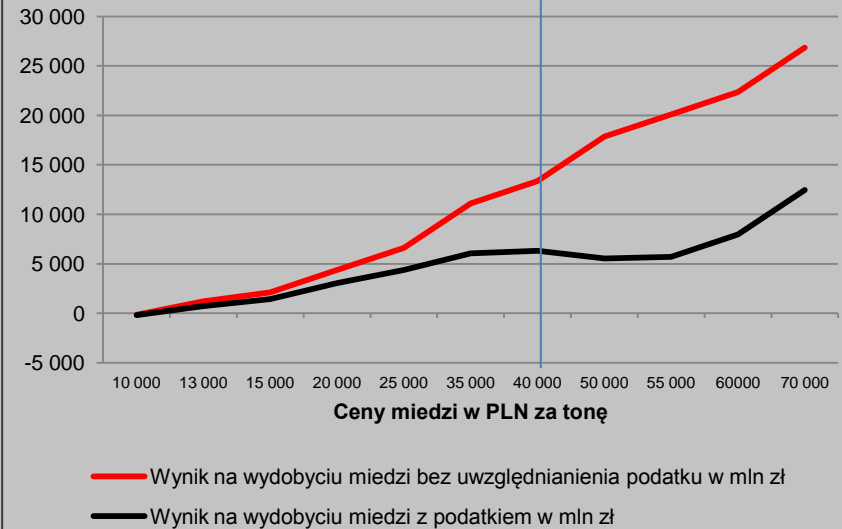


KGHM – nowy podatek

- ❑ Ceny akcji KGHM-u spadły od początku listopada o blisko 50%.
- ❑ Na notowania spółki największy wpływ miały zapowiedzi rządu Polski dotyczące nowego podatku od miedzi i srebra oraz w dużo mniejszym stopniu informacje o przejściu kanadyjskiej spółki – Quadra FNX Mining.
- ❑ Projekt ustawy przewiduje trzy progi podatkowe uzależnione od cen surowca wyrażonych w polskich złotych:
 - Dla miedzi: poniżej 13 tys. zł (130 zł za tonę), od 13 tys. do 52 tys. zł ($0,025 \times \text{cena miedzi} + (0,001 \times \text{cena miedzi})^{2,6}$ za tonę) i powyżej 52 tys. zł (32 tys. zł za tonę)
 - Dla srebra: poniżej 1 tys. zł (10 zł za kilogram), od 1 tys. do 6 tys. zł ($0,1 \times \text{cena srebra} + (0,001 \times \text{cena srebra})^{2,6}$ za kilogram) i powyżej 6 tys. zł (3,8 tys. zł za kilogram)
- ❑ Specyfika owego podatku może wpływać na spadek zysk w nawet przypadku wzrostu cen do poziomu 40 tys. – 52 tys. zł za tonę
- ❑ Ministerstwo Finansów oczekuje wpływu wielkości 1,8 mld zł w przyszłym roku.
- ❑ Zakładając utrzymanie się cen surowców i kursu USD/PLN na bieżącym poziomie wielkość podatku w przyszłym roku może wynieść nawet 2,3 mld zł.
- ❑ Na tle innych krajów, będących dużymi producentami surowców, podatek ten będzie prawdopodobnie najwyższy na świecie. W Chile spółki mające najwyższe marże operacyjne płacą podatek wielkości ok. 9% zysku operacyjnego. W przypadku KGHM przyszłoroczny podatek może wynieść ok. 40% zysku operacyjnego.

Wpływ wielkości podatku od miedzi na wynik KGHM



Raport z rynku surowców

20.12.2011

W dzisiejszym raporcie prezentujemy bieżącą sytuację na rynku miedzi. Skupiamy się przede wszystkim na analizie koniunktury w Państwie Środka oraz na zagrożeniach jakie wiążą się z gospodarką Chin. Na kolejnych stronach przedstawiamy aktualny obraz techniczno-fundamentalny innych rynków surowców – złota, ropy, cukru i zbóż. W specjalnym dodatku opisujemy nowy podatek od kopalni w Polsce oraz wpływ tego czynnika na wynik KGHM.

