

Biuletyn Rynkowy

na dzień: 1 października 2026

- **Miedź:** Zamknięcie kopalni Cobre Panama, odpowiadającej za około 1,5% światowej produkcji miedzi, kosztuje panamską gospodarkę miliardy dolarów, dziesiątki tysięcy miejsc pracy i utracone korzyści z rekordowo wysokich cen miedzi (str. 2).
- **Metale szlachetne:** Rekordowy import złota do Chin, wspierany przez mocnego juana, wysokie premie krajowe oraz rosnący popyt inwestycyjny i zakupy banku centralnego, z końcem sierpnia przekroczył 1 000 ton i przewyższył cały wynik z 2025 roku (str. 5).
- **USA:** Rezerwa Federalna podniosła stopy procentowe do przedziału 3,75%–4,00% i zasygnalizowała dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej, ponieważ inflacja pozostaje uporczywie wysoka. Decyzja ta była sprzeczna z apelami prezydenta Donalda Trumpa o obniżenie stóp procentowych i podkreśliła determinację Fedu do przywrócenia stabilności cen, pomimo potencjalnych kosztów dla gospodarki (str. 7).

Kluczowe ceny rynkowe

	Cena	1 m zm.
LME (USD/t)		
▼ Miedź	14 487,00	-0,3%
▼ Nikiel	15 860,00	-5,9%
LBMA (USD/troz)		
▼ Srebro	60,73	-13,6%
▼ Złoto	4 176,30	-8,5%
Waluty		
▼ EURUSD	1,1355	-2,1%
▲ EURPLN	4,3672	0,9%
▲ USDPLN	3,8449	3,0%
▲ USDCAD	1,4188	2,3%
▲ USDCLP	970,46	4,4%
Akcje		
▼ KGHM	329,55	-7,7%

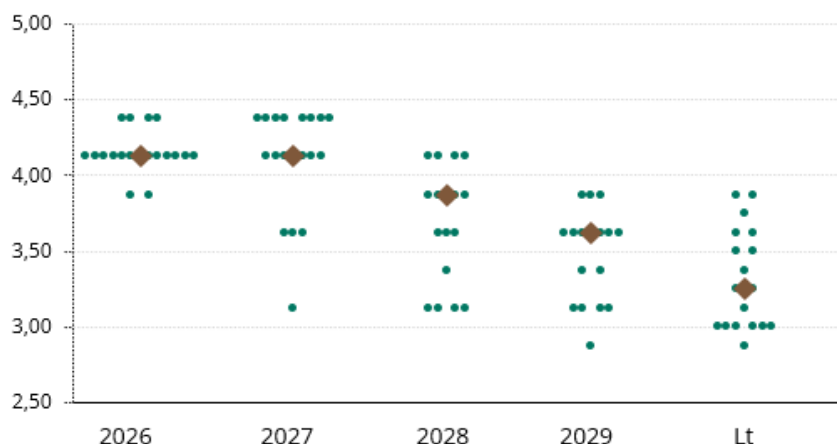
Źródło: Bloomberg, KGHM Polska miedź S.A.; (więcej na str. 12)

Ważne dane makroekonomiczne

Dane	Za	
 Prod. przemysłowa (rdr)	Sie	5,2% ▲
 Górna stopa proc. Fed	Sep	4,00% ▲
 Główna stopa proc. ECB	Sep	2,65% ▲
 PMI w przemyśle	Sie	48,3 ▼
 PMI ogólny (composite)	Sie	53,6 ▲

Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź S.A.; (więcej na str. 10)

Mediana prognoz członków FOMC we wrześniu 2026 r.



Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź S.A.

Wydział Ryzyka Rynkowego

marketrisk@kghm.com

Metale podstawowe i szlachetne | Pozostałe surowce

Miedź

Potężna kopalnia miedzi w Panamie jest zbyt cenna, by ją zaprzepaścić

Zamknięcie kopalni Cobre Panama, odpowiadającej za około 1,5% światowej produkcji miedzi, kosztuje panamską gospodarkę miliardy dolarów, dziesiątki tysięcy miejsc pracy i utracone korzyści z rekordowo wysokich cen miedzi.

Ceny miedzi biją rekordy, gdy świat zмага się z niedoborami. Dlaczego więc gigantyczna kopalnia warta 10 mld USD, odpowiadająca za około 1,5% światowej produkcji, stoi beczynnie w panamskiej dżungli? Projekt Cobre Panama należący do First Quantum Minerals Ltd. jest zamknięty od końca 2023 r., kiedy Sąd Najwyższy Panamy orzekł, że ustawa zatwierdzająca kontrakt dla kopalni była niezgodna z konstytucją. W tamtym czasie decyzja ta odzwierciedlała społeczne oburzenie wobec koncesji, którą parlament przyjął w pośpiechu, wywołując masowe protesty związane z wpływem inwestycji na środowisko. Fala protestów sparaliżowała znaczną część kraju i była zwieńczeniem okresu narastającego niezadowolenia społecznego spowodowanego inflacją, korupcją oraz fatalnym zarządzaniem pandemią przez ówczesny rząd. Trzy lata później utrzymywanie kopalni w stanie zamknięcia wydaje się z każdym dniem coraz bardziej kosztowne dla gospodarki, finansów publicznych i reputacji Panamy jako kraju przyjaznego inwestorom. Rząd prezydenta José Raúla Mulino, który już nie dotrzymał wyznaczonego przez siebie terminu podjęcia decyzji w czerwcu, musi podjąć trudną decyzję i ogłosić wznowienie działalności projektu zdolnego do produkcji ponad 350 tys. ton miedzi rocznie. Do momentu uruchomienia Cobre Panama w 2019 roku państwo to miało niewielkie tradycje górnicze w porównaniu z potentatami takimi jak Chile czy Peru. Ponowne otwarcie kopalni mogłoby wywołać społeczne niepokoje podobne do tych, które doprowadziły do unieważnienia poprzedniej umowy. To realne ryzyko dla rządu, który już zмага się z niskim poziomem poparcia społecznego. Jednak argumenty ekonomiczne są po prostu zbyt mocne, aby je ignorować. Wstrzymanie największej prywatnej inwestycji w historii kraju kosztowało Panamę bardzo wiele. Niedawne badanie lokalnej organizacji przedsiębiorców szacuje, że zamknięcie kopalni doprowadziło do utraty ponad 30 tys. miejsc pracy bezpośrednio i pośrednio, pozbawiło gospodarkę kilku punktów procentowych wzrostu PKB oraz kosztowało budżet około 2,1 mld USD wpływów podatkowych w latach 2024-2026. Panama przegapiła również wyjątkową hossę na rynku miedzi. Ceny są obecnie o około 70% wyższe niż w momencie zatrzymania działalności kopalni. Moment polityczny może także być tak korzystny, jakiego realnie może oczekiwać prezydent Mulino. Niezależny audyt opublikowany w czerwcu przez firmę certyfikacyjną SGS SA wykazał, że nieczynna kopalnia osiągnęła niemal 88% zgodności z 370 zobowiązaniami środowiskowymi, prawnymi, fiskalnymi, operacyjnymi i technicznymi, co zwiększa zaufanie do możliwości wznowienia działalności.

