Komentarz tygodniowy

2007-07-07

Eur/Usd – atak na szczyt 1,3680

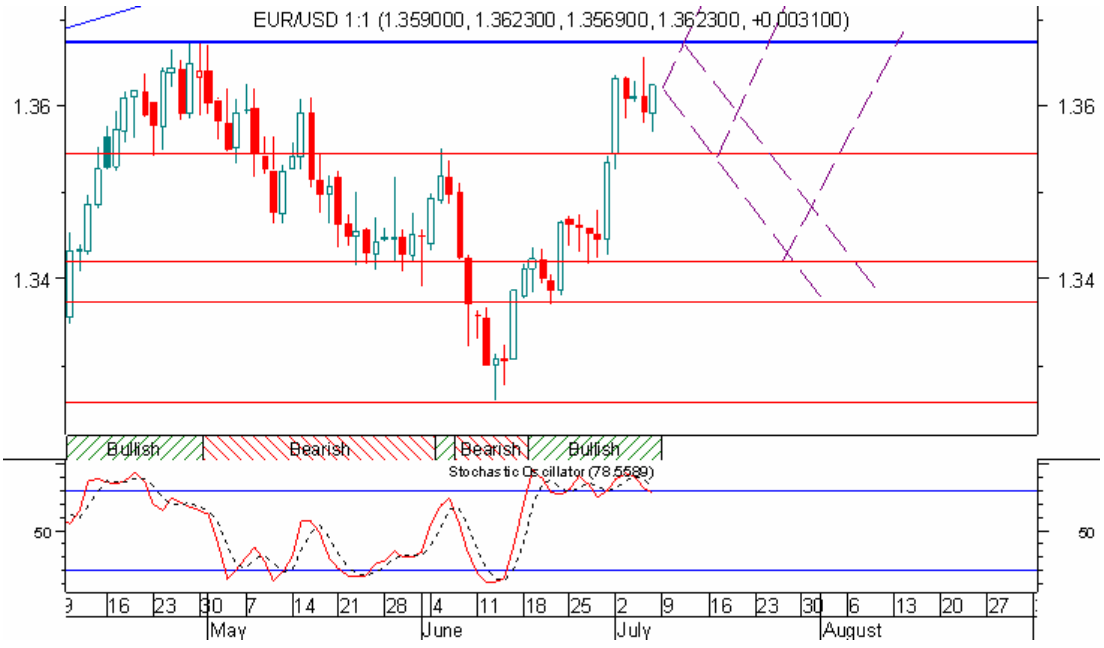
Tydzień temu wspominałem: „Gdyby po weekendowej przerwie rynek otworzył się luką powyżej poziomu 1,3550, czekałby nas szybki ruch w górę w kierunku 1,3610 wywołany lawiną zleceń stop-loss ustawionych tuz powyżej wspomnianego 1,3550. Powiem więcej – jeśli opór 1,3550 zostanie pokonany, wzrost w kierunku kwietniowych maksimów 1,3680 stanie się nieuchronny. A jeśli w konsekwencji tego rynek zbliży się na 10-20 pips od tamtych maksimów, przełamiemy poziom 1,3680 i zacznie się ruch w kierunku 1,40 a nawet 1,45.”.

Dodałem jeszcze: „Widzimy więc, jak ważne znaczenie ma opór 1,3550. Jeśli bowiem rynek zatrzyma się w tych okolicach, będzie można powrócić do planu gry na umocnienie Dolara. Przełamanie zaś wspomnianego oporu powinno spowodować kontynuację kilkuletniego trendu rosnącego na parze Eur/Usd.”.

Jak wiemy opór 1,3550 został przełamany i szybko zbliżyliśmy tuż pod kwietniowe maksima 1,3680. Przez cały tydzień rynek zmagał się z tym oporem nie zdoławszy go pokonać. Przysiady korekcyjne były jednak bardzo płytkie, po czym ponownie wracaliśmy w gorę. Świadczy to o determinacji strony popytowej na walutę europejska. Kwestą dni jest więc w mojej ocenie pokonanie poziomu 1,3700 i gwałtowny wzrost w kierunku 1,3900 wywołany lawiną zleceń stop-loss. Dopiero po wystąpieniu takiej paniki rynek może rozpocząć mocniejsza 400-500 pipsową korektę.

Z punktu widzenia analizy fundamentalnej oraz Teorii Parytetu Stóp Procentowych tak słabe notowania Dolara są bez sensu, ale któż powiedział, że uczestnicy rynku walutowego muszą się kierować zdrowym rozsądkiem.

