

### BIULETYN RYNKOWY

#### PODSUMOWANIE

Obecnie, największe banki centralne na świecie znajdują się w różnych fazach cyklu monetarnego. Kontynuacja akomodacyjnej polityki pieniężnej w Strefie Euro stoi w sprzeczności z zapowiedziami Fed odnośnie ograniczenia polityki luzowania ilościowego. Mniejsze banki centralne również nie kopiują ruchów krajów z najbliższego otoczenia. Podczas gdy brazylijski bank centralny zacieśnia warunki monetarne, w Chile drugi raz z rzędu doszło do obniżki stóp procentowych.

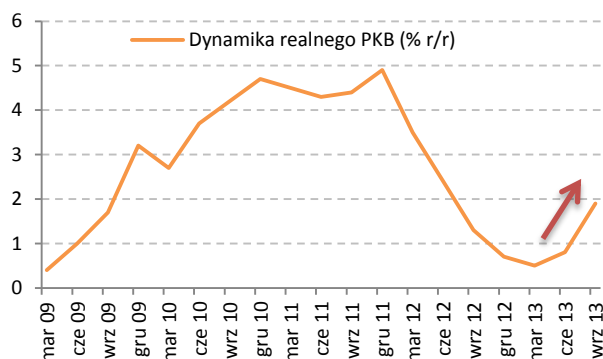
#### *EBC chce nowego LTRO*

Po niespodziewanej obniżce stóp procentowych do poziomu 0,25%, Europejski Bank Centralny (EBC) rozważa ponowne uruchomienie LTRO, czyli europejskiego wydania luzowania ilościowego (*quantitative easing*). Zdaniem M. Dragiego, wzrost gospodarczy w Strefie Euro stał się faktem, jednak wciąż istnieje dużo ryzyk związanych z jego stabilnością.

Główną zmianą (prawdopodobną, gdyż oficjalnej informacji z EBC jeszcze nie ma) w stosunku do wcześniejszych wersji programu LTRO jest jego prawdopodobne skrócenie do 12 miesięcy oraz zawężenie odbiorców do banków, które zadeklarują chęć udzielania kredytów dla firm z wyznaczonych sektorów.

#### *Znaczne przyspieszenie tempa polskiego PKB*

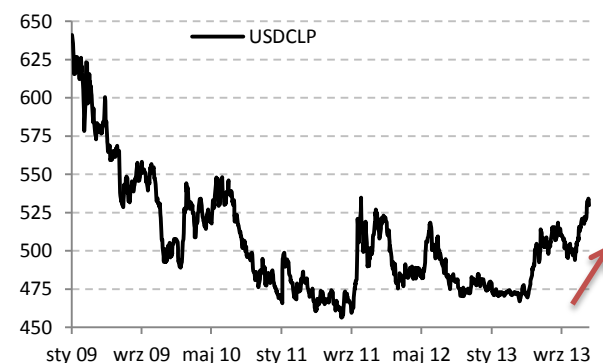
Potwierdzenie wstępnego odczytu PKB na poziomie 1,9% świadczy o znacznym przyspieszeniu tempa wzrostu gospodarczego w Polsce. Rozbicie na komponenty zakończyło negatywny trend w spożyciu indywidualnym, a dodatkowo pokazało pozytywną tendencję w inwestycjach, których negatywna kontrybucja została znacznie ograniczona. Czynnikiem, który przykuwa uwagę jest rosnąca aktywność gospodarcza przy umiarkowanym wzroście cen. Ostatni odczyt inflacji CPI zaskoczył oczekiwania rynkowe, odnotowując 0,8% w relacji rocznej, w stosunku do konsensusu na poziomie 1,0%.



Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

#### *Obniżka stóp prowadzi do pożądanej deprecjacji peso*

Po październikowej obniżce stóp procentowych, chilijski bank centralny postanowił ponownie zredukować koszty finansowania, o kolejne 25 pkt bazowych, do poziomu 4,50%. Główną przesłanką do obniżenia stóp jest niska inflacja oraz spowolnienie gospodarcze, zarówno po stronie popytu jak i produkcji. Z informacji po posiedzeniu wynika, że członkowie rady monetarnej są zadowoleni z efektu obniżenia stóp procentowych w październiku, gdyż zgodnie z oczekiwaniami spadły stopy procentowe wzdłuż całej krzywej, a peso uległo znacznej deprecjacji, osiągając najniższy poziom od ponad dwóch lat.



Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

### RYNEK MIEDZI, METALE BAZOWE

W ubiegłych dwóch tygodniach trzymiesięczna cena miedzi w notowaniach ciągłych poruszała się w przedziale 6 910 – 7 140 USD/t. Maksymalna cena trzymiesięczna została zanotowana w poniedziałek 25 listopada, a minimalna w czwartek 19 listopada. Najwyższą oficjalną cenę cash settlement zanotowano 26 listopada i wyniosła ona 7 071 USD/t, a najniższą 19 listopada – 6 947 USD/t. W tym okresie ilość zrealizowanych warrantów spadła o 13 725 ton do poziomu 265 725 ton.

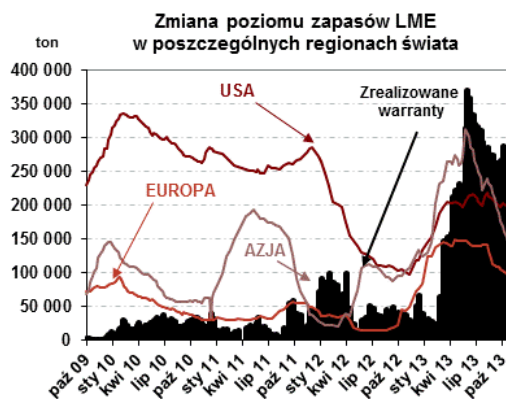
#### CRU chce wprowadzić dzienne notowania indeksów TC/RC

Począwszy od 2014 roku firma consultingowa branży metali, CRU, zamierza kwotować opłaty za przerób miedzi (TC/RC). W przypadku sukcesu nowego produktu, na rynku miedzi może dojść do przełomu na podobną skalę jak z rynkiem rudy żelaza. Na tym rynku, po wprowadzeniu dziennych notowań premii przerobowych, producenci masowo odwrócili się od zakontraktowanych w długim terminie premii przerobowych na rzecz tych pochodzących z CRU. Wprowadzenie dziennych indeksów cenowych budzi jednak wątpliwości części branży miedzianej, która zastrzeżenia co do nowego reżimu rynkowego argumentuje stopniem skomplikowania rynku. Dla branży, największymi zagrożeniami są zdecydowanie zmniejszenie elastyczności podczas negocjowania kontaktów, gdyż rynkowe kwotowania będą automatycznie ustalać wartość premii na kolejne lata. Dodatkowo, firmy górnicze oraz huty obawiają się, że kwotowania będą ustalone przy niskiej

płynności indeksów, co będzie być może wspomagało manipulacje kwotowaniami. Wydaje się, że CRU dąży do większego „urynkowienia” premii przerobowych, gdyż obecnie rynek działa na zasadzie benchmarku, który ustalają między sobą firma wydobywcza BHP Billiton oraz huty Pan Pacific Copper, zawierające roczny kontrakt na przerób koncentratów. Zgodnie z zapowiedzią Christine Meilton, na początku 2014 roku ma zostać opublikowany testowy indeks, który w przypadku akceptacji branży zmieniłby się w benchmark w okolicach października, czyli w czasie kontraktacji na kolejny rok. CRU będzie dążyło do stworzenia trzech indeksów: indeksu o standardowej, wysokiej jakości oraz o standardowej jakości, jednakże na podstawie transakcji zawieranych pomiędzy traderami a hutami. Indeksy będą uwzględniały koszty frachtu oraz warunków finansowania.

