

KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

PODSUMOWANIE

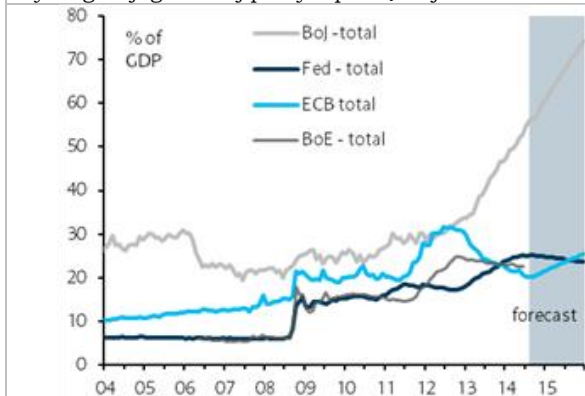
Obawy o obniżenie tempa wzrostu w Chinach doprowadziły do zmiany retoryki Chińskiego Banku Centralnego (PBoC) odnośnie kształtu polityki monetarnej. Zdaniem analityków, PBoC zmienił ton na bardziej łagodny, sugerując między wierszami potencjał do obniżek stóp procentowych. Dalsze luzowanie zapowiedział również Europejski Bank Centralny (ECB), natomiast Japoński Bank Centralny (BoJ) wbrew oczekiwaniom rynkowym zwiększył program luzowania ilościowego (quantitative easing). Dla kontrastu, Amerykańska Rezerwa Federalna (Fed) wycofała się ze skupu aktywów, kończąc trwającą od upadku Lehman Brothers erę niekonwencjonalnej polityki monetarnej o bezprecedensowej skali.

Banki centralne: kto ma rację?

Ostatnie ruchy banków centralnych świadczą o kompletnym braku zgodności w prowadzeniu globalnej polityki monetarnej. Z jednej strony Fed zakończył politykę luzowania ilościowego, kończąc rozpoczętą w 2008 roku niekonwencjonalną politykę monetarną (*quantitative easing*, QE), która miała na celu ustabilizowanie sektora finansowego i ograniczenie zmienności. Biorąc pod uwagę kondycję rynku pracy można pokusić się o stwierdzenie, że wydłużony okres niskich stóp procentowych wpłynął pozytywnie na sytuację gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Co prawda partycypacja siły roboczej w rynku pracy jest znacznie niższa niż przed kryzysem finansowym, jednakże stopa bezrobocia z miesiąca na miesiąc spada, a ilość nowych etatów od początku roku wyniosła średnio 230 tys., co jest najlepszym wynikiem od wielu lat. Zmiana optyki Fed, który zazwyczaj nadawał ton całej światowej gospodarce, tym razem nie znajduje odzwierciedlenia w założeniach innych czołowych banków centralnych. BoJ nie dalej niż tydzień temu zapowiedział, że zwiększa skalę QE, co zgodnie z prognozami doprowadzi do znacznego

zwiększenia bilansu. Kolejnym bankiem, który luzuje politykę pieniężną jest ECB. Uczestnicy rynku finansowego nieco z przymrużeniem oka spoglądają na kolejne zapewnienie M. Draghiego o rozpoczęciu skupu aktywów, jednakże tym razem prezes ECB podał konkrety co do celu wielkości bilansu europejskich władz monetarnych. Władze Chin za pośrednictwem największej firmy na świecie zajmującej się dostarczaniem energii – State Grid Corporation China zamierza do 2017 r. wydać w sumie 620 mld juanów (101 mld USD) na 20 nowych linii UHV (linie ultra-wysokiego napięcia). Złoto w analizowanym okresie uległo znaczącej, ponad 7% przecenie. Poziom, do którego obniżyła się cena (1132,80 USD/troz), został ostatnio zanotowany w drugim kwartale 2010 roku. Osiągnięcie tak niskich poziomów jest wynikiem przede wszystkim zakończenia operacji *quantitative easing*, które wpłynęło na dynamiczną aprecjację dolara amerykańskiego a to z kolei przełożyło się na spadki notowań aktywów wycenianych w tej walucie.

Zmiany prognozowanych wielkości bilansów banków centralnych w stosunku do PKB tych krajów świadczą o dywergencji globalnej polityki pieniężnej.



Źródło: Barclays, Bloomberg, KGHM Polska Miedź

Znaczne umocnienie dolara do koszyka walut jest konsekwencją oczekiwań podwyżek stóp procentowych przez Fed w nadchodzących kwartałach.



KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

RYNEK MIEDZI

W ubiegłych dwóch tygodniach trzymiesięczna cena miedzi w notowaniach ciągłych poruszała się w przedziale 6 638 – 6 815 USD/t. Maksymalna cena trzymiesięczna na zamknięciu została zanotowana w środę 29 października, a minimalna w środę 5 listopada. Najwyższą oficjalną cenę cash settlement zanotowano 29 października i wyniosła ona 6 890,50 USD/t, a najniższą 4 listopada – 6 711 USD/t. W tym okresie ilość zrealizowanych warrantów wzrosła o 2 121 ton do poziomu 30 100 ton.

CSPT ogranicza kontrakty na zakup koncentratu na 2015 r.

Grupa siedmiu największych chińskich hut, China Smelters Purchasing Team (CSPT), może ograniczyć swoje długoterminowe zakupy koncentratu miedzi na 2015 r. na bazie optymistycznych szacunków co do poziomów opłat TC/RC oraz zapasów w przyszłym roku. Jak raportuje Metal Bulletin, CSPT rozważa bardziej elastyczną strategię zakupów w przyszłym roku, koncentrując się bardziej na rynku spot, kosztem długoterminowych kontraktów, co pozwoli producentom skorzystać z przewidywanych wysokich stawek TC/RC. Huty miedzi zazwyczaj kupują 70-80% koncentratu poprzez długoterminowe kontrakty, które są zawierane co roku.

Jednakże duzi chińscy producenci mogą obniżyć ten poziom do 60-70% w przyszłym roku, by wykorzystać korzystne warunki rynkowe. Obecnie huty z Państwa Środka negocjują cenę benchmarkową na poziomie 110-120 USD na 2015 r, podczas gdy kopalnie skłonne są zaakceptować opłatę 100/10 USD/tonę. Obecnie wysokie zapasy koncentratu mogą być kolejnym powodem zmiany strategii zakupowej przetwórców. Część hut informuje, że w ich magazynach znajdują się zapasy zaspokajające zapotrzebowanie na 5-8 tygodni. Jednak niektóre źródła twierdzą, że powyższe argumenty są rozgrywką taktyczną hut przez zakończeniem corocznych negocjacji.

Chiny planują kolejne inwestycje publiczne

Chiny zamierzają wydać 200 miliardów juanów (33 mld USD) w celu wybudowania siedmiu nowych linii kolejowych w kraju, poinformował Shanghai Securities News. Plany stworzenia nowych linii pasażerskich zostały już zaakceptowane przez Narodową Komisję Rozwoju i Reform (National Development and Reform Commission). To już druga informacja dotycząca nowych inwestycji kolejowych w ciągu ostatnich tygodni w celu podratowania słabnącej gospodarki.