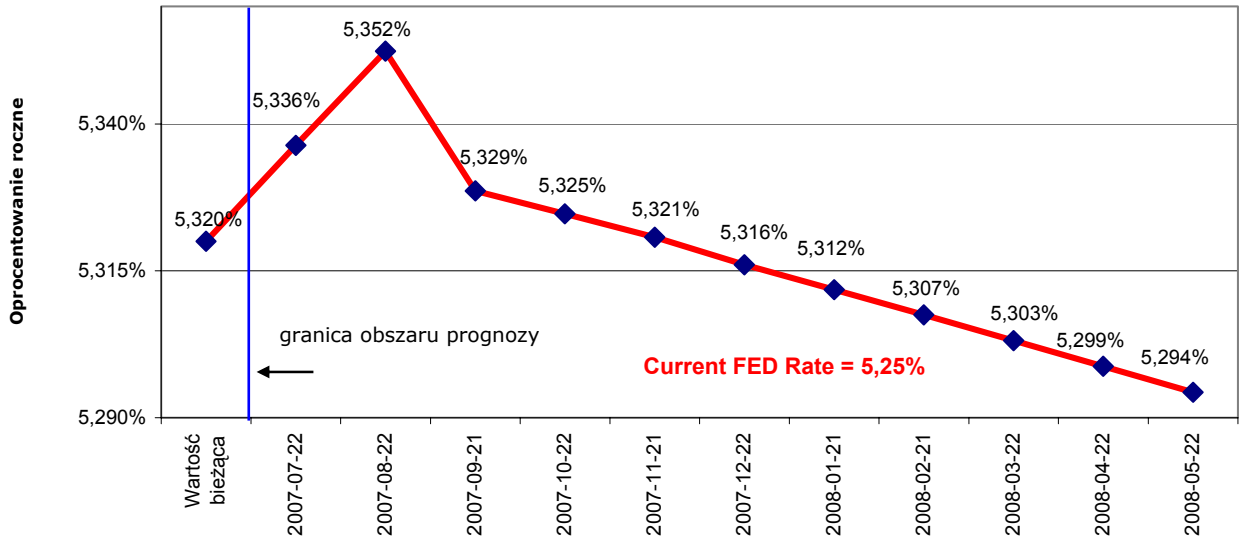
Widząc determinację kupujących Euro zasugerowałem na początku tygodnia (w raporcie dziennym), by kupić szybko wygasające opcje CALL 1,3700, które kosztowały 15-20 pips. Jeśli bowiem w nadchodzącym tygodniu rynek pokona opór 1,3700, na opcjach tych będzie można całkiem sporo zarobić ryzykując stratę jedynie 15-20 pips (tyle bowiem kosztowały te opcje).



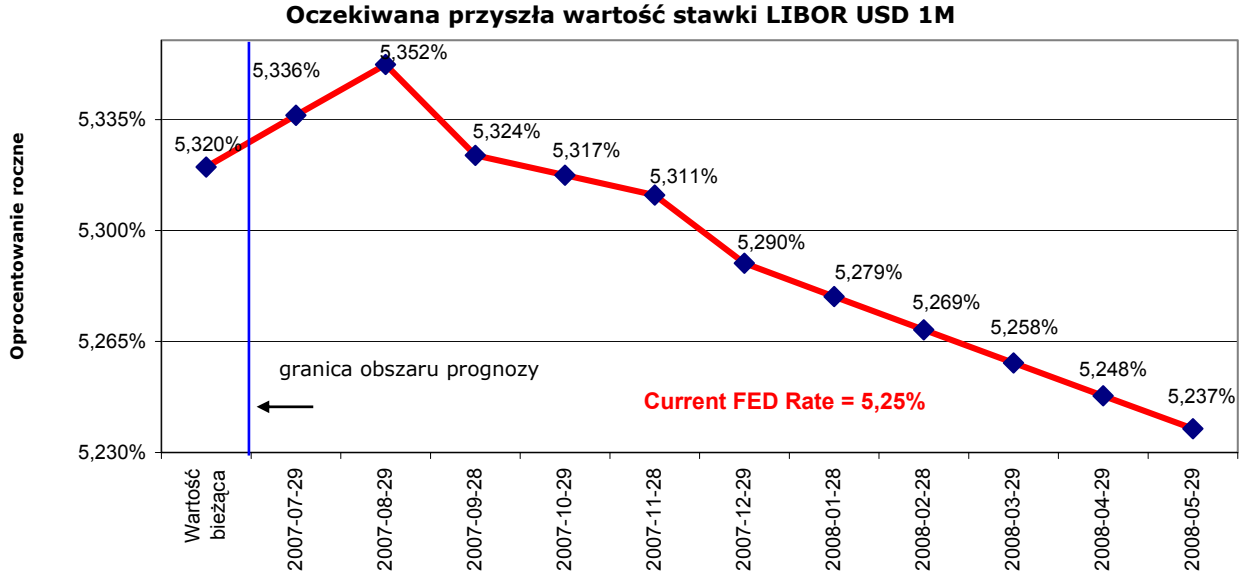
Na wykresie świec tygodniowych widzimy wyraźną formację młotka wyrysowana cztery tygodnie temu. Formacja taka zwykle zapowiada przynajmniej kilka świec wzrostowych. I jak na razie wszystko przebiega zgodnie z tym planem. Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, iż tygodniowe MACD wskazuje na trend spadkowy a oscylator zbliża się do strefy wykupienia. Nie zachęcam jednak do otwierania krótkich pozycji pod oporem 1,3680. Lepiej poczekać na wystąpienie paniki i dopiero po ewentualnym wzroście w okolice 1,3900 skontrować rynek kupując opcje PUT.