#### Spadek zapasów w Europie, Azji i USA

Poziom zapasów miedzi w magazynach LME łącznie zmniejszył się w ostatnich dwóch tygodniach o 27 825 ton i na koniec ubiegłego tygodnia wyniósł 423 825 ton. Spadki odnotowano w magazynach azjatyckich (18 125 ton), europejskich (4 750 ton) oraz USA (4 950 ton). W tym okresie ilość zrealizowanych warrantów spadła o 13 725 ton do poziomu 265 725 ton.

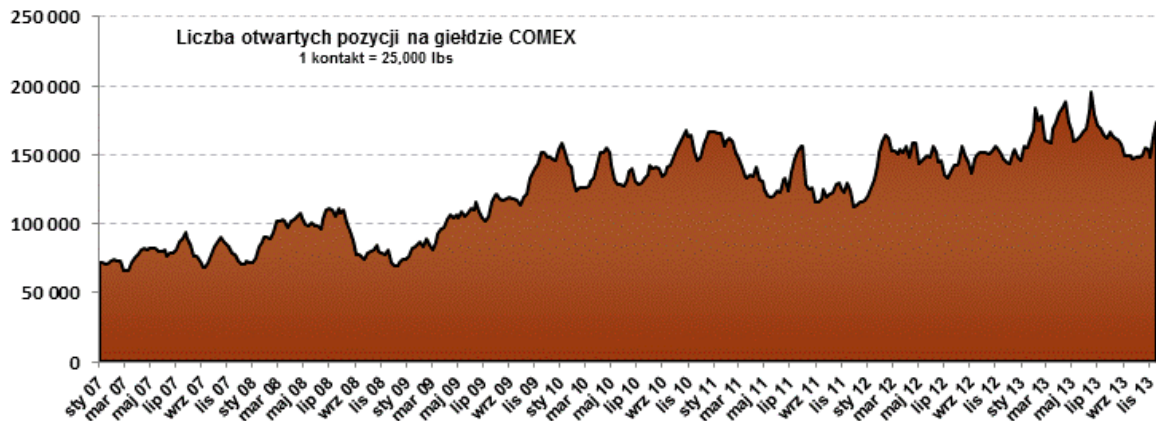
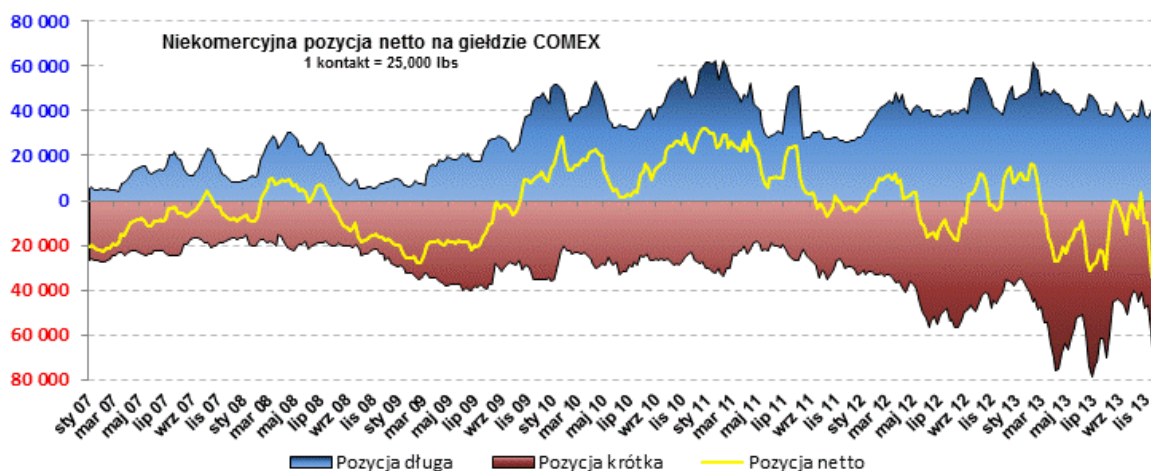
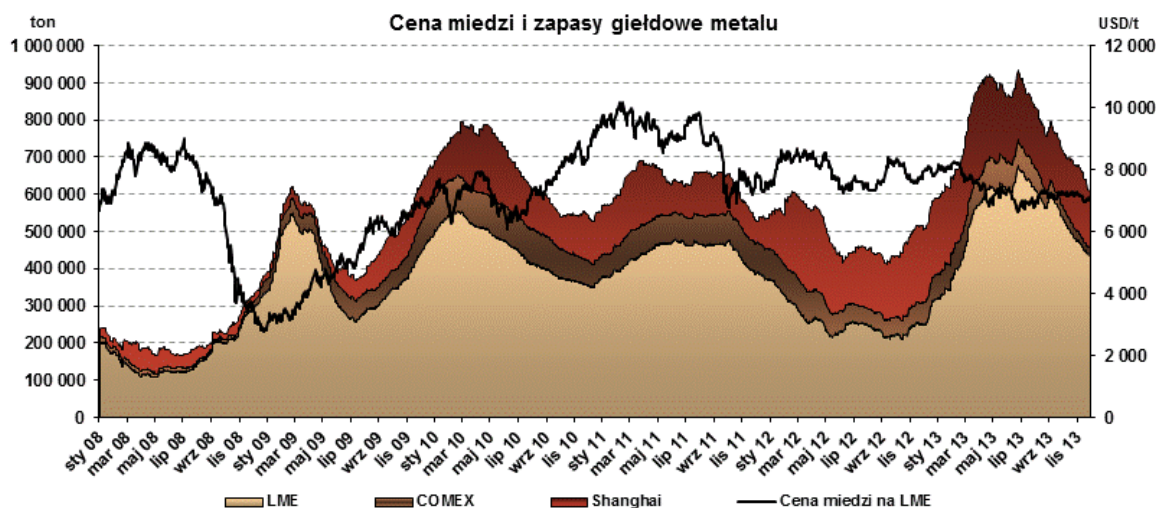


# KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

## Spadek zapasów na giełdzie Comex i w Szanghaju

Poziom zapasów na giełdzie w Szanghaju spadł w ostatnich dwóch tygodniach o 21 922 ton i wyniósł 148 670 tony. W przypadku giełdy Comex stan oficjalnych zapasów zmniejszył się o 2 838 tony i wyniósł 17 305 tony. Łącznie na trzech giełdach zapasy na koniec tygodnia były o 52 585 tony niższe niż dwa tygodnie temu. Poziom zapasów na trzech giełdach wyniósł łącznie 589 800 ton.



# KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

## ***Kolejne firmy wycofują się z handlu fizycznego na LME***

Transakcje zawierane na parkiecie LME poprzez rzeczywistą licytację odpowiadają obecnie za około 5% całego wolumenu. To bardzo niewiele w porównaniu z handlem telefonicznym, który ma ponad dziesięciokrotnie większy udział oraz elektronicznym, który odpowiada za 40%. Dodatkowo LME, która odpowiada za 80% światowego handlu kontraktami futures na rynku metali, jest ostatnią giełdą w Londynie z fizycznym parkietem, zwanym żargonowo „ringiem”. Po wycofaniu się takich znaczących firm jak Barclays PLC czy Natixis SA, członków pierwszej kategorii, czyli tych mogących zawierać transakcje w ten sposób, zostało na LME dziesięć, między innymi JP Morgan Chase czy Societe Generale. Pomimo spadku zainteresowania taką formą handlu, firma Hong Kong Exchanges & Clearing Ltd. zobowiązała się kontynuowania tej metody zawierania transakcji przynajmniej do końca 2015 roku. Dawniej, członkostwo w handlu na parkiecie giełdy było bardzo pożądane. Obecnie, w epoce handlu elektronicznego,

branie udziału w fizycznym handlu na parkiecie wydaje się być anachronizmem. Dodatkowo ciężko również rozpatrywać koszt 55 tys. funtów za samo członkostwo pierwszej kategorii, jako dobrze wydane pieniądze. Uwzględniając również pensje zespołu oraz dodatkowe opłaty, pełen koszt oscyluje w granicach 2-4 milionów funtów. Jest jednak dobry powód dla którego giełda utrzymuje „ring”. Ta forma zawierania transakcji okazuje się być idealną do zawierania szybciej i w większym wolumenie niż przy innych metodach handlu, transakcji typu „carry trade”. Ten argument nie przekonuje jednak innych znaczących giełd, które już zamknęły swoje fizyczne parkiety. Jedną z ostatnich była amerykańska ICE Futures, która w 2008, po 128 latach działalności postanowiła skupić się tylko na handlu telefonicznym i elektronicznym. Pomimo sygnałów z rynku i konkurencji, zarząd LME oświadczył, że będzie utrzymywał swój „ring” tak długo, jak długo będzie na nim odpowiednia płynność i wolumen.

## ***Chiński regulator walczy z „shadow banking”***

Chińskie władze planują ograniczyć rosnące w szybkim tempie transakcje międzybankowe, które służą do ominięcia restrykcyjnej polityki kredytowej. Celem wprowadzenia regulacji jest ograniczenie ekspansji kredytowej, a co za tym idzie ryzyka kryzysu finansowego w razie spowolnienia gospodarczego w Chinach. Według szacunków agencji Fitch, współczynnik długu do PKB w skali całej gospodarki sięgnie 218% PKB do końca 2013 roku. Poziom ten oznacza wzrost o 87 punktów procentowych w stosunku do poziomu z 2008 roku. Jak ostrzegł Międzynarodowy Fundusz Walutowy w wielu krajach szybki wzrost długu był powodem zaistnienia kryzysu finansowego. W ramach walki z niepożądanymi praktykami w czerwcu tego roku, bank centralny Chin gwałtownie ograniczył akcję kredytową co spowodowało skok krótkoterminowych stóp pożyczkowych do poziomu historycznego maksimum. Działanie to zostało zinterpretowane właściwie - jako impuls do ograniczenia działalności systemu „shadow banking”. Uzupełnieniem sygnałów rynkowych wysyłanych przez chińskiego regulatora jest zmiana regulacji dotyczących

wypłacalności oraz współczynnika pożyczek do depozytów, które powinny pomóc w ograniczeniu niepożądanych poziomów ekspansji kredytowej. Transakcje międzybankowe były do niedawna metodą na obejście przepisów, jako że nie dotyczyła ich większość ograniczeń. To zaś prowadziło do wzrostu ryzyka, szczególnie w przypadku małych i średnich banków. Jednym z celów obecnej regulacji jest ograniczenie skomplikowanych struktur transakcyjnych, takich jak na przykład transakcje trójstronne bądź powiernicze. Te, udzielające często ryzykownych pożyczek instytucje odpowiadają obecnie za 11% całego rynku kredytów dla firm. Dodatkowo, wiele z pożyczek udzielanych przez trusty płynie do sektorów, w których finansowanie miało być ograniczane, takich jak budownictwo. Kolejnym celem regulacji są tak zwane „*drawer agreements*”, w których bank z dostępem do kapitału, ale ograniczeniem z tytułu regulacji zawiera niejawną umowę z bankiem o mniejszym dostępie do finansowania, ale wolnymi limitami w celu udzielenia kredytu, gdzie to pierwszy bank tak naprawdę udziela pożyczki, choć w rzeczywistości drugi z nich jest formalną



# KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

## DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

stroną w transakcji kredytowej. Dodatkowymi zabezpieczeniami wynikającymi z regulacji ma być również ograniczenie horyzontu czasowego transakcji

międzybankowych, jak również ograniczenie ekspozycji na kontrahentów nieprzekraczającej 50% kapitału Core Tier 1.

### **Goldman Sachs przymierza się do sprzedaży swoich magazynów**

Bank rozpoczął nieoficjalne negocjacje z firmami chętnymi do zakupu firm magazynowych należących do banku po ogłoszeniu nowych regulacji rynku surowcowego. Wśród ponad tuzina firm znalazło się wielu potencjalnych kupców z rynków wschodzących, między innymi chiński Minmetals oraz firma ubezpieczeniowa Ping An, jak również brazylijski bank Grupo BTG Pactual SA. Goldman Sachs planował już sprzedaż swoich aktywów w firmach magazynowych na początku tego roku, ale odłożył swoją decyzję na później w oczekiwaniu na ostateczny projekt regulacji. LME zdecydowała się na wprowadzenie nowych zasad dotyczących magazynów, których zamierzeniem było skrócenie kolejek i zwiększenie transparentności. Dodatkowym impulsem do sprzedaży była również zapowiedź Rezerwy Federalnej dotycząca ściślejszej kontroli nad rolą jaką sprawują firmy z Wall Street na rynku surowcowym.

Goldman Sachs nalegał wcześniej na zatrzymanie firm magazynowych w swoim portfelu jak również zapewniał, że jako bank dla którego bardzo ważny jest rynek surowcowy, nie podaży za konkurencją i nie wyprzeda swoich aktywów. Przełom nastąpił prawdopodobnie po oświadczeniu Janet Yellen, że jako przyszły szef Fedu planuje wprowadzić nowe regulacje. Dotyczyć one będą prawdopodobnie udziałów banków w magazynach, elektrowniach, magazynach węglowodorów oraz innej infrastruktury. Bank jednak utrzymuje, że ich firma magazynowa została zakupiona poprzez transakcję private equity co zgodnie z prawem pozwala bankowi posiadać ją w swoim portfelu przez okres dziesięciu lat, jeżeli tylko znajduje się pod osobną od swoich traderów surowcowych jurysdykcją. Goldman Sachs zakupił firmę magazynową Metro w 2010 roku za 500 milionów dolarów.

### **Poniżej zaprezentowane zostały pozostałe najistotniejsze dane dotyczące rynku miedzi w ubiegłych dwóch tygodniach:**

- Zijin Mining jest gotowe to rozwinięcia mocy produkcyjnych w swoich trzech kopalniach. Planowane wydobyte w projekcie Xinjiang ma wzrosnąć do 45 tys. ton miedzi do końca 2016 roku. W kopalni Zijinshan ma wynieść ono 60 tys. ton w roku następnym, a w Duobaoshan 65 tys. ton do końca 2018 roku.
- LME planuje wprowadzenie w najbliższym czasie możliwości zawierania kontraktów opartych na Yuanie. Dodatkowo, giełda rozważa również wprowadzenie kontraktów na bazie węgla energetycznego oraz rudy żelaza.
- Zgodnie ze swoim planem strategicznym na lata 2013-2015, LME przymierza się do rozpoczęcia działalności w godzinach pokrywających się z azjatycką strefą czasową. Ta największa od wprowadzenia elektronicznego rozliczenia zmiana jest podyktowana chęcią zwiększenia swojego udziału w rynku w Hong Kongu.
- Do końca roku 2015, chińskie moce produkcyjne miedzi rafinowanej mają wzrosnąć z około 9,06 do 10 milionów ton rocznie. Specjaliści sugerują jednak, że taki wzrost wcale nie musi przełożyć się na spadek importu. Zapotrzebowanie na miedź we wrześniu w Chinach kształtowało się na poziomie 690 tys. ton, skutkując nadwyżką na poziomie 105 tys. ton.
- Shanghai Futures Exchange zachęcona sukcesem nocnych rozliczeń złota i srebra planuje wprowadzić próbnie rozliczenia metali bazowanych w takim samym trybie. Taki system rozliczeń ułatwi traderom arbitraż pomiędzy cenami na rynku Chińskim a pozostałymi rynkami w innych strefach czasowych.

# KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

## NOTOWANIA Z OKRESU 18.11.2013-29.11.2013

### NOTOWANIA NA LONDYŃSKIEJ GIEŁDZIE METALI (18.11.2013-29.11.2013)

USD/t	cena oficjalna settlement <sup>1</sup>	dwutygodniowa zmiana [%]	cena 3-miesięczna <sup>2</sup>	dwutygodniowa zmiana [%]
<b>Cu</b>	<b>7 027,00</b>	<b>0,85%</b>	<b>7 030,00</b>	<b>0,78%</b>
<b>Sn</b>	22 530,00	-1,94%	22 600,00	-1,53%
<b>Pb</b>	2 051,50	-1,04%	2 076,00	-0,72%
<b>Zn</b>	1 859,00	-0,05%	1 877,50	-0,66%
<b>Al</b>	1 711,00	-1,55%	1 754,00	-1,76%
<b>Ni</b>	13 415,00	-2,01%	13 480,00	-1,89%

<sup>1</sup> Ustalana na zamknięciu drugiego Ringu na Londyńskiej Giełdzie Metali – dla Cu godz. 12.35 GMT (poziom z dnia 29.11.2013).

<sup>2</sup> Notowanie 3-miesięczne ustalone na zamknięciu drugiego Ringu na Londyńskiej Giełdzie Metali (oferta sprzedaży – tzw. Sellers' Price).

### NOTOWANIA NA LONDYŃSKIEJ GIEŁDZIE METALI (18.11.2013-29.11.2013)

USD/t	wahania dwutygodniowe ceny 3-miesięcznej <sup>1</sup>		wahania roczne ceny 3-miesięcznej <sup>4</sup>	
	MAX <sup>2</sup>	MIN <sup>3</sup>	MAX <sup>2</sup>	MIN <sup>3</sup>
<b>Cu</b>	7 140,00	6 910,00	8 346,00	6 602,00

<sup>1</sup> Podstawowa cena kwotowana na Londyńskiej Giełdzie Metali.

<sup>2</sup> Najwyższa oferta zakupu w notowaniach ciągłych (High Bid).

<sup>3</sup> Najniższa oferta sprzedaży w notowaniach ciągłych (Low Offer).

<sup>4</sup> Od początku roku kalendarzowego.

### NOTOWANIA NA LONDYŃSKIEJ GIEŁDZIE METALI (18.11.2013-29.11.2013)

USD/t	średnia roku settlement <sup>1</sup>	najwyższa w roku settlement <sup>2</sup>	najniższa w roku settlement <sup>3</sup>
<b>Cu</b>	<b>7 332,22</b>	<b>8 242,50</b>	<b>6 637,50</b>
<b>Sn</b>	22 258,63	25 200,00	19 275,00
<b>Pb</b>	2 141,85	2 448,00	1 949,00
<b>Zn</b>	1 903,50	2 187,50	1 784,00
<b>Al</b>	1 854,38	2 123,00	1 701,00
<b>Ni</b>	15 096,97	18 600,00	13 160,00

<sup>1,2,3</sup> Od początku roku kalendarzowego.

### ZAPASY W MAGAZYNACH LONDYŃSKIEJ GIEŁDY METALI (18.11.2013-29.11.2013)

tony	aktualny poziom	dwutygodniowa zmiana	stan zapasów na początku roku	zmiana od początku roku
<b>Cu</b>	<b>423 825</b>	<b>-27 825</b>	<b>320 500</b>	<b>103 325</b>
<b>Sn</b>	10 905	-650	12 800	-1 895
<b>Pb</b>	231 375	-5 300	317 700	-86 325
<b>Zn</b>	962 250	-35 950	1 220 725	-258 475
<b>Al</b>	5 470 425	170 775	5 210 350	260 075
<b>Ni</b>	251 862	7 044	141 690	110 172

# KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

## METALE SZLACHETNE

W przeciągu ubiegłych dwóch tygodni minimalna cena złota w oficjalnych notowaniach fix na Londyńskim Rynku Kruszców została osiągnięta w notowaniu porannym w poniedziałek 25 listopada (1231,75 USD/uncję) a najwyższa w notowaniu popołudniowym w poniedziałek 18 listopada (1283,50 USD/uncję).

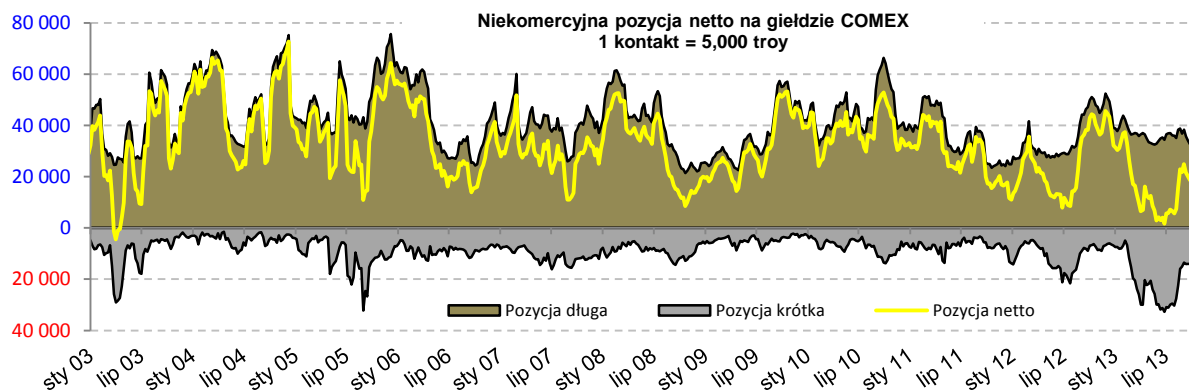
Ceny srebra w notowaniach ciągłych utrzymywały się w przedziale 19,52 – 20,80 USD/uncję. Maksymalną cenę w notowaniach ciągłych zanotowano w poniedziałek 18 listopada, a minimalną w czwartek 28 listopada. W przypadku notowań oficjalnych cen fix na Londyńskim Rynku Kruszców, najwyższą cenę odnotowano w poniedziałek 18 listopada (20,64 USD/uncję), a najniższą w poniedziałek 25 listopada (19,71 USD/uncję).