Najnowsze orzeczenia Sądu Najwyższego sugerują również, że ograniczenia prawne dotyczące ponownego uruchomienia projektu mogą być niewielkie. First Quantum zasygnalizowało z kolei gotowość do negocjacji nowej umowy po zawieszeniu głównych roszczeń arbitrażowych wobec Panamy. Co być może jeszcze ważniejsze, jeśli rząd nie podejmie decyzji w ciągu najbliższych miesięcy, zbliżające się wybory prezydenckie w 2029 roku mogą uczynić kopalnię łatwym celem kampanii politycznych. Obecnie międzyresortowa komisja złożona z przedstawicieli ministerstw gospodarki, środowiska i handlu analizuje różne opracowania techniczne, wizytuje teren kopalni oraz spotyka się z władzami lokalnymi i zainteresowanymi stronami. Jej ostateczna rekomendacja dla prezydenta Mulino ma zostać przedstawiona do końca roku. To rozsądne podejście, ponieważ podkreśla konieczność traktowania tej kwestii w sposób techniczny i pragmatyczny. Niezależnie od tego First Quantum otrzymało zgodę na przetworzenie koncentratu pochodzącego z wcześniej wydobytych zapasów. W ubiegłym miesiącu firma wysłała do Europy 33 tys. ton metalu, a we wrześniu kolejne 38 tys. ton do Indii. Pozwala to spółce kompensować koszty utrzymania nieczynnego zakładu oraz zachować około 3 tys. pracowników na miejscu.

Rząd dysponuje kilkoma sposobami, by uczynić wznowienie działalności bardziej akceptowalnym politycznie. Jednym z rozważanych rozwiązań jest utworzenie państwowej spółki współpracującej z First Quantum, co pomogłoby wyraźniej pokazać Panamczykom, że złożę należy do narodu, zgodnie z zapisami konstytucji. Administracja Mulino mogłaby pójść jeszcze dalej i stworzyć niezależny organ wzorowany na Zarządzie Kanału Panamskiego, który zarządzałby wszystkimi przyszłymi aktywami górniczymi. Dałoby to państwu większy nadzór nad sektorem i pomogłoby wyszkolić nowe pokolenie ekspertów górnictwa. Oczywiście każda nowa umowa zawarta z First Quantum powinna zapewniać państwu lepsze warunki podatkowe niż poprzednie porozumienie. Kluczowe znaczenie ma pełna przejrzystość oraz jasność dotycząca sposobu zarządzania zasobami i dochodami z ich eksploatacji, tak aby społeczeństwo mogło dostrzec korzyści płynące z projektu.

Mat Youkee, dyrektor firmy doradczej Nostromo Research z siedzibą w Panamie, sugeruje także utworzenie funduszu majątku narodowego, który zarządzałby wpływami z kopalni. Zamiast pozwolić, by dochody rozpyływały się w budżecie państwa, Panama mogłaby przeznaczać je na edukację, infrastrukturę i inne długoterminowe inwestycje.

Nawet przy uwzględnieniu wszystkich tych argumentów Mulino będzie musiał liczyć na pewną dozę zaufania społecznego przy ogłaszaniu swojej decyzji. Przyszłość kopalni pozostaje najbardziej dzielącą społeczeństwo kwestią w Panamie, a pewien poziom protestów i konfrontacji ze zorganizowanymi grupami politycznymi będzie prawdopodobnie nieunikniony. Oczywiście Panamczycy mają prawo odrzucić wizję swojego kraju jako państwa górniczego. Jednak kopalnia została już zbudowana, państwo nie ma możliwości samodzielnego jej prowadzenia, a trwałe zamknięcie może kosztować Panamę wiele miliardów dolarów. Na obecnym etapie najlepszą drogą naprzód wydaje się ponowne uruchomienie kopalni w oparciu o bardziej rygorystyczną, przejrzystą i korzystniejszą dla obu stron umowę.

Pozostałe istotne informacje dotyczące rynku miedzi:

- Wzrost produkcji miedzi rafinowanej w Chinach ma wynieść w tym roku jedynie 3,0-3,4%, wobec 10,4% w 2025 r., co byłoby najniższym tempem wzrostu od co najmniej 2000 r. Hutnictwo zmaga się z niedoborem surowców oraz spadkiem cen kwasu siarkowego, co ogranicza rentowność produkcji. Mimo wzrostu produkcji o 4% w okresie styczeń-sierpień, analitycy oczekują wyraźnego spowolnienia w IV kwartale. Zaostrzenie kontroli podatkowych ogranicza dostępność złomu miedzianego dodając do trwającego niedoboru koncentratu miedzi. Jak wskazuje Argus, jednoczesne kurczenie się podaży złomu i koncentratu zmniejsza możliwości zastępowania jednego surowca drugim przez producentów.
- Jak podaje ICSG globalna produkcja miedzi z kopalń w lipcu pozostała stabilna rok do roku (-4% m/m). Niższa produkcja w lipcu w Chile (-9% r/r), DRK (-3% r/r), Chinach (-4% r/r) oraz Indonezji (-13% r/r) została zrekompensowana wyższym wydobywaniem w Peru (+4% r/r) i kilku innych krajach. Szacowany globalny popyt na miedź rafinowaną wzrósł o 3% r/r, podczas gdy światowa podaż miedzi rafinowanej spadła o 1% r/r, pozostawiając rynek z implikowanym deficytem podaży w lipcu.