State Grid Corporation of China (SGCC) poinformowała również o rozpoczęciu prac nad dużym projektem zasilania ultra-wysokiego napięcia (ultra-high voltage, UHV), który ma na celu pomoc w walce ze skażeniem powietrza. Projekt ten, którego szacunkowy koszt wynosi 68,3 mld juanów

(11,2 mld USD,) pozwoli m.in. na skonstruowanie 4.740 km nowych linii przesyłowych oraz kilka nowych stacji przekaźnikowych i rozciągał się będzie od Mongolii Wewnętrznej, poprzez Pekin aż po Szanghaj, wzdłuż wybrzeża. Obecnie wytwórczość energii w Chinach opiera się w wielkim stopniu o spalanie węgla, co powoduje bardzo duże skażenie powietrza, szczególnie na terenach gęsto zaludnionych. Nowy projekt, który ma zostać uruchomiony w 2016 r. pozwoli zmniejszyć konsumpcję węgla w Państwie Środka o 150 mln ton rocznie.

State Grid, największa na świecie firma zajmująca się dostarczaniem energii oraz pionier technologii UHV zamierza do 2017 r. wydać w sumie 620 mld juanów (101 mld USD) na 20 nowych linii UHV.

BHP ponownie zawieszają plany rozbudowy Olympic Dam

Ekspansja należącej do BHP Billiton australijskiej kopalni Olympic Dam, kiedyś uważana za priorytet koncernu, została zawieszona z powodu niskich cen metali oraz problemów z produktywnością. Spółka

po raz pierwszy odłożyła wart wiele miliardów dolarów plan rozrostu kopalni miedzi, złota i uranu w 2012 r., po trwającej ponad rok analizie. Od tego czasu wielu biznesmenów oraz polityków, w tym premier Australii Tony

KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

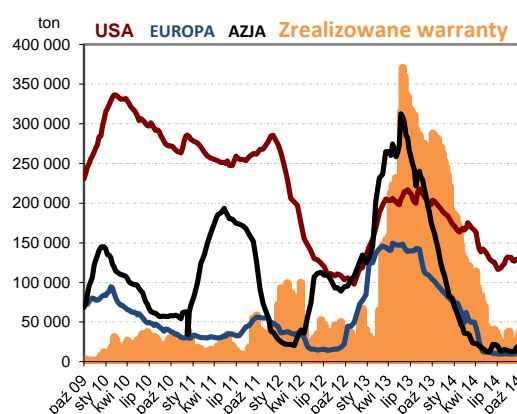
Abbott, naciskało koncern, by ponownie rozważył swoją decyzję w nadziei, że inwestycja BHP pozwoli zmitigować utratę miejsc pracy w gospodarce spowodowaną wycofaniem się branży motoryzacyjnej z kraju. Spółka jednak ponownie ogłosiła brak zainteresowania inwestycją.

Początkowe założenia dla kopalni mówiły o produkcji w wysokości 200 tys. ton miedzi rocznie, lecz wydobywanie ciągle utrzymuje się na niższym poziomie ze względu na problemy techniczne, w tym naprawy sprzętu.

Pierwotne plany ekspansji Olympic Dam, czwartego największego znanego złoża miedzi oraz największego pokładu uranu na świecie, zakładały czterokrotne zwiększenie wydobywania w tym miejscu. Projekt ten był częścią pięcioletniego programu wartego 80 mld USD, mającego umocnić brytyjsko-australijską firmę na pozycji największego globalnego wydobywcy. Licencja wydobywca BHP w Olympic Dam wygasa w 2036 r., ale może być wydłużona o następne 50 lat.

Wzrost poziomu zapasów w Europie i Azji, spadek w USA

Poziom zapasów miedzi w magazynach LME łącznie zwiększył się w ostatnich dwóch tygodniach o 225 ton i na koniec ubiegłego tygodnia wyniósł 159 775 ton. Wzrost w magazynach europejskich wyniósł 675 ton, natomiast w azjatyckich 1 500 ton. W USA z kolei nastąpił spadek poziomu zapasów o 1 950 ton. W tym okresie ilość zrealizowanych warrantów wzrosła o 2 121 ton do poziomu 30 100 ton.



Źródło: Bloomberg, KGHM Polska Miedź

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

- Prezes Barrick Gold Corp, Kelvin Dushnisky, oznajmił, że widzi szanse na wycofanie się rządu Zambii z zamiaru wprowadzenia podatku od wydobywania w kopalniach odkrywkowych w wysokości 20 procent. W ocenie prezesa rząd afrykańskiego państwa zdaje sobie sprawę, że taka stawka narzutu utrudniłaby bardzo prowadzenie działalności w tym kraju. W swojej wcześniejszej mowie dotyczącej budżetu Zambii jej minister finansów Alexander Chikwanda oznajmił, że rząd rozważa zwiększenie podatku od wydobywania kopalni w kopalniach odkrywkowych do 20 procenta, a w podziemnych do 8 procent z 6 procent obecnie.
- Premia, którą kupujący płacą za odbiór miedzi w Europie spadła do najniższego poziomu od ponad roku z powodu niskiego popytu, informuje Bloomberg. Opłata za dostawę natychmiastową (spot) do Rotterdamu wynosi obecnie ok. 60 USD/t i jest to najniższy poziom od marca 2013 r. Jeszcze w sierpniu jej poziom wynosił 90 USD/t. Według osób zajmujących się handlem rynek spot wykazuje obecnie niską aktywność, ponieważ europejscy konsumenci pokrywają swoje zapotrzebowanie kontraktami rocznymi. Większa dostępność metalu ze złomów obniżyła popyt na miedź rafinowaną, a koszt zabezpieczenia zapasów zwiększył się w tym roku, co zmniejszyła atrakcyjność składowania metalu.
- Lundin Mining sfinalizowała zakup 80% udziałów w należącej do Freeport-McMoRan kopalni miedzi Candelaria/Ojos del Salado, znajdującej się w północnym Chile. Zakup kosztował 1,852 mld USD, a w przypadku gdyby średnia roczna cena miedzi w ciągu najbliższych 5 lat przekroczyła 4,0 USD/lb, Lundin dopłaci jeszcze 5% przychodów z miedzi netto aż do sumy 200 mln USD. Sumitomo Metal Mining Co. będzie nadal posiadaczem pozostałych 20% udziałów w kopalni. W osobnym oświadczeniu Freeport poinformowała, że Candelaria/Ojos na 31 grudnia 2013 r. posiadała 4 mld funtów dostępnych rezerw miedzi oraz 1,1 mld uncji złota.

KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

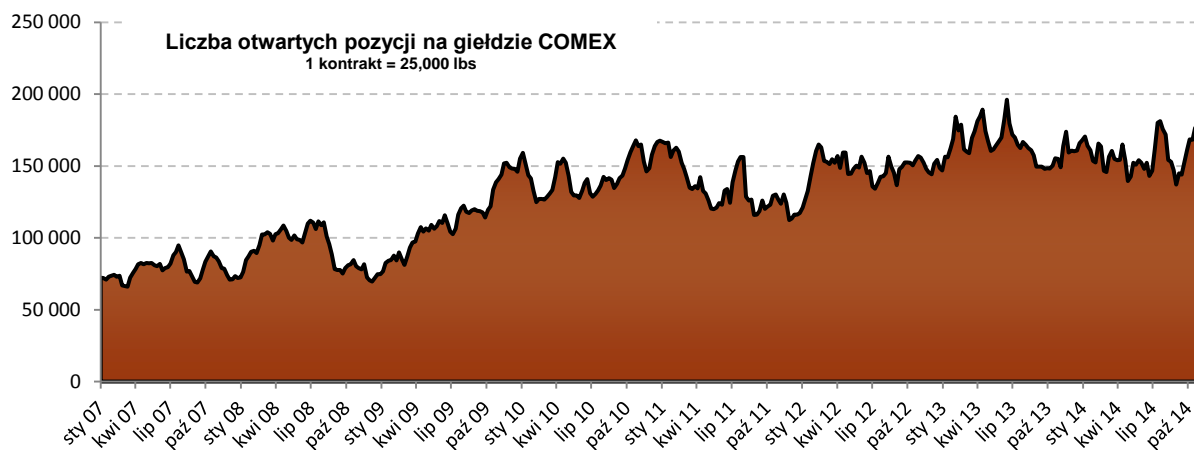
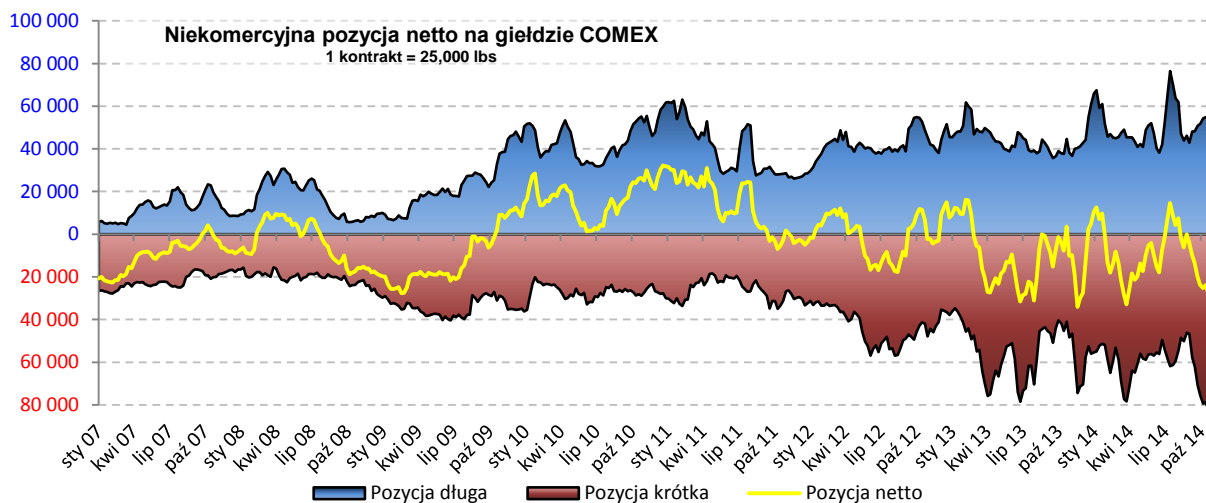
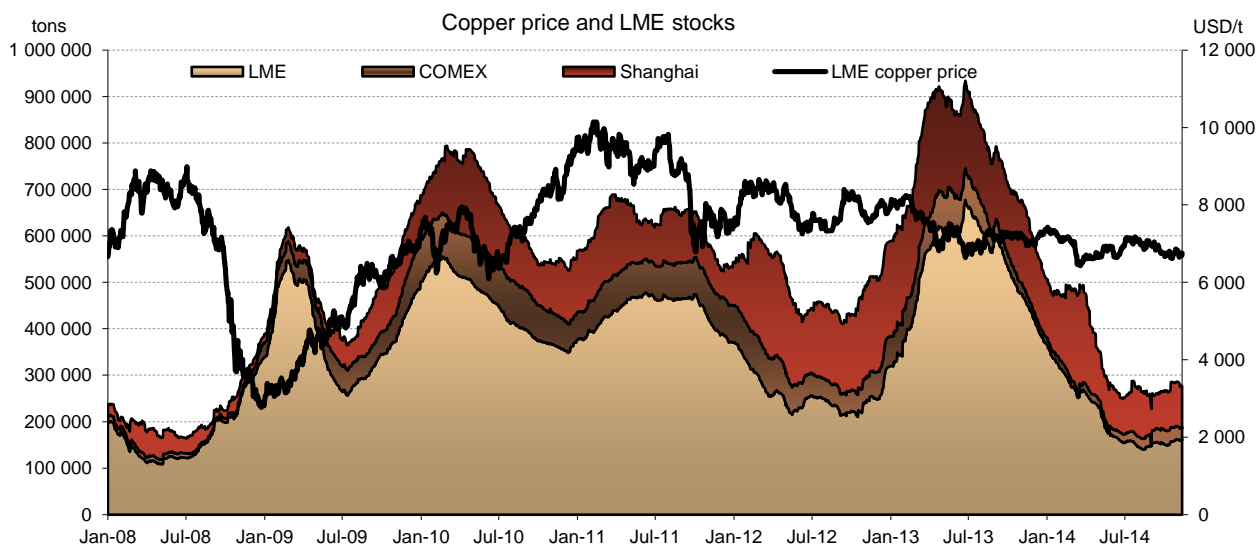
- Londyńska Giełda Metali (LME) poinformowała, że może zrewidować zapowiedziane zwiększenie opłat transakcyjnych w odpowiedzi na skargi swoich klientów, twierdzących, że podwyżki uderzą w ich działalność. LME zapowiedziała średnio 34-procentową podwyżkę opłat pod koniec września, co ma na celu zwiększyć zyskowność giełdy po wartym 2,2 mld USD przejęciu jej przez Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd (HKEx). Jednakże uczestnikom LME ta zmiana nie spodobała się. Jeden z pracowników Triland Metals ostrzegł, że wyższe stawki, które mają wejść w życie 1 stycznia, zmuszą brokerów oraz banki do rewizji swoich modeli biznesowych, ponieważ koszt zawierania transakcji zarówno na parkiecie jak i poprzez elektroniczną platformę może ulec podwojeniu. LME poinformowała, że jest zdecydowana podnieść opłaty, co pozwoli jej na zwiększenie inwestycji w największy na świecie rynek obrotu metalami przemysłowymi, ale jest również gotowa na dialog z uczestnikami giełdy. Przed przejęciem londyńskiej giełdy przez HKEx, była ona w posiadaniu banków i brokerów uczestniczących w handlu, co pozwalało na utrzymanie bardzo niskich opłat dla członków. Przy przejęciu platformy HKEx obiecała utrzymanie niskich prowizji w początkowej fazie, która wygasa w styczniu.

KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

Spadek zapasów w Szanghaju i na giełdzie COMEX

Poziom zapasów na giełdzie w Szanghaju obniżył się w ostatnich dwóch tygodniach o 5 531 ton i wyniósł 89 570 ton. W przypadku giełdy Comex stan oficjalnych zapasów spadł o 2 825 tony i wyniósł 26 326 ton. Łącznie na trzech giełdach zapasy na koniec tygodnia były o 8 131 ton niższe niż dwa tygodnie temu. Poziom zapasów na trzech giełdach wyniósł łącznie 275 671 tony.



KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

NOTOWANIA Z OKRESU 27.10.2014-07.11.2014

NOTOWANIA NA LONDYŃSKIEJ GIEŁDZIE METALI (27.10.2014-07.11.2014)

USD/t	cena oficjalna settlement ¹	dwutygodniowa zmiana [%]	cena 3-miesięczna ²	dwutygodniowa zmiana [%]
Cu	6 720,50	-0,58%	6 645,00	-0,76%
Sn	20 025,00	3,14%	20 005,00	2,85%
Pb	1 997,00	-0,70%	2 006,00	-0,59%
Zn	2 228,00	-1,59%	2 231,50	-1,20%
Al	2 077,00	6,49%	2 070,00	5,34%
Ni	15 265,00	1,73%	15 340,00	1,76%

¹ Ustalana na zamknięciu drugiego Ringu na Londyńskiej Giełdzie Metali – dla Cu godz. 12.35 GMT (poziom z dnia 07.11.2014).

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

NOTOWANIA NA LONDYŃSKIEJ GIEŁDZIE METALI (27.10.2014-07.11.2014)

USD/t	wahania dwutygodniowe ceny 3-miesięcznej ¹		wahania roczne ceny 3-miesięcznej ⁴	
	MAX ²	MIN ³	MAX ²	MIN ³
Cu	6 835,50	6 543,50	7 460,00	6 321,00

¹ Podstawowa cena kwotowana na Londyńskiej Giełdzie Metali.

² Najwyższa oferta zakupu w notowaniach ciągłych (High Bid).

³ Najniższa oferta sprzedaży w notowaniach ciągłych (Low Offer).

⁴ Od początku roku kalendarzowego.

NOTOWANIA NA LONDYŃSKIEJ GIEŁDZIE METALI (27.10.2014-07.11.2014)

USD/t	średnia roku settlement ¹	najwyższa w roku settlement ²	najniższa w roku settlement ³
Cu	6 915,83	7 439,50	6 434,50
Sn	22 221,15	23 905,00	19 300,00
Pb	2 115,71	2 269,00	1 956,00
Zn	2 157,12	2 420,00	1 942,00
Al	1 849,62	2 114,00	1 641,50
Ni	17 028,57	21 200,00	13 365,00

^{1,2,3} Od początku roku kalendarzowego.

ZAPASY W MAGAZYNACH LONDYŃSKIEJ GIEŁDY METALI (27.10.2014-07.11.2014)

tony	aktualny poziom	dwutygodniowa zmiana	stan zapasów na początku roku	zmiana od początku roku
Cu	160 400	850	365 700	-205 300
Sn	10 270	1 165	9 660	610
Pb	222 500	-2 175	213 950	8 550
Zn	699 150	-13 575	931 175	-232 025
Al	4 437 125	-24 950	5 451 800	-1 014 675
Ni	386 118	7 986	261 468	124 650

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 popołudniowym w środę 5 listopada (1142,00 USD/uncję) a najwyższa w notowaniu porannym w poniedziałek 27 października (1230,50 USD/uncję). Ceny srebra w notowaniach ciągłych utrzymywały się w przedziale 15,03 – 17,39 USD/uncję. Cenę maksymalną zanotowano we wtorek 28 października a cenę minimalną zanotowano 7 listopada. W przypadku notowań oficjalnych cen silver price, najwyższą cenę odnotowano w środę 29 października (17,20 USD/uncję), a najniższą w czwartek 6 listopada (15,28 USD/uncję).

ZŁOTO

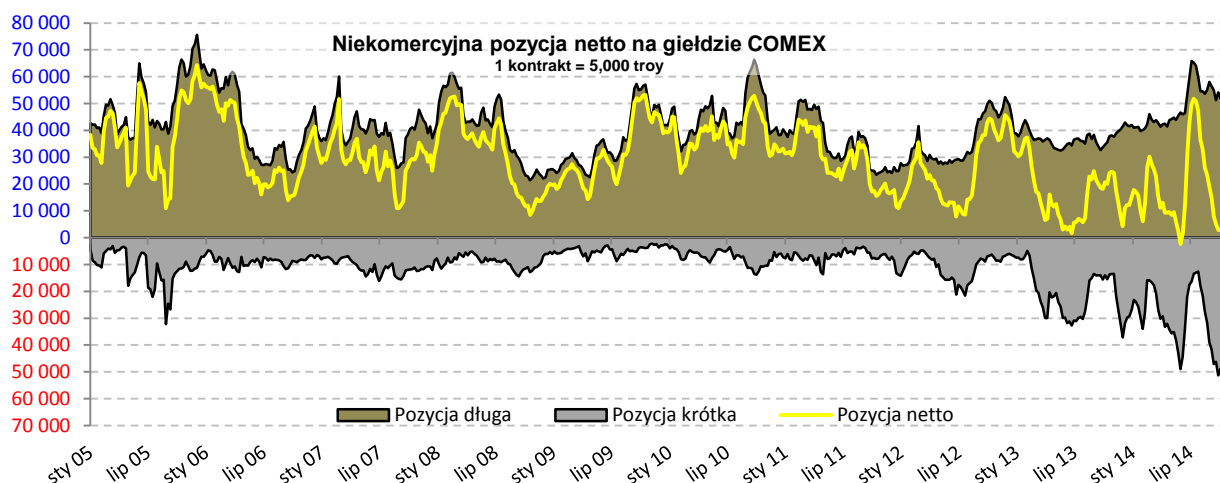
Złoto w okresie pomiędzy 27 października a 7 listopada uległo znaczącej, ponad 7% przecenie. W notowaniach ciągłych na koniec analizowanego okresu cena złota osiągnęła poziom 1132,80 USD/troza, ostatnio notowany w drugim kwartale 2010 roku. Osiągnięcie tak niskich poziomów jest wynikiem przede wszystkim zakończenia operacji *quantitative easing*, które wpłynęło na dynamiczną aprecjację dolara amerykańskiego a to z kolei przełożyło się na spadki notowań aktywów wycenianych w tej walucie. Drugim kluczowym czynnikiem jest spowolnienie gospodarcze w strefie euro i ogłoszone zamiary Europejskiego Banku Centralnego zakładające dalsze łagodzenie polityki monetarnej a co za tym idzie osłabienie Euro i wzmocnienie kursu dolara.

W ostatnim czasie World Gold Council – organizacja zajmująca się analizowaniem trendów na rynku złotego kruszcu opublikowała kolejny cykliczny raport opisujący sytuację fundamentalną. Z raportu wynika, że w trzecim kwartale tego roku zagregowany światowy popyt na złoto osiągnął poziom 923 ton, przy czym popyt na wyroby jubilerskie zmniejszył się o 4% w stosunku do analogicznego okresu w roku ubiegłym, popyt inwestycyjny netto wzrósł o 6% do poziomu 204 ton a popyt wynikający z zastosowań technologicznych zmniejszył się do 98 ton, czego przyczyną była rosnąca substytucja. Banki centralne w tym okresie zakupiły łącznie 92 tony złota (z czego ok. 56% zakupił bank Rosji). Zagregowana podaż złota zmniejszyła się o 7% w stosunku do ubiegłego roku.

Na rynku fizycznym po okresie stagnacji trwającym od grudnia ubiegłego roku fundusze ETF powróciły do redukcji stanu swojego posiadania sprzedając na rynku coraz większe zapasy. W listopadzie wyprzedaż była kontynuowana a jej tempo jest porównywalne z marcem 2013 roku.