## ZŁOTO

Październikowe posiedzenie Rezerwy Federalnej miało znaczący wpływ na notowania złota – kurs uległ dość znaczącemu obniżeniu zmniejszając tym samym dystans do 3-letniego minimum wynoszącego blisko 1180 USD/troz. Jednym z głównych powodów zaistniałej sytuacji były spekulacje odnośnie wcześniejszego ograniczenia programu luzowania ilościowego – który mógłby mieć miejsce już w grudniu bieżącego roku. Jest to jednak dość wątpliwy scenariusz, jako że najbliższe posiedzenie będzie ostatnim, w którym przewodził będzie Ben Bernanke. Zainicjowanie procesu cięcia QE jest tym bardziej mało prawdopodobne, jako że większością w FOMC są zwolennicy ekspansywnej polityki monetarnej. Zdaniem licznych analityków prawdopodobnym terminem ograniczenia przez Fed programu skupu aktywów jest marzec 2014 roku. Dla inwestorów kluczowymi mogą okazać się również decyzje EBC – mianowicie obniżenie głównej stopy procentowej oraz plany wprowadzenia ujemnych stóp procentowych w przyszłości, mogą niejako świadczyć o nienajlepszej kondycji gospodarki europejskiej. Niezwykle istotnym faktem jest również stale zwiększający się popyt na złoto ze strony Chin – które zdaniem wielu ekonomistów już niebawem przegonią pod tym względem Indie stając się tym samym największym konsumentem na świecie. Według raportu Światowej Rady Złota Chiny prześcigną Indie jeszcze w tym roku – dokonując oficjalnego zakupu ponad tysiąca ton złota. W ciągu 10 miesięcy bieżącego roku chiński import złota z Hong Kongu wyniósł 955,9 ton – blisko dwukrotnie więcej niż w roku ubiegłym. W samym październiku z Hong Kongu trafiło do Chin 129,9 ton złota - co stanowiło niemalże trzykrotność popytu w analogicznym okresie roku 2012. Mimo wszelkich zawirowań oba kraje będące odpowiedzialnymi za połowę światowego popytu na złoto stale zwiększają jego zakup. W przypadku Indii nie pomogły również restrykcje rządowe mające ograniczyć zakupy złotego kruszcu, które ostatecznie i tak w przeciągu ostatnich 4 kwartałów zwiększyły się o 24% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego.

## SREBRO

Srebro podążało w ślad za złotem – co po raz kolejny można tłumaczyć brakiem istotnych z punktu widzenia inwestorów informacji specyficznych tylko dla tego metalu. Ponownie kluczowym dla inwestorów było kształtowanie się kursu złota. Strona popytowa na srebro generowana przez przemysł wciąż nie wykazuje zwiększenia zapotrzebowania na biały metal, co w krótkiej perspektywie czasowej może skutkować obniżką jego ceny.



# KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

## NOTOWANIA Z OKRESU 18.11.2013-29.11.2013

### NOTOWANIA NA LONDYŃSKIM RYNKU KRUSZCÓW (18.11.2013-29.11.2013)

USD/troz	Fixing <sup>1</sup>		dwutygodniowa zmiana [%]	roczna zmiana [%]
<b>Ag</b>	<b>AM FIX</b>	<b>19,93</b>	<b>-3,42%</b>	<b>-41,52%</b>
<b>Au</b>	AM FIX	1 245,25	-2,85%	-28,73%
	PM FIX	1 253,00	-2,66%	-28,42%
<b>Pt</b>	AM FIX	1 367,00	-5,27%	-14,83%
	PM FIX	1 376,00	-4,31%	-14,69%
<b>Pd</b>	AM FIX	722,00	-1,77%	9,56%
	PM FIX	724,00	-0,69%	8,46%

<sup>1</sup> Fixing dla srebra ustalany jest raz dziennie (godz. 12.00 GMT), natomiast dla złota, platyny i palladu – dwa razy dziennie (godz. 10.30 oraz 15.00 GMT), poziomu z dnia 29.11.2013.

### NOTOWANIA NA LONDYŃSKIM RYNKU KRUSZCÓW (18.11.2013-29.11.2013)

USD/troz	Fixing	średnia roku <sup>1</sup>	najwyższa w roku <sup>2</sup>	najniższa w roku <sup>3</sup>
<b>Ag</b>	<b>AM FIX</b>	<b>24,1519</b>	<b>32,2300</b>	<b>18,6100</b>
<b>Au</b>	AM FIX	1425,64	1692,50	1203,25
	PM FIX	1425,58	1693,75	1192,00
<b>Pt</b>	AM FIX	1497,33	1730,00	1323,00
	PM FIX	1496,61	1736,00	1317,00
<b>Pd</b>	AM FIX	725,13	774,00	644,00
	PM FIX	725,41	774,00	643,00

<sup>1,2,3</sup> Od początku roku kalendarzowego.

### NOTOWANIA NA LONDYŃSKIM RYNKU KRUSZCÓW (18.11.2013-29.11.2013)

USC/troz	wahania dwutygodniowe ceny kasowej <sup>1</sup>		wahania roczne ceny kasowej <sup>4</sup>	
	MAX <sup>2</sup>	MIN <sup>3</sup>	MAX <sup>2</sup>	MIN <sup>3</sup>
<b>Ag</b>	<b>20,86</b>	<b>19,58</b>	<b>32,48</b>	<b>18,23</b>

<sup>1</sup> Podstawowa cena kwotowana na Londyńskim Rynku Kruszców.

<sup>2</sup> Najwyższa oferta zakupu (High Bid).

<sup>3</sup> Najniższa oferta sprzedaży (Low Offer).

<sup>4</sup> Od początku roku kalendarzowego.



### CHINY

Ostatni miesiąc był bardzo ważny dla następnej dekady rozwoju Chin. Informacje dochodzące z 3 Sesji Plenarnej Komitetu Centralnego Komunistycznej Partii Chin z początku rozczarowały inwestorów bardzo ogólnikowym zakresem reform. Jednak obszerny raport opublikowany w kolejnych dniach rozwiał wszelkie wątpliwości – Państwo Środka wkracza na nową ścieżkę wzrostu, zmieniając priorytety rozwoju i wprowadzając nowy kierunek reform.

**Poniżej zaprezentowane zostały najistotniejsze dane dotyczące gospodarki Chin w ubiegłych dwóch tygodniach:**

- Według chińskich źródeł rządowych, wykorzystanie zdolności przerobowych w pierwszej połowie roku wynosiło około 78%. Było więc najniższe od czwartego kwartału 2009 roku. Jak podała Komisja Rozwoju i Reform, najważniejsza chińska agencja planistyczna, w pierwszej połowie roku aż 21 z 39 sektorów. Aby zapobiec podobnej sytuacji w przyszłości, rząd planuje wprowadzenie szeregu regulacji, które ograniczą rozdęte sektory gospodarki. Chodzi tu szczególnie o sektor stalowy, aluminiowy i produkcji szkła.
- Analitycy firmy Codelco, są spokojni o popyt na czerwony metal w nadchodzących latach, pomimo przewidywanego osłabienia tempa wzrostu PKB. Chiny są dla Codelco klientem priorytetowym, gdyż odpowiadają za 40% wolumenu sprzedaży firmy. Pozytywne sygnały ze strony popytu mogą przerwać spadkowy trend cen miedzi, która straciła 11% od początku roku. Analitycy Goldman Sachs przewidują z kolei kolejne spadki nawet do poziomu 6200 dolarów za tonę do końca 2014 roku. Pomimo ochłodzenia gospodarki chińskiej, motorem napędowym dla popytu na miedź może okazać się rosnąca klasa średnia, wspierająca sektor usług.
- Zgodnie z przewidywaniami Bloomberga, chińskie PKB wzrośnie w nadchodzącym roku o 7,4% w stosunku do 7,6% w tym roku. Na ostatnim szczycie Komunistycznej Partii Chin ogłoszono serię planowanych reform, między innymi rozszerzenie prawa własności gruntów, rozluźnienie polityki jednego dziecka oraz rozwój partnerstwa publiczno-prywatnego.
- Jednym z kroków które Codelco zamierza przedsięwziąć jest zwiększenie marż dla chińskich odbiorców o 41% do 138 dolarów za tonę, po tym jak ceny zostały podniesione dla europejskich kontrahentów o 32%. Rozmowy z klientami dotyczące akceptacji nowych warunków są już w zaawansowanym stadium. W ostatnim miesiącu, import miedzi rafinowanej wzrósł w Chinach o 27%, dodatkowo według szacunków Barclays popyt na miedź wzrośnie w nadchodzącym roku o 6,5%. Kolejnym ważnym sygnałem jest spadek o 30% zapasów zgromadzonych w magazynach LME od początku czerwca. Chiny są największym na świecie producentem miedzi rafinowanej, pomimo tego nie są w stanie zaspokoić swojego ogromnego popytu produkcją krajową. W 2014 roku nadwyżka podaży miedzi na rynkach światowych może zwiększyć się nawet trzykrotnie do 272 tys. ton, czym osiągnie 13 letnie maksimum. Niemniej, poziom ten nie powinien się jednak na cenach metalu. Codelco planuje dodatkowe inwestycje w rozwój na poziomie 5 miliardów dolarów rocznie przez następne 5 lat. Nie przeszkodzi w tym prawdopodobnie również wybór socjalistycznej prezydent w Chile, która domaga się podniesienia stopy opodatkowania dla firm.