Spójrzmy teraz na oczekiwania uczestników tych dwóch rynków. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp dolarowych (czyli FRA 11x12) osiągnął wartość 5,294%.

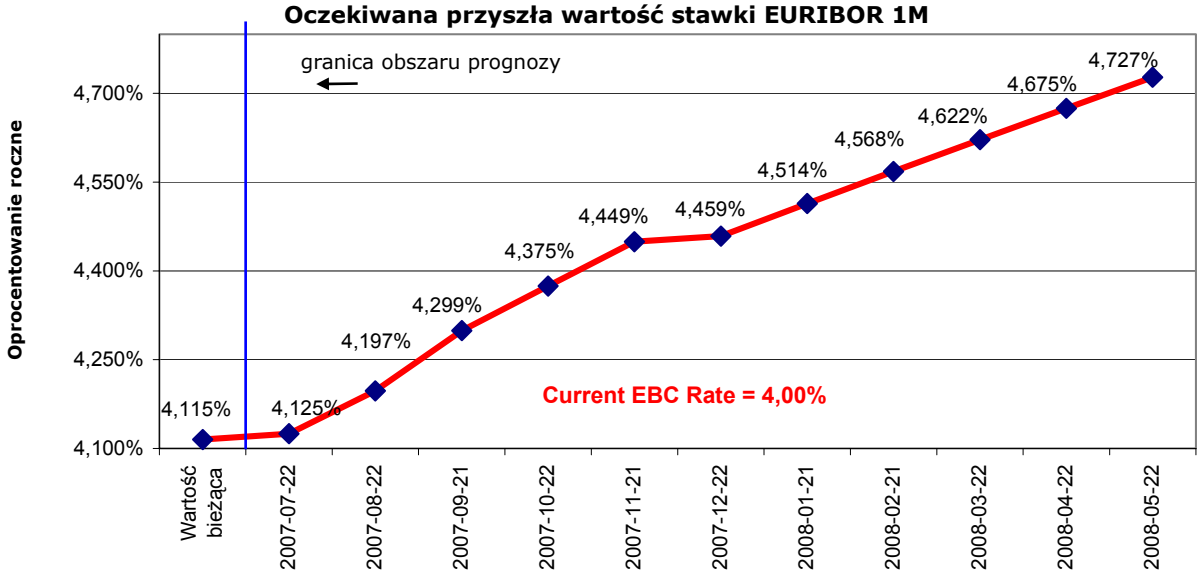
Oczekiwana przyszła wartość stawki LIBOR USD 1M