Metale Szlachetne

W obliczu korekty cen chiński import złota rośnie do rekordowych poziomów

Rekordowy import złota do Chin, wspierany przez mocnego juana, wysokie premie krajowe oraz rosnący popyt inwestycyjny i zakupy banku centralnego, z końcem sierpnia przekroczył 1 000 ton i przewyższył cały wynik z 2025 roku.

Chiński import złota osiągnął w tym roku rekordowe poziomy, czemu sprzyjał spadek cen na rynkach międzynarodowych oraz umocnienie juana. Według najnowszych danych celnych, obejmujących okres do sierpnia, import przekroczył 1 000 ton, przewyższając całkowity wynik za cały 2025 r. Historia tych danych sięga 2017 r. Silny popyt inwestycyjny sprawił, że ceny złota w Chinach utrzymywały się z niewielką premią względem światowych benchmarków, co dodatkowo zachęcało do importu, powiedział Zijie Wu, analityk z Jinrui Futures Co. „Juan pozostaje silny od początku roku, tworząc korzystne warunki dla importu złota i umożliwiając regulatorom przyznawanie większych limitów importowych” – powiedział Wu. Chińskie fundusze ETF oparte na złocie zwiększyły swoje zasoby o około 44 tony do sierpnia, co oznacza wzrost o 18% od początku roku, według danych Shanghai Gold Exchange. Dla porównania, globalne fundusze ETF były w tym samym okresie praktycznie bez zmian. Wysoki poziom importu w ostatnich miesiącach kontynuuje trend obserwowany we wcześniejszej części roku, kiedy spadek cen złota od rekordowych poziomów osiągniętych w styczniu skłonił inwestorów do wykorzystania okazji zakupowej. Dodatkowym czynnikiem wspierającym import było prawdopodobnie wprowadzenie od czerwca nowego systemu licencjonowania, który zachęcał banki do wykorzystania przyznanych wcześniej kwot importowych wydawanych przez Ludowy Bank Chin (PBOC). Chiny są największym nabywcą złota na świecie, a popyt wspierają zarówno niepewność gospodarcza, jak i bardziej, niż w wielu innych krajach, ograniczone możliwości inwestycyjne. Według Wu, wzrost zakupów złota przez bank centralny w ostatnich miesiącach dodatkowo poprawił nastroje inwestorów detalicznych. W sierpniu PBOC kupił najwięcej złota od 2023 roku, przedłużając nieprzerwany okres zakupów do niemal dwóch lat.

Holenderski bank centralny przenosi rezerwy złota do Londynu

Holandia przeniosła 86 ton złota do Londynu, aby zwiększyć płynność swoich rezerw oraz wzmocnić gotowość kraju na rosnące ryzyka geopolityczne.

Holenderski bank centralny przeniósł rezerwy złota o wartości około 12 mld USD z Nowego Jorku i Ottawy do Londynu, powołując się na rosnące napięcia geopolityczne na świecie. Między marcem a sierpniem bank przetransferował 86 ton metrycznych złota, co stanowi ponad jedną czwartą jego zasobów przechowywanych w USA i Kanadzie. W rezultacie Londyn przechowuje obecnie niemal jedną trzecią holenderskich rezerw złota, czyli największą ich część. Prezes holenderskiego banku centralnego, Olaf Sleijpen, stwierdził, że dzięki tej

relokacji poprawiliśmy możliwość szybkiego wykorzystania i obrotu krajowymi rezerwami złota. Dodał, że nie oczekuje by Holandia musiała z nich korzystać, ale konieczne jest wzmacnianie odporności i gotowości na nieprzewidziane sytuacje. Londyn jest największym i najbardziej płynnym rynkiem złota na świecie, co sprawia, że jest preferowaną lokalizacją dla banków centralnych. Ułatwia handel złotem oraz zapewnia zgodność z międzynarodowymi standardami dotyczącymi wagi i czystości kruszcu.

Decyzja Holandii wpisuje się w szerszy trend wśród banków centralnych, które w obliczu napięć geopolitycznych ponownie analizują lokalizację przechowywania swoich rezerw złota. Podobne działania podejmowały w ostatnich latach m.in. Francja i Niemcy.

Transfer został przeprowadzony poprzez sprzedaż 59 ton złota w Nowym Jorku i zakup równoważnej ilości w Londynie. Dodatkowo fizycznie przetransportowano 27 ton złota z USA i Kanady do Zeist w Holandii, po czym podobna ilość została przeniesiona do Londynu. Przygotowania do operacji były utrzymywane w tajemnicy ze względu na duże zainteresowanie opinii publicznej, poinformował minister finansów Eelco Heinen.

Gospodarka światowa | Rynki walutowe

Fed podnosi stopy procentowe

Rezerwa Federalna podniosła stopy procentowe do przedziału 3,75%–4,00% i zasygnalizowała dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej, ponieważ inflacja pozostaje uporczywie wysoka. Decyzja ta była sprzeczna z apelami prezydenta Donalda Trumpa o obniżenie stóp procentowych i podkreśliła determinację Fedu do przywrócenia stabilności cen, pomimo potencjalnych kosztów dla gospodarki.