#### **Istotne aktualne wskaźniki makroekonomiczne dla gospodarki Chin:**

- Listopadowy odczyt współczynnika PMI w sektorze wytwórczym w Chinach wyniósł 51,4. Analogiczny współczynnik przygotowywany przez bank HSBC wyniósł z kolei 50,8.
- Eksport w październiku ujęciu rocznym wzrósł o 5,6% wobec oczekiwań rynkowych na poziomie 1,7%. Import w analogicznym okresie wzrósł o 7,6% rdr (oczekiwano wzrostu o 7,4%).
- Inflacja CPI wzrosła w październiku do 3,2% rdr, wobec 3,1% we wrześniu.
- Sprzedaż detaliczna wzrosła w październiku o 13,3% i była nieznacznie niższa od konsensusu rynkowego na poziomie 13,4%.

mdm = miesiąc do miesiąca; rdr = rok do roku; kdk = kwartał do kwartału nsa = bez uwzględniania czynników sezonowych;

# KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

## RYNEK EUR/USD – STREFA EURO, USA, ŚWIAT

Niestabilna trwałość ożywienia w Europie oraz ryzyko deflacji doprowadziło do kolejnej debaty nad wznowieniem LTRO (*Long-Term Refinancing Operation*), czyli europejskiej odmiany luzowania ilościowego (*quantitative easing*). Na wschodzie Europy mamy do czynienia z rewolucją na Ukrainie, natomiast po zachodniej stronie Atlantyku bank centralny w Chile ponownie obniżył stopę procentową, do poziomu 4,50%.

### ECB chce nowego LTRO

Zdaniem gazety Sueddeutsche Zeitung Europejski Bank Centralny (EBC) rozważa wprowadzenie kolejnego pakietu LTRO. Dodatkowa płynność ma być przeznaczona dla banków, które zgodzą się udzielić kredytów dla przedsiębiorców (celem będą sektory: przemysł, detal oraz usługi biznesowe) z uzyskanych od EBC środków. W przeciwieństwie jednak do przeszłych LTRO, które przewidywały 3-letni

okres udzielonych pożyczek, obecny kształt zwiększenia płynności miałyby obowiązywać jedynie przez kolejne 12 miesięcy. Dla przypomnienia, EBC obniżył w listopadzie stopy procentowe do 0,25%, co znacznie zawężyło możliwości manewrowania konwencjonalną polityką monetarną Strefy Euro.

### Ukraina na fali rewolucji

Brak podpisania umowy handlowej z Unią Europejską pod koniec listopada, spowodował masową dezaprobatę ludności na Ukrainie. Choć protesty nabierają coraz większego tempa, wciąż brak jest lidera rewolucji (wśród kandydatów wymienia się Witalija Kliczkę oraz Arsenija Jaceniuka). Dodatkowo, Ukraina od dłuższego czasu pozostaje w dość ciężkiej sytuacji gospodarczej. Ukraińska gospodarka nieprzerwalnie od 5 kwartałów kurczy się, a znaczny deficyt na rachunku bieżącym wraz z wciąż topniejącymi rezerwami walutowymi oraz znacznym obciążeniem finansowym związanym z zapadającym w 2014r. długiem zagranicznym nie daje wiele nadziei na powrót na korzystną ścieżkę rozwoju, biorąc pod

uwagę obecny przestój w gospodarce spowodowany akcjami protestacyjnymi. Co ważne, społeczeństwo ukraińskie nie do końca jest przekonane co do słuszności rewolucji, gdyż poparcie dla opozycjonistów jest jedynie niewiele wyższe od akceptacji dla obecnej władzy. Dodatkowo, niedawna degradacja ratingu przez agencje: Moody's z B3 do Caa1 oraz S&P z B do B- multiplikują skalę problemu. Kiepska kondycja gospodarki Ukraińskiej oraz rosnące ryzyko niewypłacalności zostały zauważone przez globalnych inwestorów. **Poniższe wykresy** przedstawiają ilość rezerw międzynarodowych w posiadaniu Ukrainy oraz wycenę 5-letnich CDS.

Ukraińskie rezerwy topnieją z miesiąca na miesiąc...



Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

...co jest zauważalne w wycenie ryzyka kredytowego



### Bank Centralny Chile ponownie obniża stopy procentowe

Chilijski bank centralny obniżył drugi miesiąc z rzędu stopy procentowe o 25 pkt bazowych,

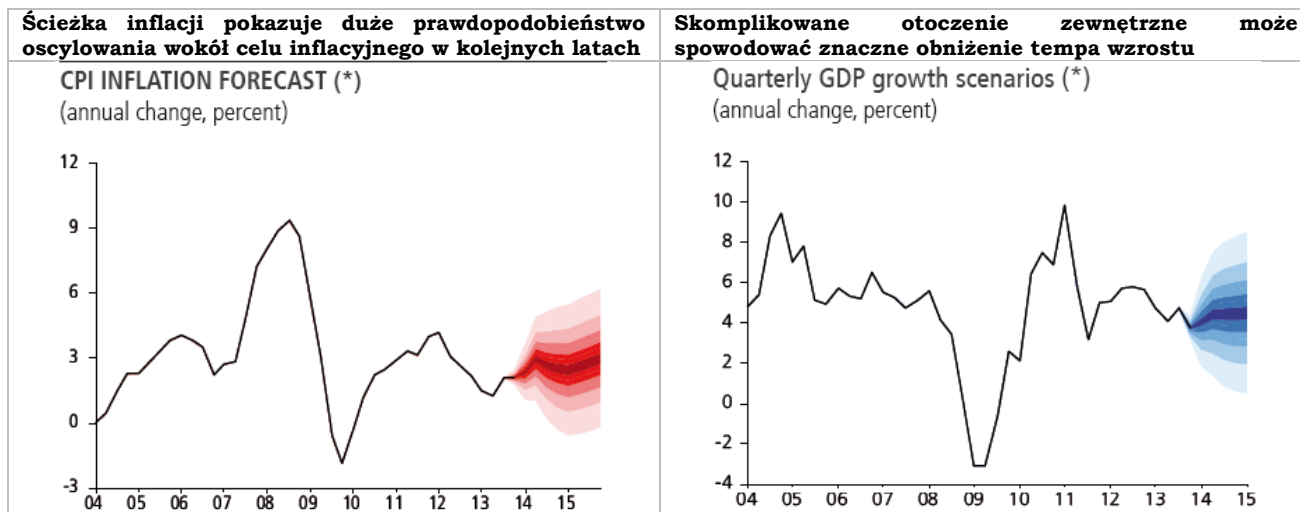
do poziomu 4,50%. Głównym motywem obniżki kosztów finansowania jest niska inflacja

# KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

## DEPARTAMENT ZABEZPIECZEŃ

oraz spowolnienie gospodarcze, zarówno po stronie popytu jak i produkcji. Z informacji po posiedzeniu wynika, że członkowie rady monetarnej są zadowoleni z efektu obniżenia stóp procentowych w październiku, gdyż zgodnie z oczekiwaniami koszt pieniądza został

obniżony wzdłuż całej krzywej, a peso uległo znacznej deprecjacji, osiągając najniższy poziom od ponad dwóch lat. Scenariusze BCCh opublikowane w ostatnim raporcie makroekonomicznym przedstawiają **poniższe wykresy**.