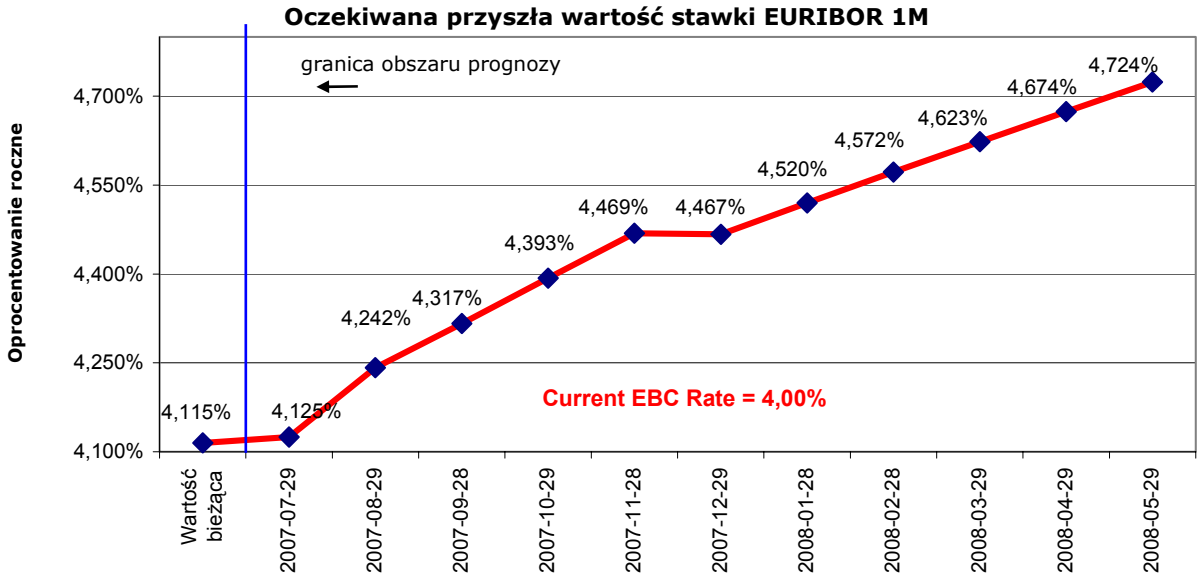
Obecnie (dane z piątku 29 czerwca 2007) prawy kraniec krzywej poszedł w dół o 5,7 punktu bazowego, czyli do poziomu 5,237%. Na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy uczestnicy rynku nie spodziewają się ŻADNEJ obniżki stóp procentowych w USA.



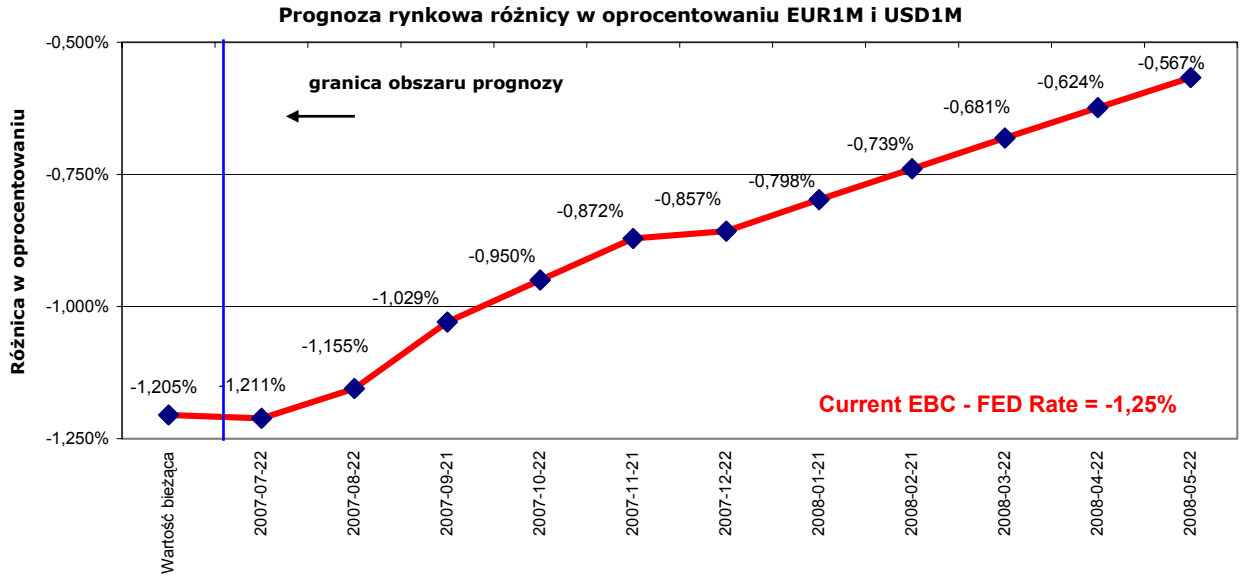
Spójrzmy teraz na dynamikę krótkich stóp terminowych dla Euro. Prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp Euro spadł z 4,727% tydzień temu

