,00
Cyna	55 125,00	▲ 0,9%	▲ 7,9%	▲ 34,8%	▲ 55,1%			51 341,32	41 700,00	57 525,00
Cynk	4 070,00	▲ 9,7%	▲ 14,1%	▲ 32,9%	▲ 44,6%			3 447,81	3 010,00	4 107,00
Ołów	1 880,00	▲ 1,5%	▲ 1,9%	▼ -4,2%	▼ -3,2%			1 918,36	1 797,00	2 040,00
LBMA (USD/troz)										
Srebro	70,26	▲ 21,7%	▲ 19,5%	▼ -2,4%	▲ 81,1%			74,40	55,29	118,45
Złoto ²	4 562,75	▲ 13,3%	▲ 13,3%	▲ 5,9%	▲ 33,1%			4 573,49	3 993,55	5 405,00
LPPM (USD/troz)										
Platyna ²	1 883,95	▲ 15,9%	▲ 20,2%	▼ -7,1%	▲ 39,9%			1 966,85	1 567,00	2 811,00
Pallad ²	1 443,90	▲ 13,1%	▲ 18,4%	▼ -7,9%	▲ 32,0%			1 495,55	1 182,00	2 106,00
Waluty⁴										
EURUSD	1,1596	▲ 1,0%	▲ 1,8%	▼ -1,3%	▼ -0,5%			1,1623	1,1340	1,1974
EURPLN	4,3264	▲ 0,3%	▲ 0,7%	▲ 2,4%	▲ 1,4%			4,2619	4,2009	4,3465
USDPLN	3,7314	▼ -0,3%	▼ -1,0%	▲ 3,6%	▲ 2,1%			3,6676	3,5045	3,8076
USDCAD	1,3866	▼ -1,2%	▼ -2,4%	▲ 1,2%	▲ 0,9%			1,3838	1,3515	1,4234
USDCNY	6,7192	▼ -0,5%	▼ -1,0%	▼ -3,9%	▼ -5,8%			6,8335	6,7192	6,9916
USDCLP	929,18	▲ 0,5%	▲ 0,7%	▲ 2,0%	▼ -4,0%			900,93	854,25	946,24
Rynek pieniężny										
3m SOFR	3,801	▲ 0,05	▲ 0,07	▲ 0,15	▼ -0,37			3,693	3,633	3,843
3m EURIBOR	2,593	▲ 0,11	▲ 0,27	▲ 0,57	▲ 0,53			2,232	1,981	2,593
3m WIBOR	3,800	▼ -0,02	▼ -0,05	▼ -0,19	▼ -1,02			3,851	3,760	3,980
5-letni swap st. proc. USD	4,230	▲ 0,06	▲ 0,30	▲ 0,77	▲ 0,90			3,761	3,224	4,230
5-letni swap st. proc. EUR	4,230	▲ 0,06	▲ 0,30	▲ 0,77	▲ 0,90			2,796	2,345	3,208
5-letni swap st. proc. PLN	4,560	▲ 0,17	▲ 0,60	▲ 0,82	▲ 0,42			4,209	3,693	4,793
Paliwa										
Ropa WTI Cushing	78,39	▼ -0,5%	▼ -2,8%	▲ 12,6%	▲ 22,5%			74,09	62,32	84,65
Ropa Brent	82,21	▲ 2,2%	▼ -0,5%	▲ 17,4%	▲ 23,0%			76,10	66,42	84,44
Diesel NY (ULSD)	2,49	▼ -1,0%	▼ -5,1%	▲ 10,4%	▲ 21,1%			2,36	2,06	2,68
Pozostałe										
VIX	14,92	▼ -1,07	▼ -1,53	▼ -0,03	▼ -0,44			18,55	14,25	31,05
BBG Commodity Index	141,37	▲ 7,1%	▲ 14,8%	▲ 28,9%	▲ 37,5%			129,67	109,51	143,14
S&P500	7 686,14	▲ 2,6%	▲ 2,5%	▲ 12,3%	▲ 19,0%			7 188,48	6 343,72	7 798,99
DAX	26 258,11	▲ 2,5%	▲ 5,1%	▲ 7,2%	▲ 9,9%			24 756,65	22 300,75	26 569,99
Shanghai Composite	3 986,30	▲ 4,0%	▼ -2,6%	▲ 0,4%	▲ 3,3%			4 034,22	3 764,16	4 242,57
WIG 20	4 022,92	▲ 2,6%	▲ 12,1%	▲ 26,3%	▲ 44,0%			3 578,41	3 233,92	4 065,12
KGHM	357,20	▲ 16,0%	▲ 7,8%	▲ 27,2%	▲ 179,1%			321,60	257,20	392,00

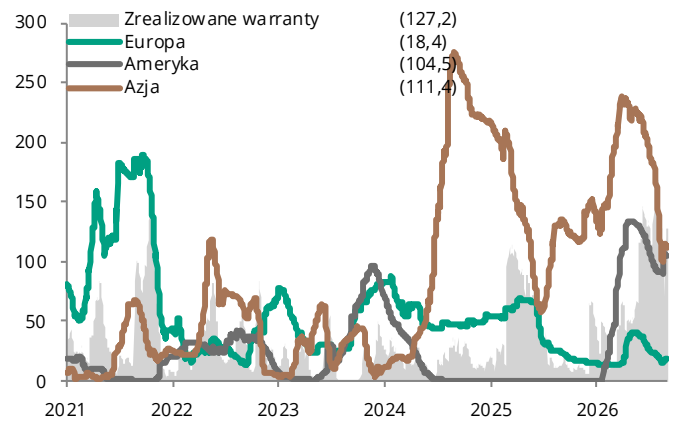
⁰ zmiana w okresie: 2 tyg. = dwóch tygodni; pocz. kw. = od początku kwartału; pocz. roku = od początku roku; 1 rok = jednoroczna.