SREBRO

W ostatnich dwóch tygodniach notowania cen srebra podążały przeważnie za zmianami na rynku złota przy zachowaniu większej skali zmienności. Na rynku terminowym liczba pozycji krótkich znacząco wzrosła co przekłada się na pogorszenie się sentymentu. Na rynku fizycznym – po zakupach i powiększaniu pozycji we wrześniu zasoby funduszy ETF zostały od początku października zredukowane o ok. 2%, co wynikało zapewne z zamykania pozycji przez inwestorów, który ponieśli straty na ostatnich spadkach cen metalu oraz przewidywanym końcu QE, który ma bezpośrednie przełożenie na rynek kruszcu.



KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

NOTOWANIA Z OKRESU 27.10.2014-07.11.2014

NOTOWANIA NA LONDYŃSKIM RYNKU KRUSZCÓW (27.10.2014-07.11.2014)

USD/troz	Fixing ¹	dwutygodniowa zmiana [%]	roczna zmiana [%]	
Ag	AM FIX	15,42	-10,30%	-28,61%
Au	AM FIX	1 145,00	-7,04%	-12,68%
	PM FIX	1 154,50	-6,35%	-11,68%
Pt	AM FIX	1 195,00	-4,70%	-17,59%
	PM FIX	1 198,00	-4,47%	-17,44%
Pd	AM FIX	754,00	-4,19%	1,48%
	PM FIX	763,00	-2,68%	2,42%

¹ 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), poziomy z dnia 07.11.2014.

NOTOWANIA NA LONDYŃSKIM RYNKU KRUSZCÓW (27.10.2014-07.11.2014)

USD/troz	Fixing	średnia roku ¹	najwyższa w roku ²	najniższa w roku ³
Ag	AM FIX	19,5598	22,0500	15,2800
Au	AM FIX	1278,12	1379,00	1144,50
	PM FIX	1277,76	1385,00	1142,00
Pt	AM FIX	1412,71	1511,00	1195,00
	PM FIX	1412,75	1512,00	1193,00
Pd	AM FIX	803,68	909,00	703,00
	PM FIX	804,45	911,00	702,00

^{1,2,3} Od początku roku kalendarzowego.

NOTOWANIA NA LONDYŃSKIM RYNKU KRUSZCÓW (27.10.2014-07.11.2014)

USc/troz	wahania dwutygodniowe ceny kasowej ¹		wahania roczne ceny kasowej ⁴	
	MAX ²	MIN ³	MAX ²	MIN ³
Ag	17,42	15,06	22,18	15,06

¹ Podstawowa cena kwotowana na Londyńskim Rynku Kruszców.

² Najwyższa oferta zakupu (High Bid).

³ Najniższa oferta sprzedaży (Low Offer).

⁴ Od początku roku kalendarzowego.

CHINY

Jednym z długoterminowych priorytetów rządu Chin jest zacieśnienie, na poziomie centralnym, kontroli nad długiem lokalnych samorządów, który po światowym kryzysie do czerwca 2013 r. wzrósł do 18 bilionów RMB. Znaczny wzrost zadłużenia lokalnych rządów jest przez niektórych analityków wskazywany jako jeden z głównych powodów ewentualnego mocnego spowolnienia gospodarki Państwa Środka.

Reforma fiskalna może się opóźnić

W celu pewniejszego utrzymania w ryzach zadłużenia lokalnych władz rząd niedawno zaaprobował plan ministra finansów, którego celem jest zwiększenie przejrzystości finansowania oraz długoterminowe spojrzenie na tę kwestię. Najważniejszymi punktami tego projektu jest restrukturyzacja obecnych mechanizmów finansowania lokalnych rządów do 2016 r., połączona z zakazem używania części z nich w celu finansowania nowych projektów, a także włączenie pozabilansowego długu do lokalnych budżetów. Od 2016 r. możliwości zaciągania pożyczek mają też być ograniczone jedynie do emisji obligacji prowincjonalnych.

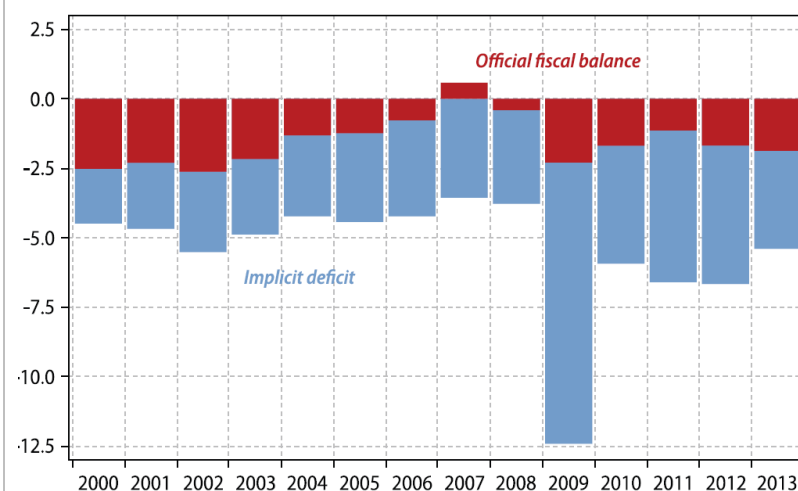
Oficjalny deficyt budżetowy Chin znajdował się w okolicach 2% PKB w ciągu ostatnich pięciu lat, ale uwzględnienie pozabilansowego finansowania samorządów lokalnych sprowadza tę wielkość w pobliże 5%. Jeśli więc Chiny zdecydują się na włączenie całości lokalnego długu do bilansu finansów publicznych, Pekin będzie zmuszony do zaakceptowania znacznie wyższego oficjalnego deficytu budżetowego (finansowanego przez duże emisje obligacji) lub do wprowadzenia dyscypliny fiskalnej,

która może się negatywnie odbić na wzroście ekonomicznym.

W praktyce, zastąpienie wielu form długu lokalnego przez obligacje prowincjonalne będzie trudne. Po pierwsze, rynek obligacji jest mały – na koniec 2013 r. udział tego rodzaju zadłużenia w ogólnej sumie długu samorządów lokalnych wynosił jedynie 2%, a potrzeby pożyczkowe w ciągu najbliższych dwóch lat mogą wynieść nawet 20 bilionów RMB. Po drugie, tylko 30% lokalnego zadłużenia może być przypisane poziomowi prowincji, a pozostałe 70% do niższych szczebli samorządów.

Jest więc mało prawdopodobne, że rządy prowincji efektywnie przejmą całkowite zadłużenie ich lokalnych samorządów. W konsekwencji oficjalny deficyt fiskalny Chin nie wzrośnie znacząco, jednak dyscyplina fiskalna będzie musiała zostać zwiększona, co z kolei negatywnie wpłynie na wzrost ekonomiczny. Z tego też powodu projekt może zostać poddany rygorystycznej ocenie w wyższych kręgach władzy, co prawdopodobnie zaowocuje jego rewizją oraz opóźnieniem jego wprowadzenia.