Jak informuje Bloomberg, Rezerwa Federalna (Fed) podniosła stopy procentowe o 0,25 punktu procentowego i zasygnalizowała kolejną podwyżkę jeszcze w tym roku. Działania te mają na celu ograniczenie inflacji, ale jednocześnie wystawią na próbę relacje przewodniczącego Kevina Warsha z prezydentem Donaldem Trumpem. Podczas konferencji prasowej po ogłoszeniu decyzji, Warsh stwierdził, że usunięto część stymulacji monetarnej, aby warunki finansowe i kredytowe były bardziej zgodne długoterminowymi celami Fed. Była to pierwsza podwyżka stóp procentowych w USA od lipca 2023 r. W swoich wypowiedziach dla dziennikarzy Warsh ponownie podkreślił obawy dotyczące inflacji, wskazując, że zbyt wiele kategorii produktów i usług nadal notuje zannualizowany wzrost cen przekraczający 3% zarówno w ujęciu sześciomiesięcznym, jak i dwunastomiesięcznym. Dodał, że odczyty inflacyjne z tego lata nie przekonują go, że podstawowe tendencje inflacyjne uległy istotnej poprawie. Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) jednogłośnie zagłosował za podniesieniem docelowego przedziału stopy funduszy federalnych do 3,75-4,00% podczas ostatniego posiedzenia. Rentowności krótkoterminowych obligacji skarbowych USA wzrosły wraz z umocnieniem dolara po decyzji Fed o podwyższeniu stóp procentowych i zapowiedzi dalszych działań mających na celu ograniczenie inflacji. Rentowność obligacji dwuletnich, najbardziej wrażliwych na politykę Fed, odrobiła wcześniejsze spadki i wzrosła do 4,71%, czyli o ponad 10 punktów bazowych względem poziomu sprzed ogłoszenia decyzji. Dłuższy koniec krzywej dochodowości reagował słabiej. Rentowność obligacji dziesięcioletnich pozostawała tego dnia niższa i wynosiła 4,97%. W nowym zestawie projekcji stóp procentowych mediana oczekiwań członków Fed dotyczących poziomu stóp pod koniec 2026 r. wzrosła do 4,1% z wcześniejszych 3,8%, sygnalizując rosnące poparcie dla serii podwyżek stóp. Szesnastu decydentów przewiduje co najmniej jedną dodatkową podwyżkę jeszcze w tym roku, podczas gdy w czerwcu jedynie sześciu wskazywało na potrzebę co najmniej dwóch podwyżek w całym 2026 r. Mediana prognoz na 2027 r. sugeruje brak dodatkowych podwyżek w przyszłym roku. Jednocześnie ośmiu członków Fed opowiedziało się za podniesieniem stóp o kolejne 0,25 pkt proc. do końca 2027 r. względem obecnych poziomów. Podwyżka nastąpiła po publikacji danych Biura Statystyki Pracy, które wykazały, że inflacja bazowa w sierpniu wzrosła szybciej, niż oczekiwano. Wzmocniło to obawy, że presja inflacyjna zaczyna wykraczać poza przejściowy wpływ cel oraz skutki wojny z Iranem dla cen energii. Decyzją o podniesieniu stóp procentowych decydenci Fed sprzeciwili się również Trumpowi, który niedawno groził zaostreniem wojen handlowych, jeśli bank centralny nie obniży kosztu pieniądza. Zapytany przez reportera o przesłanie do Trumpa, Warsh

odpowiedział, że nie ma nic do powiedzenia na temat rozmów z prezydentem. Już miesiąc wcześniej Warsh ostrzegał, że inflacja nie spowalnia w zadowalającym stopniu, otwierając drogę do zaostrzenia polityki pieniężnej. Raport inflacyjny sprawił, że inwestorzy zaczęli traktować podwyżkę stóp jako niemal pewną. W komunikacie po posiedzeniu Fed ponownie określił inflację jako podwyższoną, jednocześnie pozytywnie oceniając kondycję gospodarki. „Wzrost produktywności jest silny, a inwestycje kapitałowe utrzymują się na wysokim poziomie” - napisali decydenci. „Przyrost miejsc pracy nadąża za wzrostem siły roboczej, a stopa bezrobocia pozostaje względnie stabilna”. Przedstawiciele Fed ponownie zadeklarowali przywrócenie stabilności cen. Jednocześnie przesunęli o kolejny rok oczekiwany termin powrotu inflacji do celu 2%. Według mediany prognoz poziom ten ma zostać osiągnięty dopiero w 2029 r. Poparcie dla wyższych stóp procentowych stopniowo rosło wewnątrz Fed przez cały rok. Na lipcowym posiedzeniu stopy pozostawiono bez zmian, jednak troje prezesów regionalnych oddziałów Fed: Lorie Logan (Dallas), Beth Hammack (Cleveland) oraz Neel Kashkari (Minneapolis) zgłosiło sprzeciw, opowiadając się za podwyżką stóp. Protokół z tego posiedzenia wskazywał, że wielu członków uważało dalsze zacieśnienie polityki za konieczne, jeśli inflacja nie zacznie wyraźnie spadać.

Rentowność 30-letnich obligacji skarbowych USA wzrosła do najwyższego poziomu od 2002 roku

Rentowność 30-letnich obligacji USA wzrosła do najwyższego poziomu od 2002 r., ponieważ inwestorzy obawiają się utrzymującej się inflacji, wysokich cen energii i dalszych podwyżek stóp procentowych przez Fed. Rosnąca podaż długu publicznego i korporacyjnego oraz napięcia geopolityczne wywołują szeroką wyprzedaż obligacji. Jednak część inwestorów uważa, że rynek zbliża się do atrakcyjnych poziomów zakupowych.

Według Bloombergu rentowności najdłuższych amerykańskich obligacji skarbowych rosły sześć dni z rzędu, przekraczając kolejny ważny poziom w obliczu pogłębiającej się wyprzedaży na światowych rynkach długu. We wtorek [29 września] rentowność 30-letnich obligacji skarbowych USA przekroczyła poziom 5,61%, osiągając najwyższy poziom od 2002 roku. Oznacza to powrót do przedziałów rentowności, które były normą przed erą bardzo niskich stóp procentowych obejmującą okres globalnego kryzysu finansowego i pandemii. Do wzrostu rentowności przyczyniły się utrzymujące się wysokie ceny energii, które zwiększają presję inflacyjną, oraz znaczna podaż obligacji korporacyjnych obciążająca rynek. Jest to kolejne wyzwanie dla amerykańskiego rynku obligacji skarbowych o wartości około 32 bilionów dolarów, który od wielu miesięcy znajduje się pod presją silnej wyprzedaży. Obligacje rządowe tracą na wartości na całym świecie, ponieważ wysokie ceny ropy naftowej związane z wojną na Bliskim Wschodzie wpływają na globalną gospodarkę i skłaniają inwestorów do założenia, że banki centralne, w tym Rezerwa Federalna, będą dalej podnosić stopy procentowe. W Stanach Zjednoczonych dodatkowego impulsu do wyprzedaży dostarczyły silna aktywność gospodarcza oraz rosnące obawy dotyczące poziomu zadłużenia publicznego. Doprowadziło to do największej przeceny amerykańskich obligacji od czasu ogłoszenia przez Donalda Trumpa ceł w kwietniu 2025 r., które wywołały gwałtowne zawirowania na rynkach. Narracja