W ostatnim tygodniu na ogólną sytuację na rynkach surowców największy wpływ miały:

□ **Duża korekta na całym rynku surowców** – w ubiegłą środę inwestorzy finansowi tłumnie wycofywali pieniądze z rynku surowców, dynamiczne spadki odnotowano na rynkach metali szlachetnych, na rynku ropy, jak i na rynkach surowców rolnych; czynnikiem, który bezpośrednio wywołał wyprzedaż surowców była decyzja władz OPEC o ustaleniu górnego limitu wydobycia na poziomie 30 mb/d oraz silne umocnienie dolara

□ **Prawdopodobieństwo QE 3 coraz mniejsze** - zgodnie z naszymi oczekiwaniami, FED nie myśli o kolejnym programie skupu obligacji, gdyż dane napływające z amerykańskiej gospodarki sugerując znaczną poprawę na tamtejszym rynku pracy, jak i w przemyśle

□ **Niepewność w UE** – wprowadzanie nowych rozwiązań, uzgodnionych na ostatnim szczycie w Brukseli, będzie trwało dość długo, dlatego rynki mogą obawiać się dalszej nerwowości wokół bieżących problemów strefy euro

	ROPA BRENT
Zmiana zapasów w USA(mln brk.)	-1,9
Cena(\$) za baryłkę	104,12
Tyg. zmiana ceny	-2,8%
	MIEDŹ
Zmiana zapasów na LME(tys. ton)	-11,625
Cena(\$) za tonę	7237
Tyg. zmiana ceny	-3,9%
	ZŁOTO
Cena(\$) za uncję	1593,20
Tyg. zmiana ceny	-4,3%

Źródło: Bloomberg, EIA, XTB

Sezon 2011/2012	Pszenvica	Kukurydza	Soja	Bawełna*
Zapasy w mln ton	208,52	127,19	65,54	57,67
Bilans w mln ton	8,77	-1,09	-0,87	12,08
Cena za 100 buszli/ funtów*(%)	598,62	599,65	1138,44	87,85
Tygodniowa zmiana ceny	+0,6%	+0,7%	+2,2%	+1,1%
Roczna zmiana ceny	-20%	+1%	-11%	-68%

Źródło: USDA, XTB

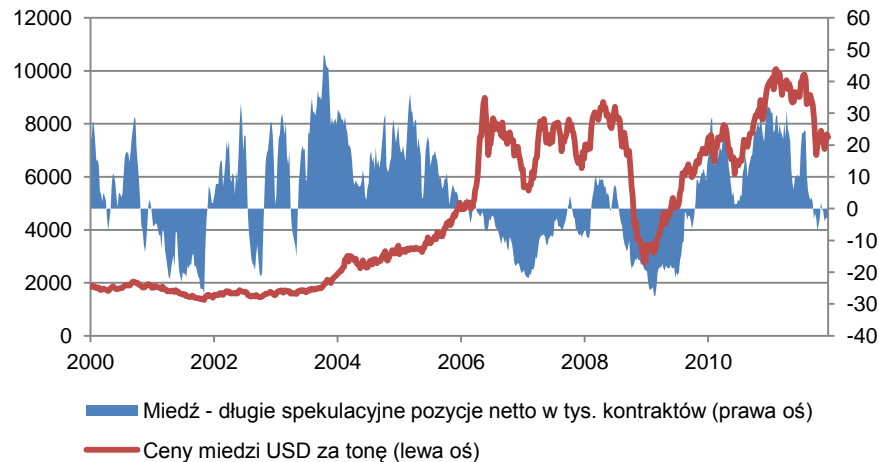
Rynek miedzi na rozdrożu

Ostatnie tygodnie przynoszą stabilizację notowań czerwonego metalu w przedziale 7–8 tys. USD za tonę surowca. Rynek miedzi po zdyskontowaniu pogarszających się perspektyw w gospodarce światowej oraz w wyniku zwiększonej aktywności Chin w ostatnim czasie (dynamiczny wzrost importu surowca w październiku i listopadzie) prezentuje się względnie stabilnie na tle innych metali.

Ostatnie dane z gospodarki Państwa Środka mogły wpłynąć na wzrost popytu ze strony inwestorów finansowych na miedź. Wstępny odczyt indeksu PMI dla przemysłu w grudniu wzrósł do 49 pkt. z 47,7 pkt. w listopadzie. W ostatnim miesiącu wzrósł również import miedzi do Państwa Środka do nienotowanego od marca 2010 poziomu ponad 450 tys. ton. Dodatkowo pozytywny sygnał dla producentów surowca nadszedł od Ludowego Banku Chin, który obniżył stopę rezerw obowiązkowych o 50 pkt. bazowych, sugerując możliwość dalszego poluzowania polityki monetarnej.