Deficyt fiskalny Chin jest dużo wyższy po uwzględnieniu zadłużenia lokalnego (deficyt fiskalny jako procent PKB kraju)



Źródło: Gavekal, KGHM Polska Miedź

GOSPODARKA ŚWIATOWA, RYNKI WALUTOWE

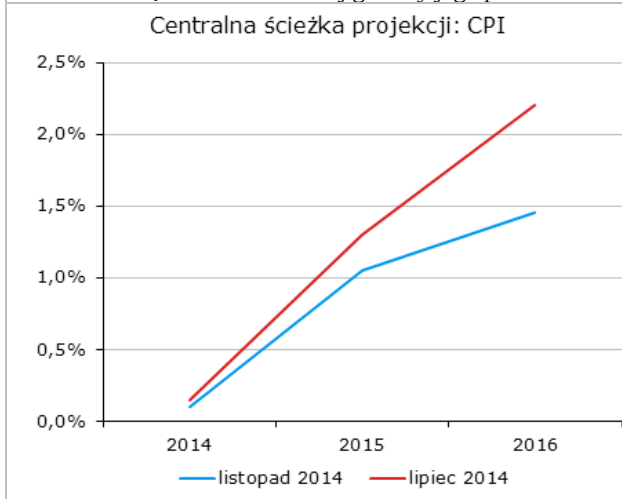
Rada Polityki Pieniężnej nie zdecydowała się na kolejną obniżkę stóp procentowych, pomimo wyraźnych oczekiwań rynkowych. Za Oceanem Fed zakończył program skupu aktywów (QE). Dane z amerykańskiego rynku pracy kolejny raz potwierdzają ożywienie gospodarki USA. Europejski Bank Centralny również pozostawił stopy procentowe bez zmian, lecz na konferencji po posiedzeniu prezes Draghi ujawnił dodatkowe informacje dotyczące luzowania ilościowego (QE) w strefie euro.

RPP nie obniżyła stóp procentowych

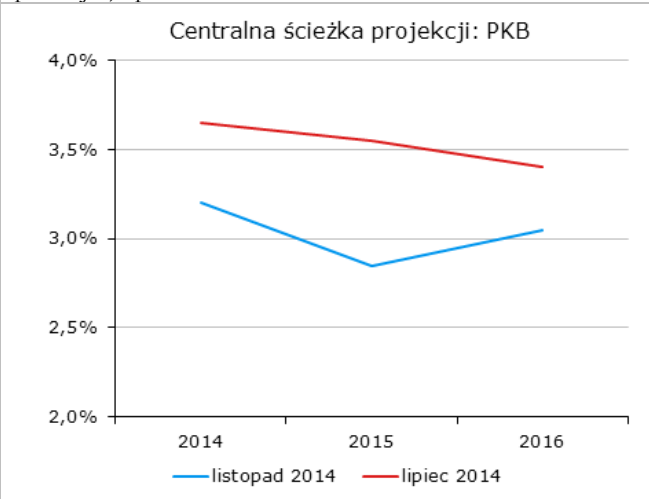
Wbrew oczekiwaniom, Rada Polityki Pieniężnej na listopadowym posiedzeniu postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Jest to kolejne zaskoczenie rynku przez RPP (poprzednio stopy zostały obniżone bardziej niż się spodziewano), a sama decyzja nie jest spójna z komunikacją rady z poprzedniego miesiąca. Wydzwięk komunikatu po posiedzeniu pozostał bardzo łagodny i praktycznie niezmienny w stosunku do października. Nowa projekcja inflacyjna wskazuje na istotne obniżenie ścieżki inflacji (prawie 1 pkt proc. na końcu horyzontu projekcji) – prognozowany wzrost cen jedynie wchodzi w przedział celu NBP nie dotykając punktowego celu inflacyjnego na poziomie 2,5%. Obniżono również prognozy wzrostu,

w tym do 2,8% prognozę na 2015. Wprost wskazano także na asymetryczne ryzyka realizacji bardziej pesymistycznego od ścieżki centralnej scenariusza dla wzrostu i inflacji. Mimo tak dużego zaskoczenia, RPP pozostawia sobie przestrzeń do dalszych obniżek stóp. Prezes Belka podkreślił, że jego ocena polityki pieniężnej jest jednoznaczna, ponieważ inflacja nie wraca do celu. E. Chojna-Duch wskazała także na możliwość wznowienia obniżek w odpowiedzi na gorsze dane. Wobec relatywnie gołębich wypowiedzi członków rady oraz coraz śmielszego wprowadzania QE w strefie euro, rynkowy konsensus już w grudniu oczekiwał będzie więc wznowienia obniżek.

Inflacja utrzyma się znacznie poniżej celu NBP, do 2016 r. nie dochodząc nawet do niższej granicy jego przedziału



Wzrost PKB w przyszłym roku według NBP znajdzie się poniżej 3,0 procent



Źródło: mBank, KGHM Polska Miedź

Fed kończy QE; dobre dane z rynku pracy

Zgodnie z oczekiwaniami, na ostatnim posiedzeniu Fed zakończył program skupu aktywów, utrzymał jednak stopę Fed Funds na poziomie 0-0,25%. Rada rozczarowała

jednak w pewnym stopniu oczekiwania rynków co do łagodności komunikatu – zwróciła ona uwagę zarówno na zmniejszające się niewykorzystanie

KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

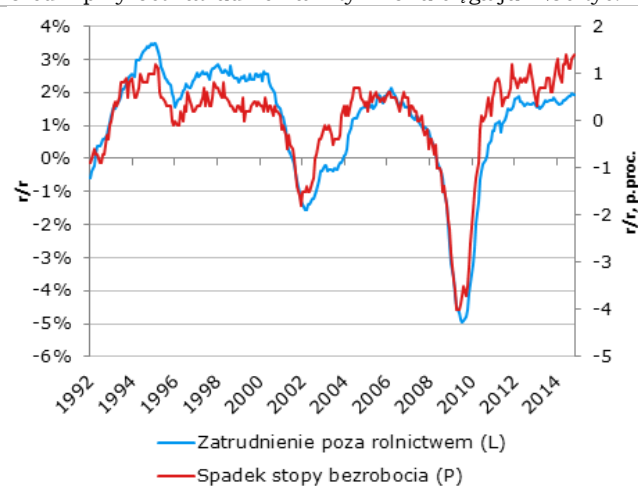
DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

czynników wytwórczych, jak i poprawiający się poziom zatrudnienia w gospodarce. Jednocześnie Fed przyznał, że spadek inflacji w krótkim terminie wynika ze spadku cen energii. Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami utrzymano natomiast stwierdzenie, że po wygaszeniu QE normalizacja polityki pieniężnej nastąpi po upływie „znacznego” okresu, nie odniesiono się jednak do mocniejszego dolara oraz ryzyka wzrostu związanego ze słabszą koniunkturą w Europie.