o sile wzrostu gospodarczego utrzymała się również we wtorek [29 września], mimo danych wskazujących na pogorszenie nastrojów konsumentów i spadek liczby wakatów na rynku pracy. Tego samego dnia spółka Paramount Skydance Corp. rozpoczęła długo oczekiwaną emisję obligacji o ratingu inwestycyjnym, stanowiącą największą część konsorcjalnego pakietu zadłużenia o wartości 52 mld USD, przeznaczonego na przejęcie Warner Bros. Discovery Inc. Firma planuje pozyskać około 32 mld USD. Stratedzy z Citigroup Inc. twierdzą, że rynek amerykańskich obligacji przeżywa obecnie coś w rodzaju „łagodnego strajku kupujących” (*light buyer's strike*). Z kolei Yardeni Research uważa, że do wyprzedaży przyczynia się odwracanie tzw. strategii *carry trade* finansowanej jenem, polegającej na pożyczaniu środków w japońskiej walucie i inwestowaniu ich w aktywa oferujące wyższe stopy zwrotu. Niektórzy uczestnicy rynku, jak weteran Wall Street Jim Bianco, dostrzegają jednak okazję inwestycyjną. Po raz pierwszy od sześciu lat przyjął on pozytywne nastawienie do amerykańskich obligacji skarbowych. Również długoletni inwestor rynku długu Chris Iggó uważa, że po czterech trudnych latach obligacje są gotowe do odbicia. Dyrektor inwestycyjny RBC BlueBay Asset Management, Mark Dowding, stwierdził, że skala wyprzedaży na globalnym rynku obligacji była przesadzona. Indeks Bloomberg pokazuje, że amerykańskie obligacje skarbowe straciły od początku roku 2,6%, po tym jak w poprzednim roku zyskały 6,3%. Wyprzedaż objęła obligacje o wszystkich terminach zapadalności. Rentowność obligacji 10-letnich wzrosła do 5,28%, najwyższego poziomu od 2007 roku. Rentowność obligacji 2-letnich wynosi około 4,93%, pozostając ostatnim głównym segmentem rynku poniżej poziomu 5%. Trwająca wojna USA-Iran, obawy fiskalne oraz jastrzębie nastawienie Fed zwiększają ryzyko, że straty rozszerzą się także na październik. „Wrzesień był katastrofalny dla rynku stóp procentowych i ten bolesny trend może się utrzymać” - powiedział Prashant Newnaha, strateg z TD Securities. „Dopóki nie pojawi się rozwiązanie konfliktu na Bliskim Wschodzie, istnieje ryzyko dalszej redukcji zaangażowania w instrumenty dłużne, a presja może rozprzestrzenić się również na rynek akcji” - dodał. Według Masahiko Loo, starszego stratega ds. instrumentów o stałym dochodzie w State Street Investment Management, październik jest zwykle okresem kluczowego testu dla rynku obligacji, gdy rośnie podaż nowych emisji, a inwestorzy wracają na rynek po wakacyjnej przerwie. „Przed okresem Święta Dziękczynienia połączenie zwiększonej podaży obligacji skarbowych, dużej emisji długu korporacyjnego oraz nieustającego popytu na finansowanie inwestycji związanych z AI oznacza bardzo silną konkurencję o kapitał, co utrzymuje podwyższone ryzyko dalszej zmienności na rynku obligacji skarbowych” - ocenił Loo.

Kalendarz makroekonomiczny

Publikacje ważnych danych makroekonomicznych

Ważność	Data	Publikacja	Okres	Odczyt ¹	Poprzednio	Konsensus ²
Chiny 						
🌟🌟🌟	01-wrz	PMI w przemyśle wg Caixin	Sie	51,5 ▲	50,9	51,0 ▲
🌟	07-wrz	Rezerwy walutowe (mld USD)	Sie	3 438 ▲	3 419	3 427 ▲
🌟🌟🌟🌟	15-wrz	Produkcja przemysłowa (rdr)	Sie	5,2% ▲	4,5%	4,8% ▲
🌟🌟	15-wrz	Nakłady na środki trwałe (skumul., rdr)	Sie	-7,2% ▼	-6,7%	-7,1% ▼
🌟🌟	28-wrz	Zyski przedsiębiorstw przemysłowych (rdr)	Sie	4,2% ▼	11,2%	--
🌟🌟🌟	30-wrz	Oficjalny PMI w przemyśle	Wrz	50,1 ▲	49,8	50,1 🔄
🌟🌟🌟	30-wrz	PMI w przemyśle wg Caixin	Wrz	52,1 ▲	51,5	51,7 ▲
Polska 						
🌟🌟🌟	01-wrz	PMI w przemyśle	Sie	48,3 ▼	49,0	49,8 ▼
🌟🌟🌟🌟	18-wrz	Sprzedana produkcja przemysłowa (rdr)‡	Sie	4,3% ▼	4,8%	7,1% ▼
🌟🌟	21-wrz	Średnia płaca w sektorze przedsiębiorstw (rdr)	Sie	5,6% ▼	6,8%	6,6% ▼
🌟	21-wrz	Zatrudnienie (rdr)	Sie	-0,8% -	-0,8%	-0,8% 🔄
🌟	22-wrz	Podaż pieniądza M3 (rdr)	Sie	11,3% -	11,3%	11,3% 🔄
🌟🌟	23-wrz	Stopa bezrobocia	Sie	5,8% -	5,8%	5,8% 🔄
USA 						
🌟🌟🌟	01-wrz	PMI w przemyśle - dane finalne	Sie	53,9 -	53,9	53,4 ▲
🌟🌟	01-wrz	Indeks ISM Manufacturing	Sie	54,6 ▼	55,6	55,2 ▼
🌟🌟	02-wrz	Zamówienia na dobra trwałego użytku - dane finalne‡	Lip	1,1% ▲	0,9%	1,1% 🔄
🌟🌟🌟	03-wrz	PMI ogólny (composite) - dane finalne‡	Sie	56,0 -	56,0	56,1 ▼
🌟🌟🌟	03-wrz	PMI w usługach - dane finalne‡	Sie	56,5 -	56,5	56,8 ▼
🌟🌟	04-wrz	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (tys.)‡	Sie	162 ▲	- 10,0	55,0 ▲
🌟🌟	04-wrz	Stopa bezrobocia U6 ("ukryte bezrobocie")	Sie	7,7% ▼	7,9%	7,9% ▼
🌟🌟	04-wrz	Stopa bezrobocia (główna)	Sie	4,1% -	4,1%	4,1% 🔄
🌟	04-wrz	Średnie zarobki godzinowe (rdr)	Sie	3,1% ▼	3,2%	3,1% 🔄
🌟🌟🌟🌟🌟	16-wrz	Główna górna stopa procentowa FOMC (Fed)	Sep	4,00% ▲	3,75%	4,00% 🔄
🌟🌟🌟🌟🌟	16-wrz	Główna dolna stopa procentowa FOMC (Fed)	Sep	3,75% ▲	3,50%	3,75% 🔄
🌟🌟🌟🌟	18-wrz	Produkcja przemysłowa (mdm)	Sie	0,0% ▼	0,2%	0,3% ▼
🌟	18-wrz	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	Sie	76,3% -	76,3%	76,4% ▼
🌟🌟🌟	23-wrz	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Wrz	--	56,0	55,3
🌟🌟🌟	23-wrz	PMI w przemyśle - dane wstępne	Wrz	--	53,9	53,7
🌟🌟🌟	23-wrz	PMI w usługach - dane wstępne	Wrz	--	56,5	55,8
🌟🌟🌟🌟🌟	30-wrz	PKB (zanualizowane, kdk) -	II kw.	2,2% ▲	1,5%	1,5% ▲