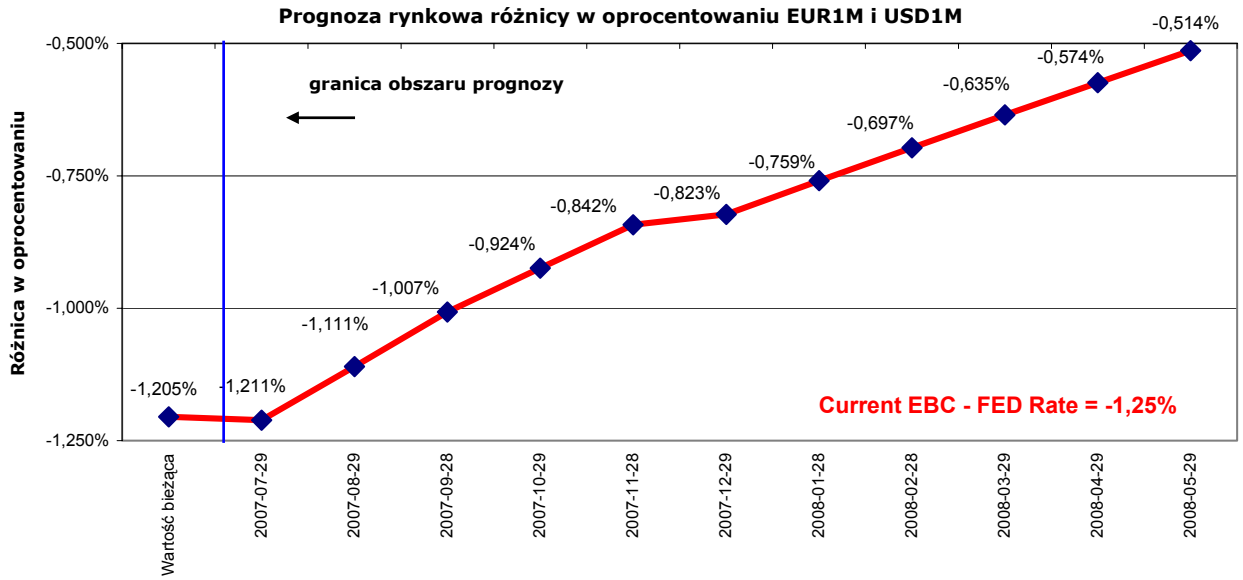


do poziomu 4,724% obecnie, czyli o 0,3 punktów bazowych. Oznacza to, iż uczestnicy tego rynku spodziewają się serii dalszych podwyżek stóp dla Euro – do poziomu 4,75% na przestrzeni 12 miesięcy.