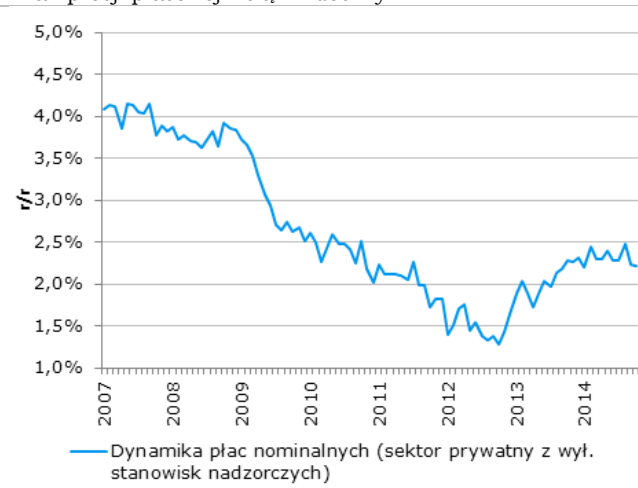
Posiedzenie Fed poprzedziło comiesięczny raport z rynku pracy, który potwierdził pozytywną ocenę FOMC. Mimo, że ilość

nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym w październiku okazała się niższa od przewidywań analityków, był to już dziewiąty z rzędu miesiąc z przyrostem zatrudnienia przekraczającym 200 tys. – po raz ostatni taka sytuacja miała miejsce na przełomie 1994 i 1995 roku. W efekcie, średni przyrost zatrudnienia w tym roku osiągnął już poziom 230 tys, a stopa bezrobocia spadła do 5,8%, przy rosnącej aktywności zawodowej. Jednocześnie w październiku wciąż brak jest oznak wzrostu presji płacowej – dynamika wynagrodzeń wciąż nie może przekroczyć 2% rdr.

Średni przyrost zatrudnienia w tym roku sięga już 230 tys.



Brak presji płacowej wciąż widoczny



Źródło: mBank, KGHM Polska Miedź

EBC podaje szczegóły dotyczące europejskiego QE

Na listopadowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny (EBC) nie zmienił stóp procentowych i nie zapowiedział żadnych nowych niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej. Najważniejszą kwestią przed posiedzeniem był jednak domniemany spór w Radzie Gubernatorów. Wątpliwości zostały jednak rozwiane już w pierwszym akapicie komunikatu, który jednoznacznie wskazuje na cel na bilansie EBC oraz zawiera jednogłośnie zobowiązanie do użycia dodatkowych instrumentów w razie potrzeby. Bank centralny strefy euro zamierza więc ogłoszonymi już środkami zwiększyć bilans

z powrotem do poziomu notowanego w marcu 2012 roku (co oznacza cel w wysokości prawie 3 bln EUR). Według prezesa Draghiego środkami tymi może być dowolny instrument, który nie jest równoznaczny z finansowaniem deficytów budżetowych, co może oznaczać prawdopodobne włączenie skupów obligacji skarbowych na rynku wtórnym. Ewentualne użycie dodatkowych instrumentów może natomiast nastąpić pod warunkiem dalszego pogorszenia ryzyk deflacyjnych, bądź niedostateczne efekty wdrożonych działań.

KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

NOTOWANIA Z OKRESU 27.10.2014-07.11.2014

KURSY WALUT (zmiennosc w okresie 27.10.2014-07.11.2014)

waluta	notowania oficjalne ¹	dwutygodniowa zmiana [%]	wahania dwutygodniowe		wahania roczne ⁴	
			MAX ²	MIN ³	MAX ²	MIN ³
USD/PLN	3,4084	2,09%	3,4233	3,3054	3,4233	2,9953
EUR/PLN	4,2243	0,00%	4,2387	4,2004	4,2621	4,0879
EUR/USD	1,2393	-2,10%	1,2771	1,2358	1,3993	1,2358

¹ Oficjalne kursy walut z ostatniego piątku.

² Najwyższa oferta zakupu (High Bid).

³ Najniższa oferta zakupu (Low Bid).

⁴ Od początku roku kalendarzowego.

KURSY WALUT (fixingi NBP, EBC, z okresu 27.10.2014-07.11.2014)

waluta	średnia roku fix ¹	najwyższy w roku fix ¹	najniższy w roku fix ¹
USD/PLN	3,1140	3,4084	3,0042
EUR/PLN	4,1802	4,2375	4,0998
EUR/USD	1,3432	1,3953	1,2393

¹ USDPLN i EURPLN – fix NBP, EURUSD – fix ECB.

KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

Ważność	Data	Publikacja	Okres	Odczyt	Poprzednio	Konsensus
Chiny						
***	1-lis	Oficjalny PMI w przemyśle	Paź	50,8 ↓	51,1	51,2 ●
***	3-lis	PMI w przemyśle w g HSBC - dane finalne	Paź	50,4 —	50,4	50,4 ○
**	28-paź	Zyski przedsiębiorstw przemysłowych (rdr)	Wrz	0,4% ↑	-0,6%	--
Polska						
*****	5-lis	Głów na stopa procentowa a NBP	Lis	2,00% —	2,00%	1,75% ●
***	3-lis	PMI w przemyśle	Paź	51,2 ↑	49,5	50,0 ●
*	31-paź	Oczekiwania inflacyjne - ankieta NBP	Paź	0,2% —	0,2%	0,1% ●
USA						
*****	29-paź	Głów na stopa procentowa a FOMC (Fed)	Paź	0,25% —	0,25%	0,25% ○
*****	30-paź	PKB (zanalizowane, kdk) - szacunek	III kw.	3,5% ↓	4,6%	3,0% ●
*****	29-paź	Wielkość skupu aktywów w ramach QE3 (\$)	Paź	0,0 mld ↓	15,0 mld	0,0 mld ○
****	31-paź	Inflacja wydatków konsumpcyjnych PCE (mdm)	Wrz	0,1% —	0,1%	0,1% ○
****	31-paź	Inflacja wydatków konsumpcyjnych PCE (rdr)	Wrz	1,5% —	1,5%	1,5% ○
***	27-paź	PMI ogólny (composite) - dane wstępne	Paź	--	59,0	--
***	5-lis	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Paź	57,2 ↓	57,4	--
***	3-lis	PMI w przemyśle - dane finalne	Paź	55,9 ↓	56,2	56,2 ●
***	27-paź	PMI w usługach - dane wstępne	Paź	--	58,9	57,8
***	5-lis	PMI w usługach - dane finalne	Paź	57,1 ↓	57,3	57,1 ○
**	7-lis	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	Paź	214 tys ↓	256 tys	235 tys ●
**	28-paź	Zamówienia na dobra trwałe użytku	Wrz	-1,3% ↑	-18,3%	0,5% ●
**	3-lis	Indeks ISM Manufacturing	Paź	59,0 ↑	56,6	56,1 ●
**	31-paź	Dochód osobisty	Wrz	0,2% ↓	0,3%	0,3% ●
**	31-paź	Wydatki osobiste	Wrz	-0,2% ↓	0,5%	0,1% ●
**	7-lis	Stopa bezrobocia U6 ("ukryte bezrobocie")	Paź	11,5% ↓	11,8%	--
**	7-lis	Stopa bezrobocia (głów na)	Paź	5,8% ↓	5,9%	5,9% ●
**	31-paź	Indeks pewności Uniw. ersytetu Michigan - dane finalne	Paź	86,9 ↑	86,4	86,4 ●
*	7-lis	Średnie zarobki godzinowe (rdr)	Paź	2,0% —	2,0%	2,1% ●
*	27-paź	Indeks aktywności sektora w ytw. órczego Dallas Fed	Paź	10,5 ↓	10,8	11,0 ●
*	28-paź	Indeks sektora w ytw. órczego Richmond Fed	Paź	20,0 ↑	14,0	11,0 ●
*	28-paź	Indeks cen mieszkań S&P/CaseShiller	Sie	173,7 ↑	173,3	173,9 ●
Strefa euro						
*****	6-lis	Głów na stopa procentowa (refinansowa) ECB	Lis	0,05% —	0,05%	0,05% ○
*****	6-lis	Stopa depozytowa ECB	Lis	-0,2% —	-0,2%	-0,2% ○
****	31-paź	Inflacja bazowa a (rdr) - szacunek	Paź	0,7% ↓	0,8%	0,8% ●
****	31-paź	Inflacja konsumencka CPI - wstępny szacunek (rdr)	Paź	0,4% ↑	0,3%	0,4% ○
***	5-lis	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Paź	52,1 ↓	52,2	52,2 ●
***	3-lis	PMI w przemyśle - dane finalne	Paź	50,6 ↓	50,7	50,7 ●
***	5-lis	PMI w usługach - dane finalne	Paź	52,3 ↓	52,4	52,4 ●
**	5-lis	Sprzedaż detaliczna (rdr)	Wrz	0,6% ↓	1,9%	1,4% ●
**	31-paź	Stopa bezrobocia	Wrz	11,5% —	11,5%	11,5% ○
*	27-paź	Podaż pieniądza M3 (rdr)	Wrz	2,5% ↑	2,1%	2,2% ●
*	30-paź	Indeks pewności ekonomicznej	Paź	100,7 ↑	99,9	99,7 ●
*	30-paź	Indeks pewności przemysłowej	Paź	-5,1 ↑	-5,5	-5,5 ●
*	30-paź	Indeks pewności konsumentów - dane finalne	Paź	-11,1 —	-11,1	-11,1 ○
*	30-paź	Wskaźnik klimatu biznesowego	Paź	0,1 ↑	0,0	0,1 ○
Strefa euro - Niemcy						
****	30-paź	Zharmonizowana inflacja konsumencka HICP (rdr) - dane wstępne	Paź	0,7% ↓	0,8%	0,9% ●
****	30-paź	Inflacja konsumencka CPI (rdr) - dane wstępne	Paź	0,8% —	0,8%	0,9% ●
****	7-lis	Produkcja przemysłowa (w da, rdr)	Wrz	-0,1% ↑	-1,9%	-0,6% ●
****	5-lis	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Paź	53,9 ↓	54,3	54,3 ●
****	3-lis	PMI w przemyśle - dane finalne	Paź	51,4 ↓	51,8	51,8 ●
****	6-lis	Zamówienia w przemyśle (w da, rdr)	Wrz	-1,0% ↓	0,8%	-1,0% ○
****	31-paź	Sprzedaż detaliczna (rdr)	Wrz	2,3% ↑	-0,7%	1,2% ●
**	27-paź	Klimat w biznesie IFO	Paź	103,2 ↓	104,7	104,5 ●
**	30-paź	Stopa bezrobocia	Paź	6,7% —	6,7%	6,7% ○
Strefa euro - Francja						
****	7-lis	Produkcja przemysłowa (rdr)	Wrz	-0,3% —	-0,3%	-0,4% ●
***	5-lis	PMI ogólny (composite) - dane finalne	Paź	48,2 ↑	48,0	48,0 ●
***	3-lis	PMI w przemyśle - dane finalne	Paź	48,5 ↑	47,3	47,3 ●

KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

Ważność	Data	Publikacja	Okres	Odczyt	Poprzednio	Konsensus
Strefa euro - Włochy						
****	31-paź	Zharmonizowana Inflacja konsumencka HICP (rdr) - dane wstępne	Paź	0,2% ↑	-0,1%	-0,1% ●
***	5-lis	PMI ogólny (composite)	Paź	50,4 ↑	49,5	--
***	3-lis	PMI w przemyśle	Paź	49,0 ↓	50,7	50,6 ●
**	31-paź	Stopa bezrobocia - dane wstępne	Wrz	12,6% ↑	12,5%	12,4% ●
Reszta świata - Wielka Brytania						
*****	6-lis	Głów na stopa procentowa BoE	Lis	0,50% —	0,50%	0,50% ○
****	6-lis	Produkcja przemysłowa (rdr) -	Wrz	1,5% ↓	2,2%	1,6% ●
****	6-lis	Wielkość skupu aktywów BoE	Lis	375 mld —	375 mld	375 mld ○
***	3-lis	PMI w przemyśle (sa) -	Paź	53,2 ↑	51,5	51,4 ●
***	5-lis	PMI ogólny (composite) -	Paź	55,8 ↓	57,5	57,0 ●
Reszta świata - Japonia						
****	31-paź	Inflacja konsumencka CPI (rdr)	Wrz	3,2% ↓	3,3%	3,3% ●
****	29-paź	Produkcja przemysłowa (rdr) - dane wstępne	Wrz	0,6% ↑	-3,3%	-0,1% ●
***	5-lis	PMI ogólny (composite)	Paź	49,5 ↓	52,8	--
***	4-lis	PMI w przemyśle - dane finalne	Paź	52,4 ↓	52,8	--
Reszta świata - Chile						
****	7-lis	Inflacja konsumencka CPI (rdr)	Paź	5,7% ↑	4,9%	5,0% ●
**	29-paź	Produkcja miedzi ogółem (t)	Wrz	464 572,0 ↓	483 170,0	--
**	7-lis	Eksport miedzi (\$)	Paź	3 273,0 ↓	3 296,0	--
Reszta świata - Kanada						
*****	31-paź	PKB (rdr)	Sie	2,2% ↓	2,5%	2,3% ●

Źródło: Bloomberg

mdm = miesiąc do miesiąca; rdr = rok do roku; kdk = kwartał do kwartału; sa = po uwzględnieniu czynników sezonowych; - = dane za poprzedni okres po rewizji.

Odczyt:

- ↑ - wyższy od poprzedniego; ↓ - niższy od poprzedniego; — - identyczny z poprzednim
● - wyższy od konsensusu; ● - niższy od konsensusu; ○ - identyczny z konsensem

KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM RYNKOWYM I KREDYTOWYM

Powyższy materiał został opracowany na podstawie m.in. następujących raportów z okresu:
27 października 2014 – 7 listopada 2014 r.

“Commodities Comment” *Macquarie Research Metals and Mining*

“Commodities Daily” *Standard Bank*

“Commodities Weekly” *Barclays Capital Research*

“Metals Market Update” *Morgan Stanley*

“Daily Copper Wrap” *Mitsui*

“Base and Precious Metals Daily” *JPMorgan*

„Codziennik” *BZ WBK*

„Tygodnik Ekonomiczny” *BZ WBK*

„Raport dzienny” *mBank*

„Biuletyn Dzienny” *Bank PEKAO S.A.*

„Dragonomics: China Research” *Gavekal*

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

Oficjalne notowania metali są dostępne na stronach:

- metale podstawowe www.lme.com/dataprices_products.asp (bezpłatne logowanie)
- srebro i złoto www.lbma.org.uk/stats/silvfixg
- platyna i pallad 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/sprzedazy 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 i CSR KGHM Polska Miedź SA.

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@kgbm.pl

tel. 76 7478 158

Łukasz Bielak

l.bielak@kgbm.pl

tel. 76 7478 157

Marek Krochta

m.krochta@kgbm.pl

tel. 76 7478 792

Wojciech Demski

w.demski@kgbm.pl

tel. 76 7478 793

Lech Chłopecki

l.chlopecki@kgbm.pl

tel. 76 7478 941