Ważność	Data	Publikacja	Okres	Odczyt ¹	Poprzednio	Konsensus ²	
Strefa euro							
0000	01-wrz	PMI w przemyśle - dane finalne	Sie	52,7 ▲	51,9	52,8	▲
00	01-wrz	Stopa bezrobocia‡	Lip	6,4% =	6,4%	6,3%	▲
0000	03-wrz	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Sie	52,0 =	52,0	52,1	▲
0000	03-wrz	PMI w usługach - dane finalne	Sie	51,6 ▼	51,7	51,7	▲
000000	07-wrz	PKB (sa, rdr) -	II kw.	1,2%	1,0%	1,0%	▲
000000	07-wrz	PKB (sa, kdk) -	II kw.	0,6%	0,4%	0,4%	▲
0000	07-wrz	Nakłady na aktywa trwałe (kdk)‡	II kw.	-0,1%	-0,2%	0,0%	▲
0000	07-wrz	Konsumpcja gospodarstw domowych (kdk)‡	II kw.	0,4%	0,1%	0,3%	▲
000000	10-wrz	Główna stopa procentowa (refinansowa) ECB	Sep	2,65%	2,40%	2,65%	○
000000	10-wrz	Stopa depozytowa ECB	Sep	2,5%	2,3%	2,5%	○
0000	16-wrz	Produkcja przemysłowa (sa, mdm)‡	Lip	-0,1%	-0,1%	-0,2%	▲
0000	16-wrz	Produkcja przemysłowa (wda, rdr)‡	Lip	0,0%	-0,3%	-0,1%	▲
0000	23-wrz	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Wrz	--	52,0	51,7	
0000	23-wrz	PMI w przemyśle - dane wstępne	Wrz	--	52,7	52,6	
0000	23-wrz	PMI w usługach - dane wstępne	Wrz	--	51,6	51,4	
0	25-wrz	Podaż pieniądza M3 (rdr)	Sie	3,5%	3,4%	3,5%	○
Niemcy							
0000	01-wrz	PMI w przemyśle - dane finalne	Sie	54,3 ▲	52,2	54,1	▲
0000	03-wrz	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Sie	51,8 ▲	51,3	51,0	▲
0000	04-wrz	Zamówienia w przemyśle (wda, rdr)‡	Lip	13,1%	7,2%	10,5%	▲
0000	07-wrz	Produkcja przemysłowa (wda, rdr)‡	Lip	-1,6%	-0,5%	0,0%	▲
0000	23-wrz	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Wrz	--	51,8	51,8	
0000	23-wrz	PMI w przemyśle - dane wstępne	Wrz	--	54,3	54,0	
00	30-wrz	Stopa bezrobocia	Wrz	6,4% =	6,4%	6,4%	○
Francja							
0000	01-wrz	PMI w przemyśle - dane finalne	Sie	51,1 ▲	49,8	51,5	▲
0000	03-wrz	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Sie	48,5 ▼	49,4	48,8	▲
0000	09-wrz	Produkcja przemysłowa (rdr)‡	Lip	-0,5%	-0,1%	0,4%	▲
0000	23-wrz	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Wrz	--	48,5	48,7	
0000	23-wrz	PMI w przemyśle - dane wstępne	Wrz	--	51,1	51,0	
Włochy							
0000	01-wrz	PMI w przemyśle	Sie	49,6 ▼	51,3	51,5	▲
000000	01-wrz	PKB (wda, rdr) - dane finalne	II kw.	1,0%	1,0%	1,0%	○
000000	01-wrz	PKB (wda, kdk) - dane finalne	II kw.	0,2%	0,2%	0,2%	○
00	01-wrz	Stopa bezrobocia‡	Lip	5,8%	5,8%	5,6%	▲
0000	03-wrz	PMI ogólny (composite)	Sie	53,6 ▲	52,5	53,1	▲
0000	10-wrz	Produkcja przemysłowa (wda, rdr)	Lip	0,0%	-0,6%	-0,6%	▲
Wielka Brytania							
0000	01-wrz	PMI w przemyśle (sa) - dane finalne	Sie	51,7 ▼	51,9	51,5	▲
0000	03-wrz	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Sie	52,5 ▲	52,2	52,5	○
0000	11-wrz	Produkcja przemysłowa (rdr)	Lip	0,6%	-0,2%	0,2%	▲
00	15-wrz	Stopa bezrobocia (3-miesięczna)	Lip	4,9%	4,9%	4,9%	○
000000	17-wrz	Główna stopa procentowa BoE	Sep	3,75%	3,75%	3,75%	○
0000	23-wrz	PMI w przemyśle (sa) - dane wstępne	Wrz	--	51,7	51,5	
0000	23-wrz	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Wrz	--	52,5	52,0	
000000	30-wrz	PKB (rdr) - dane finalne	II kw.	1,4%	1,2%	1,2%	▲
000000	30-wrz	PKB (kdk) - dane finalne	II kw.	0,5%	0,4%	0,4%	▲
Japonia							
0000	01-wrz	PMI w przemyśle - dane finalne‡	Sie	54,9 =	54,9	--	
0000	03-wrz	PMI ogólny (composite) - dane finalne‡	Sie	53,5 =	53,5	--	
000000	08-wrz	PKB (kdk, sa, zannualizowane) - dane finalne	II kw.	1,4%	1,1%	1,8%	▲
000000	08-wrz	PKB (kdk, sa) - dane finalne	II kw.	0,4%	0,3%	0,4%	○
0000	14-wrz	Produkcja przemysłowa (rdr) - dane finalne	Lip	3,9%	4,1%	--	
Chile							
0000	01-wrz	Aktywność ekonomiczna (rdr)‡	Lip	-1,5%	2,0%	-0,7%	▲
00	07-wrz	Wynagrodzenie nominalne (rdr)	Lip	7,8%	7,7%	--	
Kanada							
000000	02-wrz	Główna stopa procentowa BoC	Sep	2,25%	2,25%	2,25%	○
000000	29-wrz	PKB (rdr)‡	Lip	1,4%	2,1%	1,3%	▲