Źródło: Bank Centralny Chile, KGHM Polska Miedź

### Istotne wskaźniki makroekonomiczne dla gospodarki USA:

- Produkcja przemysłowa w październiku 2013 r. spadła o 0,1 proc. mdm, we wrześniu wskaźnik wzrósł o 0,7 proc.
- Sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła o 0,4 proc. miesiąc do miesiąca, podczas gdy poprzednio pozostała bez zmian mdm.
- Ceny konsumpcyjne w październiku 2013 r. spadły o 0,1 proc. w ujęciu miesiąc do miesiąca.
- Sprzedaż domów na rynku wtórnym w październiku spadła do 5,12 mln w ujęciu rocznym.
- Rezerwa Federalna może zdecydować się na redukcję skali programu skupu obligacji w „kolejnych miesiącach”, jeśli zgodnie z oczekiwaniami Fed poprawiać się będzie kondycja gospodarki USA - wynika z raportu z październikowego posiedzenia FOMC.
- Indeks poziomu optymizmu wśród konsumentów amerykańskich, opracowywany przez Uniwersytet Michigan wyniósł w listopadzie 75,1 pkt., wobec 73,2 pkt. w październiku.

### Istotne wskaźniki makroekonomiczne dla gospodarki strefy euro:

- Inflacja w strefie euro wyniosła w październiku 2013 r., w ujęciu rdr 0,7 proc.
- PKB w III kwartale 2013 r. wzrósł o 0,1 proc. kdk, podczas gdy w II kw. wzrósł o 0,3 proc.
- Nadwyżka w handlu we wrześniu 2013 r. wyniosła 13,1 mld euro, bez uwzględnienia czynników sezonowych, wobec nadwyżki 6,9 mld euro w poprzednim miesiącu, po korekcie.
- Indeks Ifo, obrazujący nastroje wśród przedsiębiorców niemieckich, wzrósł w listopadzie 2013r. do 109,3 pkt. ze 107,4 pkt. w poprzednim miesiącu.
- Stopa bezrobocia w Niemczech w listopadzie 2013 r., po uwzględnieniu czynników sezonowych, wyniosła 6,9 proc. wobec 6,9 proc. miesiąc wcześniej.

### Istotne wskaźniki makroekonomiczne dla gospodarki światowej:

- Bank Japonii nie zmienił założeń prowadzonej polityki pieniężnej.
- Sprzedaż detaliczna w Japonii spadła w październiku 2013 r. o 1,0 proc. mdm, podczas gdy poprzednio wzrosła o 1,7 proc., po korekcie.
- Bank centralny na Węgrzech obniżył stopy procentowe o 20 pkt.

mdm = miesiąc do miesiąca; rdr = rok do roku; kdk = kwartał do kwartału nsa = bez uwzględnienia czynników sezonowych; proc. = %;

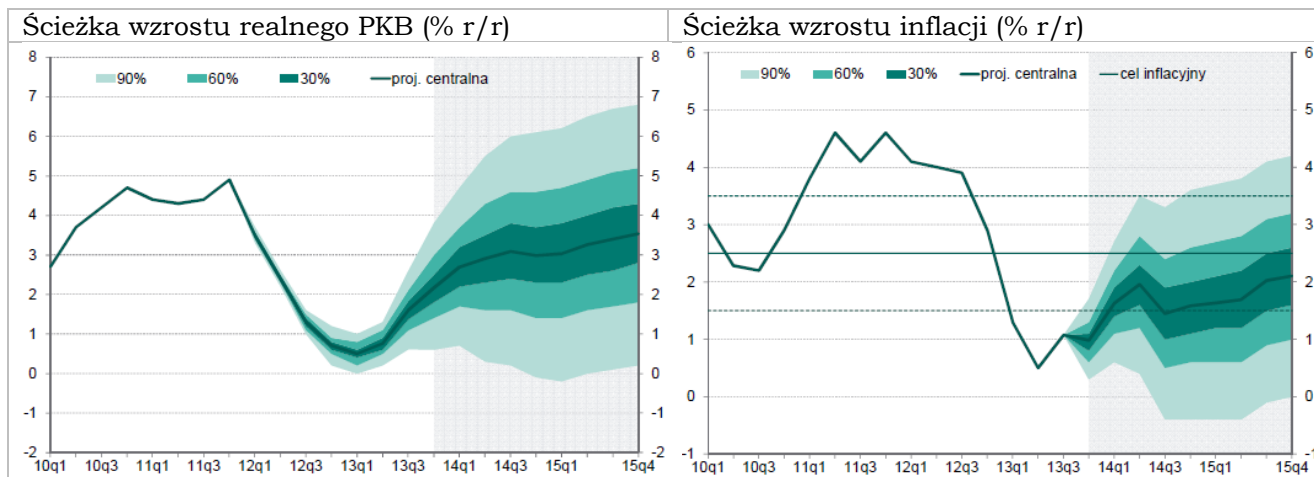
### RYNEK EUR/PLN i USD/PLN - POLSKA

Zmiana na stanowisku ministra finansów, kompozycja PKB za 3 kwartał oraz niższa od oczekiwanej inflacja były najistotniejszymi wydarzeniami ostatnich dwóch tygodni. Rozbicie PKB, które wskazuje na zdecydowaną poprawę po stronie konsumpcji prywatnej oraz zaskoczenie konsensusu rynkowego dynamiką inwestycji, podkłada solidny fundament pod wzrost PKB w najbliższych kwartałach.

#### Kompozycja PKB sygnalizuje stabilny fundament wzrostu

Wstępny odczyt GUS o PKB na poziomie 1,9% w relacji rocznej został potwierdzony przez kolejny odczyt PKB wraz z rozbiciem na komponenty. 3 kwartał pokazał znacznie przyspieszenie tempa wzrostu po stronie konsumpcji. Niemalym zaskoczeniem dla konsensusu rynkowego było ożywienie inwestycji oraz znacznie zmniejszenie negatywnej kontrybucji ze strony zapasów (z -2,0 pkt proc. do -0,5 pkt proc.). Silniejszy

wzrost gospodarczy odbywa się przy wciąż pozostającej poniżej celu NBP inflacji, która w listopadzie zaskoczyła w dół konsensus rynkowy (0,8% r/r wobec 1,0% oczekiwanego przez rynek). Zgodnie z projekcją NBP, ścieżka PKB oraz inflacji będzie się rozwijała zgodnie ze schematem przedstawionym na poniższych wykresach.



Źródło: NBP

Zgodnie z opisem dyskusji po listopadowym posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej (RPP), dalsza ścieżka wzrostu, choć ma dość silne przesłanki fundamentalne, jest obciążona wieloma ryzykami, które w większości pochodzą z krajów Strefy Euro. Publikacje makroekonomiczne krajów eurolandu są mieszane i bardzo trudno wnioskować jaka jest trwałość ożywienia, biorąc pod uwagę problemy w sektorze bankowym niektórych krajów Strefy Euro.