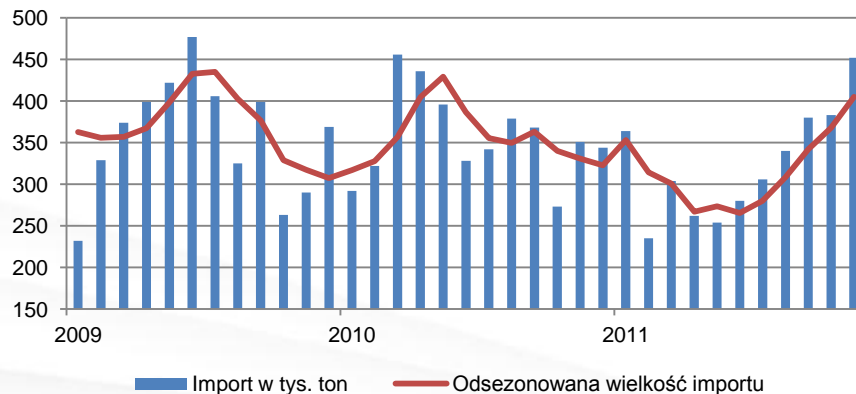
Z drugiej strony, pomimo niezłych twardych danych, na rynku coraz silniej widoczna jest obawa o chińską gospodarkę i ryzyka z nią związane. Na pierwszym planie zagrożeń od dłuższego czasu znajduje się rozgrzany rynek nieruchomości, na którym w ubiegłym miesiącu odnotowano spadek cen w większości z miast do najniższego poziomu w tym roku. Niekorzystnie prezentuje się również niski wolumen obrotu nieruchomościami na rynku wtórnym, który jest charakterystyczny dla ostatniej fazy bańki na rynkach nieruchomości. Coraz mocniej podkreślanym problemem jest także zadłużenie samorządów, z których budżetów finansowano większość inwestycji infrastrukturalnych. Wiele z nich w najbliższej przyszłości może mieć problemy z bieżącą obsługą zadłużenia. Ich problemy pogarszać może także słabnąca koniunktura w budownictwie, która generowała wysokie zyski samorządów ze sprzedaży gruntów pod budowę nieruchomości.

Ceny i pozycje spekulacyjne na giełdzie Comex na rynku miedzi



Źródło: XTB, CFTC

Import koncentratu miedziowego i jego produktów do Chin w tys. ton



Źródło: Bloomberg

Zagadką pozostają także całkowite zapasy miedzi w Chinach. Dane o silnym wzroście konsumpcji w Państwie Środka w ostatnich latach, nie uwzględniają dużej części zapasów surowca, które nie są oficjalnie raportowane. Dlatego też na rynek w każdej chwili może napłynąć informacja o bardzo wysokim poziomie zapasów surowca, tak jak to miało miejsce przed kilkoma miesiącami, gdy władze Chin po raz pierwszy w historii poinformowały o wielkości całkowitych zapasów na koniec 2010 r. (blisko 2 mln ton).

Sytuacja fundamentalna, prezentowana w danych International Copper Study Group przedstawia się zdecydowanie lepiej niż w 2010 r. Jednakże, wg prognoz ICSG ten jak i kolejny rok powinien zakończyć się rynkowym deficytem. W danych za pierwsze 8 miesięcy br. widoczny jest spadek konsumpcji surowca w Chinach, wzrost w innych gospodarkach emerging markets oraz stabilizację w krajach rozwiniętych. Od strony podaży kruszcu wyróżnia się przede wszystkim rosnąca o 12% r/r produkcja miedzi rafinowanej ze źródeł wtórnych.

Wnioski

W bazowym scenariuszu, zakładającym brak żadnego ze skrajnych scenariuszy dla Chin, oczekujemy spadku cen surowca w kolejnych miesiącach (do ok. 6 – 6,5 tys. USD za tonę). Ceny powinny odreagować dopiero w drugiej połowie 2012 r. gdy gospodarka światowa powróci do szybszego tempa wzrostu.

W przypadku zrealizowania się jednego z czynników ryzyka – np. dynamicznego spadku cen na rynku nieruchomości w Chinach – notowania miedzi mogłyby dotrzeć nawet do poziomu krańcowych kosztów wydobycia metalu (ok. 4 – 5 tys. USD/tonę).



Miedź - AT

Cena od dłuższego czasu porusza się w trendzie bocznym nie reagując na dynamiczne zmiany zachodzące na innych rynkach surowcowych. Strefy oporu wyznaczone są przez ostatnie lokalne wierzchołki 7960 – 8160 USD, natomiast wsparcia wypadają przy ostatnich dołkach 7090 – 6620 USD. Zdaje się, iż dopiero w nowym roku rynek będzie bardziej zdecydowany co do dalszego kierunku

Złoto: dynamiczna wyprzedaż metali szlachetnych

Ostatni tydzień przyniósł duże zmiany na rynku złota. Ceny dynamicznie spadły poniżej 1600 USD za tonę. Wyprzedaży kruszców sprzyjał umacniający się dolar oraz brak perspektyw kolejnych programów skupu obligacji w USA i Euro strefie. Zmianie uległy również nastroje rynkowe, w wyniku których większość ankietowanych przez Reutersa analityków spodziewa się kontynuacji korekty w najbliższych miesiącach.