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

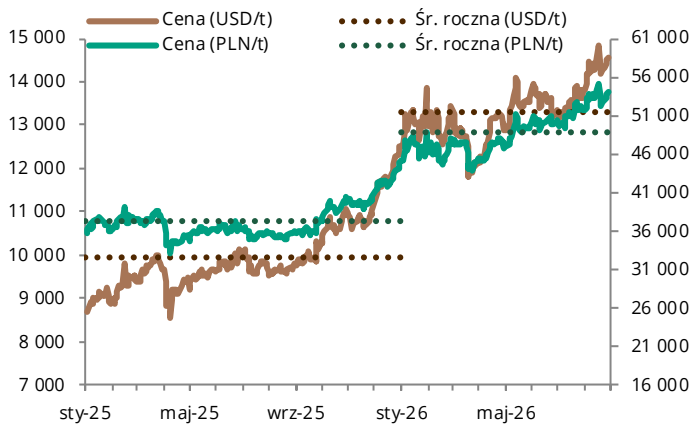
Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Miedź – oficjalne zapasy giełdowe (tys. ton)


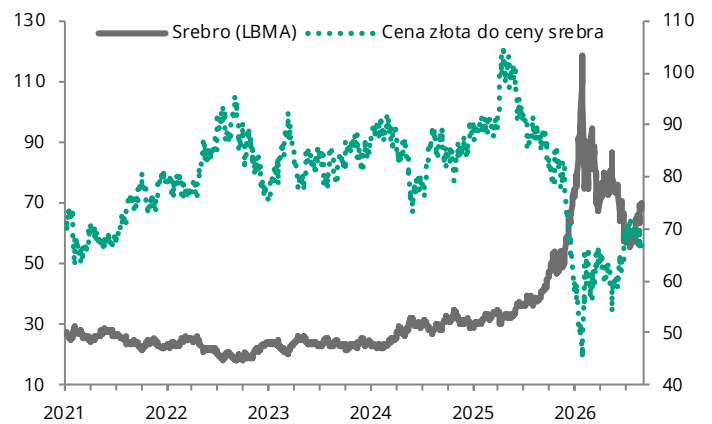
Ostatnie dane w nawiasach. Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Miedź – oficjalne zapasy giełdy LME (tys. ton)


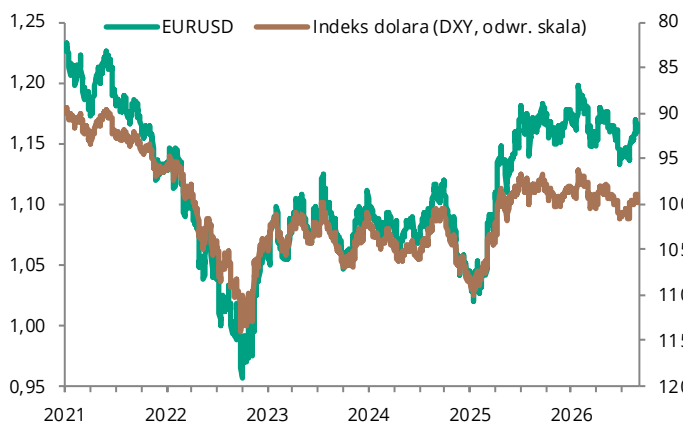
Ostatnie dane w nawiasach. Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

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


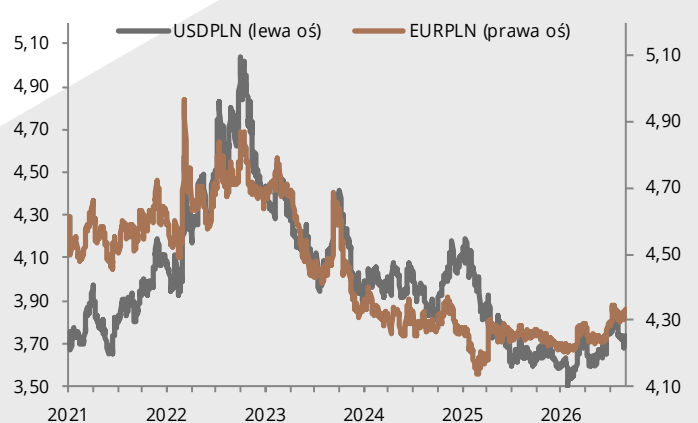
Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

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 sierpnia 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