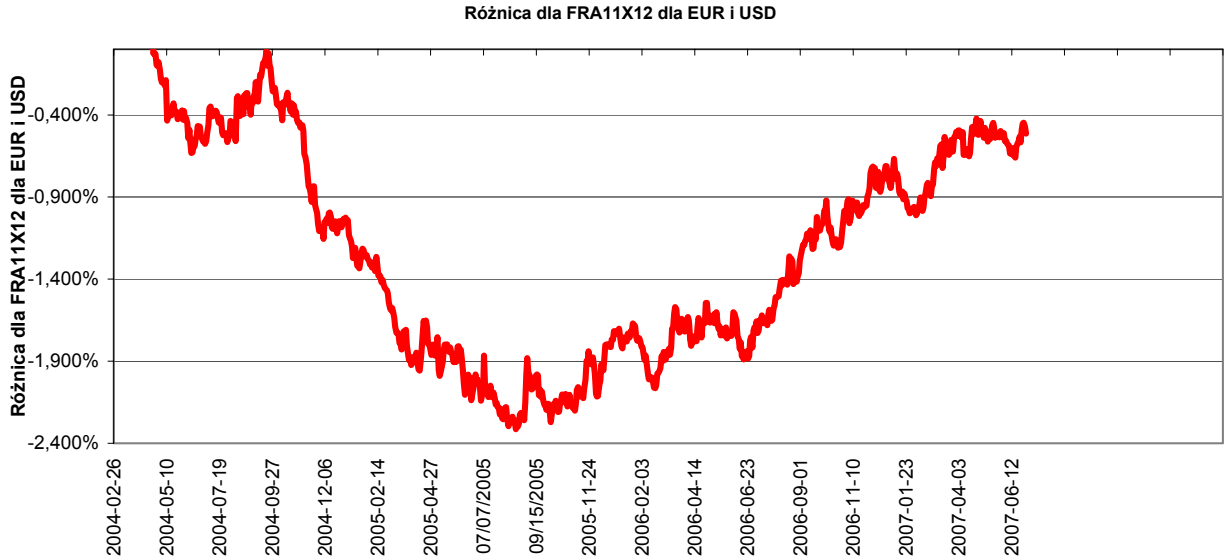


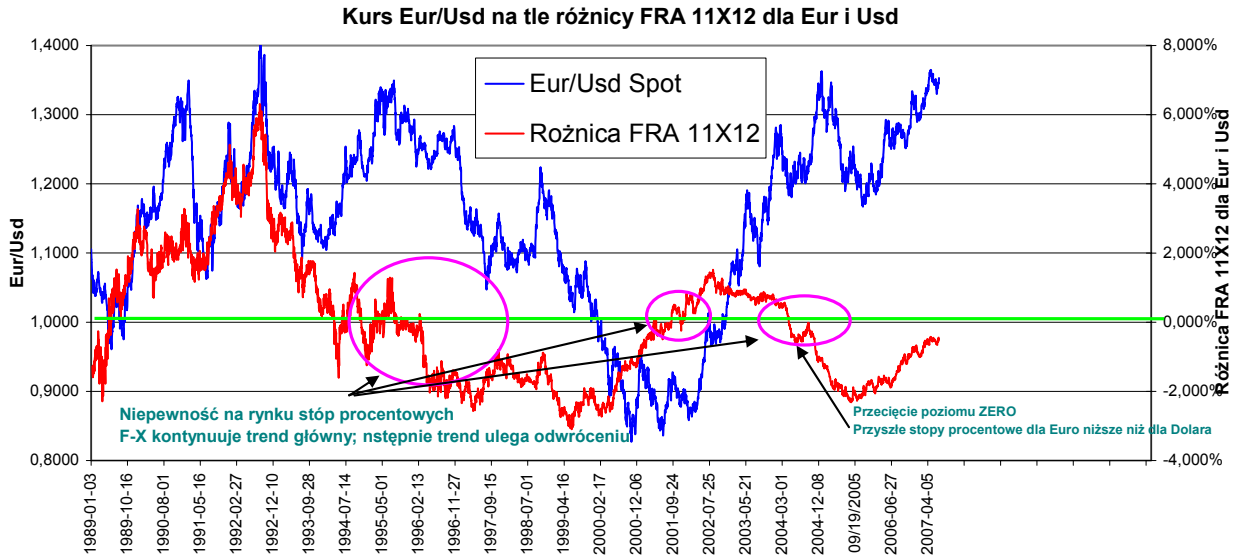
Tym samym prawy kraniec różnicy dwóch krzywych przesunął się tym razem w górę o 5,3 punktów bazowych (z -0,567% do -0,514%).





Na zamieszczonym poniżej wykresie możemy zobaczyć dynamikę prawego krańca krzywej z poprzedniego wykresu. Na kolejnym zaś wykresie przedstawiłem to samo w dłuższym horyzoncie. Warto zwrócić uwagę na podobieństwo dwóch okresów: 1991-1995 oraz 2004-2007. Gdyby teraz miała powtórzyć się historia z 1995 roku, to czekałaby nas potężna fala umacniania dolara trwająca cały rok – aż do poziomu 1,14-1,15 (spadek o 20 centów). Na razie jednak teoria parytetu stóp procentowych poszła w „odstawkę" na rzecz teorii Fal Eliota. Scenariusz taki ma szanse się zrealizować jedynie pod warunkiem, iż rynek nie zdoła przebić się przez poziom 1,3680. Jeśli by opór ten został jednak przebity, trzeba będzie całkowicie zweryfikować tezę na temat trendu długoterminowego.





Koszyk/Pln – w kierunku majowych minimów

Diagnoza:

Ostatnie dni minionego tygodnia ponownie przyniosły nam umocnienie Złotego oraz spadki kursów Euro i Dolara.

Po raz drugi zbliżyliśmy się w okolice majowych minimów cenowych – czyli poziomu 3,74 Złotego za Euro oraz 2,74 Złotego za Dolara. Jestem mocno przekonany, iż jeszcze w czasie wakacji będziemy świadkami spadku kursu Euro w okolice 3,60. Na jesieni rynek mógłby wykonać 10-15 groszową korektę w górę. W ostatnich tygodniach roku zaś kurs Euro i Dolara powinny znajdować się na jeszcze niższych poziomach.

Warto przypomnieć, iż rok temu o tej porze roku kurs Euro wynosił 4,13, by do grudnia spaść o 35 groszy do poziomu 3,78. Gdyby prawidłowość ta zadziałała w roku bieżącym, spadek o 35 groszy ze szczytów sprzed pięciu tygodni oznaczałby spadek do 3,55. Dziś wydaje się być to niewiarygodne. Warto jednak być przygotowanym na taki scenariusz rozwoju wydarzeń. Eksporterzy powinni zabezpieczyć się przed tym póki jeszcze ryzyko nie zaczęło się realizować.