Odnosnie projekcji PKB, członkowie RPP zgodnie uznali, że wzrost PKB będzie ulegał gradualnej poprawie, jednakże będzie on na tyle umiarkowany, że luka popytowa

pozostanie ujemna na całym horyzoncie projekcji. W związku ze słabą presją inflacyjną, RPP postanowiła również przedłużyć okres obecnych stóp procentowych (tzw. *forward guidance*) do połowy 2014 roku. Grudniowy wybór nowego członka RPP (w miejsce prof. Zyty Gilowskiej) o mniej jastrzębich poglądach na politykę monetarną, być może wpłynie na dalsze wydłużenie okresu najniższych w historii stóp procentowych.

Jest zatem dość wysoce prawdopodobne, że na grudniowym spotkaniu NBP, główna stopa procentowa pozostanie na niezmiennym poziomie 2,50%.

#### Istotne wskaźniki makroekonomiczne dla gospodarki Polski:

- Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła w październiku 1,4 proc. rdr wobec 1,3 proc. rdr we wrześniu.



# KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

- Deficyt budżetu państwa po październiku wyniósł 39.454,6 mln zł wobec 29.643,364 mln zł po wrześniu.
- Prezydent powoła nowego członka RPP w miejsce Zyty Gilowskiej pod koniec listopada lub na początku grudnia.
- PKB w III kwartale 2013 r. wzrósł o 1,9 proc. rdr oraz wzrósł o 0,6 proc. kdk.
- Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w październiku wzrosły o 0,8 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,2 proc. Największy wpływ na poziom inflacji w październiku mdm miały opłaty związane z łącznością, które rosły o 2,8 proc. i podwyższyły wskaźnik CPI o 0,1 pkt. proc. oraz ceny odzieży i obuwia, których wzrost o 3,5 proc. podwyższył inflację o 0,15 pkt. proc.
- W ciągu dziewięciu miesięcy bieżącego roku sądy wydały postanowienia o upadłości 695 przedsiębiorstw, czyli o blisko 10 proc. więcej niż w tym samym okresie 2012 r. - wynika z raportu Coface.
- Mateusz Szczurek zastąpi na stanowisku ministra finansów Jacka Rostowskiego.
- Zadłużenie Skarbu Państwa na koniec września wzrosło o 0,7 proc. mdm do 847.710,5 mln zł.
- Produkcja przemysłowa w październiku wzrosła o 4,4 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosła o 6,0 proc.
- Stopa bezrobocia w październiku wyniosła 13,0 proc. wobec 13,0 proc. we wrześniu.
- Sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła o 3,2 proc. w porównaniu z analogicznym okresem 2012 roku, a mdm wzrosła o 3,6 proc.
- Ministerstwo Finansów nie planuje emisji długu na rynkach zagranicznych w tym roku, myśli o emisji długu w USD w I kwartale 2014 roku.

mdm = miesiąc do miesiąca; rdr = rok do roku; kdk = kwartał do kwartału nsa = bez uwzględniania czynników sezonowych; proc. = %;

## NOTOWANIA Z OKRESU 18.11.2013-29.11.2013

### KURSY WALUT (zmienność w okresie 18.11.2013-29.11.2013)

waluta	notowania oficjalne <sup>1</sup>	dwutygodniowa zmiana [%]	wahania dwutygodniowe		wahania roczne <sup>4</sup>	
			MAX <sup>2</sup>	MIN <sup>3</sup>	MAX <sup>2</sup>	MIN <sup>3</sup>
<b>USD/PLN</b>	<b>3,0846</b>	-1,05%	3,1294	3,0790	3,3878	3,0183
<b>EUR/PLN</b>	<b>4,1998</b>	0,26%	4,2079	4,1688	4,3696	4,0575
<b>EUR/USD</b>	<b>1,3611</b>	1,12%	1,3622	1,3400	1,3832	1,2746

<sup>1</sup> Oficjalne kursy walut z ostatniego piątku.

<sup>2</sup> Najwyższa oferta zakupu (High Bid).

<sup>3</sup> Najniższa oferta zakupu (Low Bid).

<sup>4</sup> Od początku roku kalendarzowego.

### KURSY WALUT (fixingi NBP, z okresu 18.11.2013-29.11.2013)

waluta	średnia roku fix <sup>1</sup>	najwyższy w roku fix <sup>1</sup>	najniższy w roku fix <sup>1</sup>
<b>USD/PLN</b>	3,1712	3,3724	3,0271
<b>EUR/PLN</b>	4,1994	4,3432	4,0671
<b>EUR/USD</b>	1,3245	1,3805	1,2768

<sup>1</sup> USDPLN i EURPLN – fix NBP, EURUSD – fix ECB.

# KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

Powyższy materiał został opracowany na podstawie m.in. następujących raportów z okresu:  
**18 listopada – 29 listopada 2013:**

“Commodities Comment” *Macquarie Research Metals and Mining*

“Commodities Daily” *Standard Bank*

“Commodity Daily Briefing” *Barclays Capital Research*

“Global Commodities Daily” *Deutsche Bank*

“Daily Copper Wrap” *Mitsui*

“Base and Precious Metals Daily” *JPMorgan*

„Codziennik” *BZ WBK*

„Tygodnik Ekonomiczny” *BZ WBK*

„Raport dzienny” *BRE Bank*

„Biuletyn Dzienny” *Bank PEKAO S.A.*

Gazeta Giełdy „Parkiet”

Ponadto zostały wykorzystane informacje uzyskane w bezpośrednich rozmowach z brokerami, z raportów instytucji finansowych oraz ze stron internetowych: [lme.co.uk](http://lme.co.uk), [lbma.org.uk](http://lbma.org.uk), [economy.com/dismal](http://economy.com/dismal), [thebulliondesk.com](http://thebulliondesk.com), [lbma.org.uk/stats](http://lbma.org.uk/stats), [crumonitor.com](http://crumonitor.com), [metalbulletin.com](http://metalbulletin.com), [nbportal.pl](http://nbportal.pl), [nbp.pl](http://nbp.pl), a także systemów Thomson Reuters i Bloomberg.

Oficjalne notowania metali są dostępne na stronach:

- metale podstawowe [www.lme.com/dataprices\\_products.asp](http://www.lme.com/dataprices_products.asp) (bezpłatne logowanie)
- srebro i złoto [www.lbma.org.uk/stats/silvfixg](http://www.lbma.org.uk/stats/silvfixg)
- platyna i pallad [www.lppm.org.uk/statistics\\_cover.html](http://www.lppm.org.uk/statistics_cover.html)

## ZASTRZEŻENIE

Niniejszy dokument odzwierciedla poglądy pracowników Departamentu Zarządzania Ryzykiem Rynkowym i Kredytowym 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.

W razie pytań, komentarzy bądź uwag prosimy o kontakt.

KGHM Polska Miedź S.A.  
Departament Zarządzania Ryzykiem Rynkowym i Kredytowym  
ul. M. Skłodowskiej-Curie 48  
59-301 Lubin

**Grzegorz Laskowski**

[g.laskowski@kg hm.pl](mailto:g.laskowski@kg hm.pl)

tel. 76 7478 158

**Łukasz Bielak**

[l.bielak@kg hm.pl](mailto:l.bielak@kg hm.pl)

tel. 76 7478 157

**Marek Krochta**

[m.krochta@kg hm.pl](mailto:m.krochta@kg hm.pl)

tel. 76 7478 792

**Wojciech Demski**

[w.demski@kg hm.pl](mailto:w.demski@kg hm.pl)

tel. 76 7478 793