Analiza Techniczna:

- ❑ Po przełamaniu linii szyi w potencjalnej formacji głowy z ramionami cena złota zaczęła zniżkować
- ❑ Wsparciem dla rynku obecnie jest poziom zniesienia 88,6% (1564,00 USD), a oporem uprzednio pokonany dołek 1605,00 USD
- ❑ dopiero pokonanie któregoś z tych miejsc powinno otworzyć drogę w rejon 1665,00 bądź 1532,00 USD w zależności od kierunku wybicia z obecnej konsolidacji



Ropa: decyzja OPEC sprzyja spadkom cen

Władze kartelu OPEC podjęły w środę decyzję o ustaleniu górnego limitu wydobycia ropy w całej grupie na poziomie 30 mb/d. Biorąc pod uwagę fakt, że kraje członkowskie nie są w stanie porozumieć się odnośnie uchwalenia limitów na poziomie poszczególnych państw, decyzja ta de facto legitymizuje dobrowolność w zakresie wydobycia, zmniejszając presję na wzrosty cen ropy.

Analiza Techniczna:

- ❑ Podobnie jak złoto notowania ropy wyrysowały potencjalną formację głowy i ramion
- ❑ Jednakże aktualne odbicie od dolnego ograniczenia kanału spadkowego może również oznaczać, iż zamiast pro spadkowej formacji powstaje tu jedynie korekta prosta „abc”
- ❑ Jeśli taki scenariusz jest słuszny, wtedy też cena powinna powrócić nad poziom 106,00 z możliwością ataku nawet okolic 112,00 USD. Wsparciem pozostają okolice 100 USD.



Cukier: ceny spadają wraz z cenami kakao

Ceny cukru spadają już od blisko 5 miesięcy. Poza znacznym wzrostem podaży surowca w tym roku, spadkom sprzyja także zwiększanie ilości krótkich pozycji przez inwestorów finansowych, którzy podobnie zachowują się na rynku kakao. W przypadku obu rynku inwestorzy spodziewają pojawienia się dużych nadwyżek surowców w tym i kolejnym roku.

Analiza Techniczna:

- ❑ Po kilku tygodniach spadków notowania ceny cukru przeszły w fazę konsolidacji co obrazują świece o małej rozpiętości
- ❑ Dzięki temu rynek cały czas znajduje się w nad wsparciem wyznaczonym głównie przez ekspansję 61,8% w rejonie 22,31
- ❑ Dopiero pokonanie tego miejsca otworzyłyby drogę do dalszych spadków w okolicie dołka 20,50. W przeciwnym razie rynek może zmierzać do czerwonej linii poprowadzonej po szczytach



Pszenica: brak silnej reakcji na ostatni raport USDA

Ceny zbóż w ostatnich tygodniach należą do najbardziej stabilnych na rynku surowców. Ku naszemu zaskoczeniu inwestorzy finansowi nie zareagowali na ostatni raport USDA, który przyniósł dużą rewizję w górę prognoz podaży pszenicy i kukurydzy. Dlatego też potencjał spadkowy notowań surowców rolnych wydaje się być dość duży w średnim terminie.

Analiza Techniczna:

- ❑ Podaż wciąż nie ma siły na trwałe pokonanie wsparcia 594,00 USD
- ❑ Takie zachowanie notowań może wskazywać na chęć realizacji zysków z pozycji krótkich co może zamienić się w ruch wzrostowy
- ❑ Jeśli powyższy scenariusz jest słuszny, rynek mógłby zwyżkować nawet do okolic 655,00 USD.



Dział Analiz

dr Przemysław Kwiecień, Główny Ekonomista, przemyslaw.kwiecien@xtb.pl, nr tel. (22) 201 95 78

Marcin Kiepas, marcin.kiepas@xtb.pl

Daniel Kostecki, daniel.kostecki@xtb.pl

Paweł Kordala, pawel.kordala@xtb.pl

Obsługa klienta

nr tel. (22) 201 95 60

Dom Maklerski X-Trade Brokers nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie informacji zamieszczonych w niniejszym opracowaniu. Żadna z zamieszczonych informacji nie może być traktowana jako wytyczna, dyspozycja, obietnica czy zobowiązanie że inwestor osiągnie zysk lub zmniejszy swoje straty wykorzystując zamieszczone na stronie informacje. Transakcje na instrumentach inwestycyjnych, w szczególności instrumentach wykorzystujących dźwignię finansową są z natury rzeczy spekulacyjne i mogą w efekcie przynieść straty i zyski, przekraczające zaangażowany przez inwestora kapitał początkowy.