Zalecenia:

1. Krótkoterminowo:

✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla eksporterów – eksporterzy Euro oraz dolarowi pozabezpieczali się na długie okresy przy znacznie wyższych poziomach cenowych. Teraz ze spokojem można obserwować kolejną fale umacniania Złotego. Pamiętać jednak należy, by w końcówce roku zredukować znaczną część zabezpieczeń otwartych na rok 2008.

✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla importerów – spadek kursu Dolara do poziomu 2,75 należało wykorzystać do odnowienia wszystkich zabezpieczeń, które były spekulacyjnie zamknięte (odbezpieczenie się) przy cenie 2,85 Teraz kolejne zakupy waluty warto przeprowadzić dopiero po przełamaniu majowych dołków i po wyznaczeniu przez rynek nowego wsparcia – być może w okolicach 2,65. Spadek kursu Euro do 3,75-w podobny sposób należało wykorzystać do odnowienia całości zabezpieczeń

zredukowanych przy cenie 3,85. Kolejne zakupy walut przeprowadzimy dopiero po przełamaniu majowych minimów i po ustanowieniu przez rynek nowego wsparcia – być może w okolicach 3,69.

2. Długoterminowo:
✓ Oszczędności. Ostatni silny wzrost kursu dolara wykorzystaliśmy do zamiany Dolarów na Złote. Od tej pory oszczędności utrzymujemy wyłącznie w Złotych.
✓ Kredyty. Nadal zaciągamy kredyty wyłącznie w Złotych. Banki zaczynają oferować kredyty denominowane w Yenach japońskich. Warto taki kredyt zaciągnąć, w razie pojawienia się korekcyjnego osłabienia Złotego.

Dwa tygodnie temu Rada Polityki Pieniężnej po raz drugi w tym roku podniosła stopy procentowe o 25 punktów bazowych z poziomu 4,25% do 4,50%. Wszystko na to wskazuje, iż jeszcze w tym roku czekać nas będą przynajmniej dwie takie podwyżki. Uczestnicy rynku pieniężnego zakładają nawet, iż cykl podwyżek stóp procentowych zakończy się dopiero przy poziomie 5,25%.

Zaczęło się więc realizować to, o czym wspominałem od pół roku. Stopy procentowe w Polsce ruszyły w górę. Jeszcze pod koniec ubiegłego roku można było zabezpieczyć się przed takim scenariuszem (mowa o kredytobiorcach) zamieniając zmienną stopę procentową określaną na podstawie stawek WIBOR na stopę stałą na najbliższe 2-3 lata i zamrozić ją na poziomie 4,10-4,15%. Dziś możemy już jedynie zabezpieczyć się przed wzrostem stopy powyżej 5,25%, gdyż taka stopa terminowa jest obecnie w cenach kontraktów futures oraz FRA.

Korzystając z okazji przypomnę może, iż w przypadku zabezpieczania się przed ryzykiem wzrostu stóp procentowych można korzystać z tych samych struktur opcyjnych, co w przypadku ryzyka walutowego.

I tak na przykład w chwili, gdy stopa procentowa terminowa wynosiła 4,15% (w grudniu ubiegłego roku), można było zastosować korytarz typu flor-cap. Polegał on na tym, iż kredytobiorca mógł sobie zagwarantować spłatę kredytu po stopie procentowej nie wyższej niż 4,50% kupując opcję PUT na futures procentowy. Aby nie płacić premii za tę opcję „z kieszeni", mógł wystawić opcję CALL na futures procentowy z kursem wykonania 3,75%. W ten sposób transakcja byłaby zero-kosztowa. Innymi słowy kredytobiorca mógłby sobie zagwarantować spłatę kredytu nie drożej niż po 4,50%, ale też nie taniej niż po 3,75%.

Podobne transakcje można było przeprowadzić rok temu w przypadku kredytów nominowanych we Franku szwajcarskim. Wtedy to stopa procentowa w Szwajcarii wynosiła około 1%. Można było zagwarantować sobie spłatę kredytu po cenie nie wyższej niż 1,5% mając szansę na obniżenie oprocentowania do 0,5% - dzięki korytarzowi 0,5%-1,5%. Wspomniane wyliczenia nie uwzględniają marży banku doliczanej do oprocentowania z rynku międzybankowego.

Niestety wtedy, gdy przypominałem o tego typu zabezpieczeniach, nie było w ogóle chętnych. Dziś, gdy ryzyko już się realizuje, coraz więcej firm pyta mnie o możliwości zabezpieczenia się przez wzrastającą stopą procentową nie tylko w Polsce, ale także w Szwajcarii i w Eurolandzie. Teraz pole manewru jest już znacznie zawężone, ale nadal można chronić się przed jeszcze gorszym scenariuszem.