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

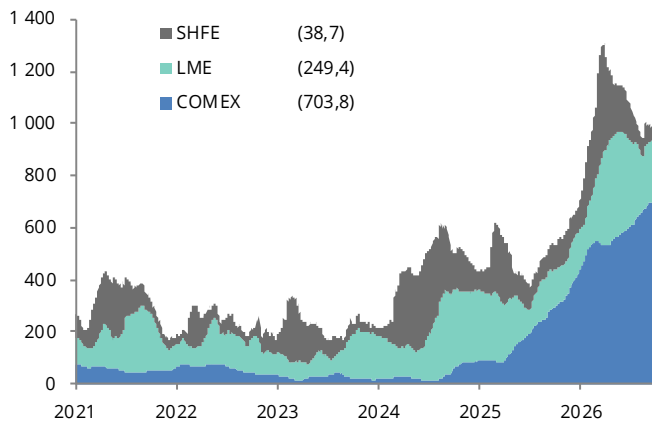
Ceny kluczowych metali podstawowych i szlachetnych, kursy walutowe oraz pozostałe ważne czynniki rynkowe

(na dzień: 30-wrz-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	14 487,00	▼ -0,3%	▲ 8,6%	▲ 15,9%	▲ 40,7%		13 434,29	11 826,00	14 850,00
Molibden	33,57	▲ 0,4%	▲ 7,9%	▲ 56,1%	▲ 32,2%		29,29	22,70	33,75
Nikiel	15 860,00	▼ -5,9%	▼ -2,5%	▼ -3,8%	▲ 5,2%		17 336,90	15 860,00	19 450,00
Aluminium	3 204,00	▼ -0,6%	▲ 3,2%	▲ 8,0%	▲ 20,1%		3 328,43	2 986,00	3 855,00
Cyna	54 075,00	▼ -1,9%	▲ 5,8%	▲ 32,2%	▲ 53,3%		51 636,61	41 700,00	57 525,00
Cynk	3 954,00	▼ -2,9%	▲ 10,9%	▲ 29,1%	▲ 31,4%		3 514,38	3 010,00	4 186,00
Ołów	1 856,00	▼ -1,3%	▲ 0,6%	▼ -5,4%	▼ -5,2%		1 912,85	1 797,00	2 040,00
LBMA (USD/troz)									
Srebro	60,73	▼ -13,6%	▲ 3,3%	▼ -15,6%	▲ 31,5%		73,24	55,29	118,45
Złoto ²	4 176,30	▼ -8,5%	▲ 3,7%	▼ -3,1%	▲ 9,2%		4 544,54	3 993,55	5 405,00
LPPM (USD/troz)									
Platyna ²	1 714,10	▼ -9,0%	▲ 9,4%	▼ -15,4%	▲ 9,1%		1 945,76	1 567,00	2 811,00
Pallad ²	1 222,00	▼ -15,4%	▲ 0,2%	▼ -22,0%	▼ -1,1%		1 473,84	1 182,00	2 106,00
Waluty⁴									
EURUSD	1,1355	▼ -2,1%	▼ -0,3%	▼ -3,4%	▼ -3,3%		1,1610	1,1340	1,1974
EURPLN	4,3672	▲ 0,9%	▲ 1,7%	▲ 3,3%	▲ 2,3%		4,2714	4,2009	4,3900
USDPLN	3,8449	▲ 3,0%	▲ 2,0%	▲ 6,8%	▲ 5,9%		3,6800	3,5045	3,8570
USDCAD	1,4188	▲ 2,3%	▼ -0,2%	▲ 3,5%	▲ 1,9%		1,3851	1,3515	1,4234
USDCNY	6,7064	▼ -0,2%	▼ -1,2%	▼ -4,0%	▼ -5,8%		6,8191	6,6940	6,9916
USDCPL	970,46	▲ 4,4%	▲ 5,2%	▲ 6,5%	▲ 1,0%		906,11	854,25	970,46
Rynek pieniężny									
3m SOFR	4,083	▲ 0,28	▲ 0,35	▲ 0,43	▲ 0,11		3,723	3,633	4,096
3m EURIBOR	2,617	▲ 0,02	▲ 0,29	▲ 0,59	▲ 0,59		2,279	1,981	2,682
3m WIBOR	3,850	▲ 0,05	- 0,00	▼ -0,14	▼ -0,87		3,849	3,760	3,980
5-letni swap st. proc. USD	4,810	▲ 0,58	▲ 0,88	▲ 1,35	▲ 1,42		3,847	3,224	4,810
5-letni swap st. proc. EUR	4,810	▲ 0,58	▲ 0,88	▲ 1,35	▲ 1,42		2,871	2,345	3,646
5-letni swap st. proc. PLN	5,058	▲ 0,50	▲ 1,10	▲ 1,32	▲ 0,92		4,286	3,693	5,190
Paliwa									
Ropa WTI Cushing	70,86	▼ -9,6%	▼ -12,1%	▲ 1,8%	▲ 19,8%		73,62	62,32	84,65
Ropa Brent	73,00	▼ -11,2%	▼ -11,7%	▲ 4,2%	▲ 16,4%		75,82	66,42	84,44
Diesel NY (ULSD)	2,34	▼ -5,9%	▼ -10,7%	▲ 3,9%	▲ 20,7%		2,36	2,06	2,68
Pozostałe									
VIX	16,34	▲ 1,42	▼ -0,11	▲ 1,39	▲ 0,06		18,23	14,21	31,05
BBG Commodity Index	141,78	▲ 0,3%	▲ 15,1%	▲ 29,3%	▲ 35,5%		131,33	109,51	147,13
S&P500	7 651,54	▼ -0,5%	▲ 2,0%	▲ 11,8%	▲ 14,4%		7 242,49	6 343,72	7 798,99
DAX	25 199,19	▼ -4,0%	▲ 0,8%	▲ 2,9%	▲ 5,5%		24 852,71	22 300,75	26 569,99
Shanghai Composite	3 842,20	▼ -3,6%	▼ -6,2%	▼ -3,2%	▼ -1,0%		4 019,71	3 764,16	4 242,57
WIG 20	4 181,83	▲ 4,0%	▲ 16,6%	▲ 31,3%	▲ 47,9%		3 642,90	3 233,92	4 218,30
KGHM	329,55	▼ -7,7%	▼ -0,5%	▲ 17,4%	▲ 106,0%		324,14	257,20	392,00

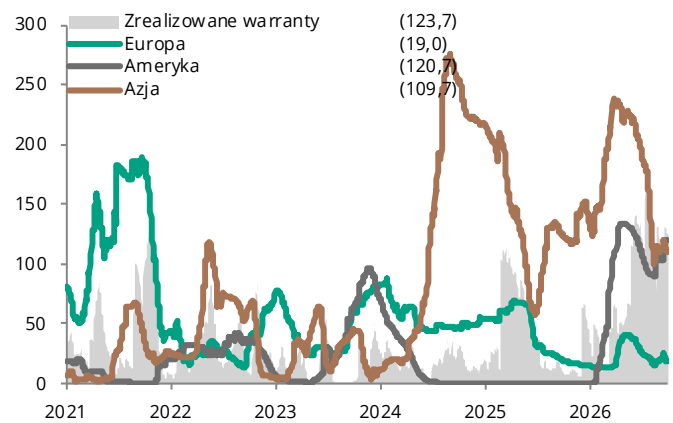
⁰ zmiana w okresie: 2 tyg. = dwóch tygodni; pocz. kw. = od początku kwartału; pocz. roku = od początku roku; 1 rok = jednoroczna.

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

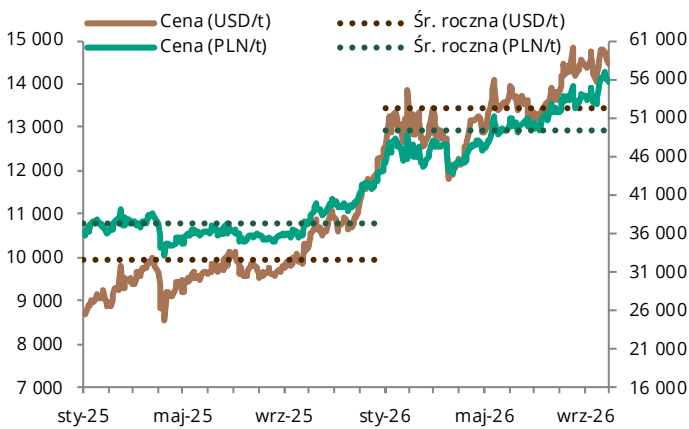
Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Miedź – oficjalne zapasy giełdowe (tys. ton)


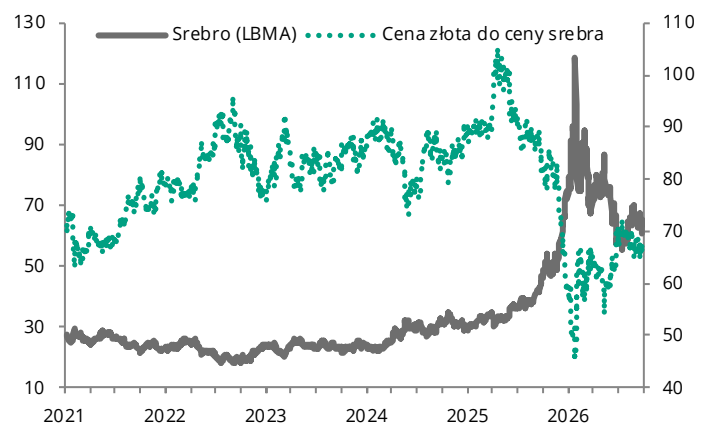
Ostatnie dane w nawiasach. Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Miedź – oficjalne zapasy giełdy LME (tys. ton)


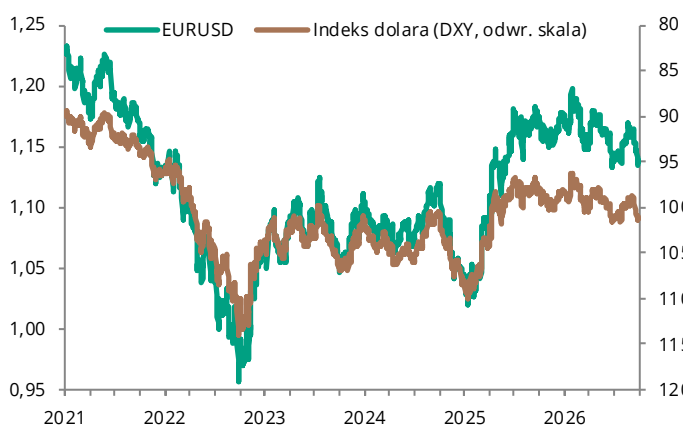
Ostatnie dane w nawiasach. Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

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


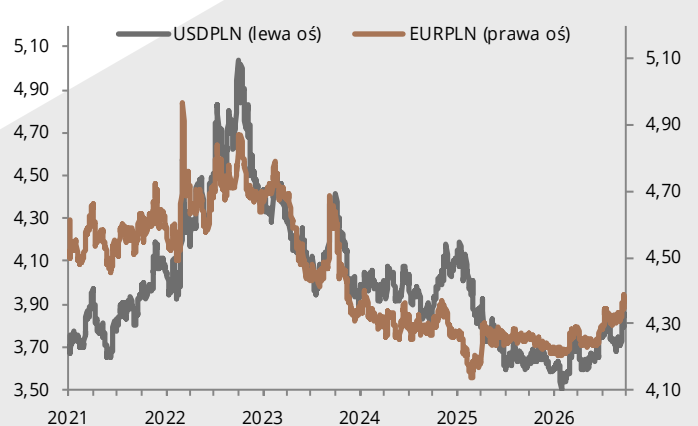
Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

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 – 30 września 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