Coraz więcej firm zaciąga kredyty w Yenach japońskich. Może warto pomyśleć o zabezpieczeniu się przed wzrostem stopy procentowej w Japonii teraz, gdy wynosi ona nieco ponad 0,5%.

Wróćmy do rynku walutowego. W minionym tygodniu rynek nie zdołał przełamać majowych wsparć. Warto jednak odnotować, iż każde odbicie w górę od wsparć, ma coraz mniejszy zasięg. Tym razem wzrosty zakończyły się na poziomie 3,7750 za Euro i 2,7750 za Dolara. Sądzę, iż kolejne podejście do wsparć może zakończyć się wreszcie długo oczekiwanym przełamaniem i szybkim spadkiem do 2,65 Złotego za Dolara oraz 3,69 za Euro.

3,69 Złotego za Euro może stać się jedynie

krótkoterminowym wsparciem, po czym w sierpniu (a może jeszcze w lipcu) rynek zejdzie poniżej 3,65.

Zaczyna mi się wyjaśniać, dlaczego tak wiele banków sprzedaje eksporterom zabezpieczenia z tak zwaną barierą wyłączająca - znajdującą się na wysokości 3,65. Spadek kursu poniżej tego poziomu (chociaż na chwilę) wyłączy bowiem działanie zabezpieczenia i cała premia z opcji PUT, która miała stanowić rekompensatę za spadający kurs Euro zamiast do kieszeni eksportera, trafi do kieszeni banku.

Jestey mocno przekonani, iż banki, które sprzedawały w ostatnich tygodniach tego typu struktury, będą starały się pomóc rynkowi spaść poniżej wspomnianych 3,65.

Co ciekawe taki spadek poniżej 3,65 może być świetną okazja dla importerów, aby oprócz zabezpieczenia kupić dodatkowo sporą ilość opcji CALL, które będzie można potraktować jako spekulacje.

Wracając do analizy technicznej. Bardzo ważne wsparcie pośrednie 3,25 na Koszyku jest już w zasięgu ręki. Jestem mocno przekonany, iż tym razem rynek przełamie to wsparcie, co zaowocuje uruchomieniem się lawiny zleceń stop-loss i przyczyni się do powstania nowej krótkoterminowej fali umocnienia Złotego. Zasięg tej fali oceniam na 10 groszy – czyli do osiągnięcia poziomu 3,15 na Koszyku.

Spójrzmy na wykres świec tygodniowych. Jeśli wsparcie 2,24-3,25 ulegnie przełamaniu, to jeszcze w czasie wakacji moglibyśmy zobaczyć poziom 3,15 na Koszyku, co wypełniłoby w całości formacje **DIAMENTU**, o której wspominam już od roku.

Warto jednak w tym miejscu przestrzec przed tworzącą się formacją opadającego **KLINA**! Ramiona tego KLINA zejdą się ze sobą na wiosnę przyszłego roku. To może być punkt zwrotny. Warto być przygotowanym na to wydarzenie.

Jeśli przyjmiemy założenie, iż z KLINA tego wyjdziemy górą na wiosnę 2008 roku, czekałaby nas potężna korekta osłabiająca Złotego. Scenariusz ten zaznaczyłem pionową zieloną linią rosnącą z poziomu 3,15 do 3,50. Taka 35-40 groszowa korekta mogłaby zaniepokoić sporą grupę inwestorów.

Sugeruję więc wszystkim mocno pozabezpieczanym eksporterom (czyli takim, którzy zabezpieczyli już teraz swój plan finansowy na rok 2008), by w końcówce roku

(listopada-grudzień 2007) zredukować niemal wszystkie posiadane zabezpieczenia pozostawiwszy sobie ochronę jedynie na pierwsze dwa miesiące roku 2008. Jeśli taką redukcję zabezpieczeń udałoby się zrobić po cenach z okolic 2,75 za Dolara i 3,60 za Euro, byłoby to doskonałym zagraniem.

Rzecz jasna importerzy powinni w końcówce roku 2007 znacząco wydłużyć horyzont swych zabezpieczeń, aby chronić się przed tego typu gwałtowna zwyżką kursów walut.

Zapewne zadajecie sobie pytanie „co mogłoby spowodować aż tak silną korektę notowań Złotego?".

Osobiście upatruję tutaj czynnik chiński. W przyszłym roku bowiem w okresie wakacyjnym odbędą się igrzyska olimpijskie w Pekinie. Do tego czasu trwać będą prace wykończeniowe wielu inwestycji, które ciągną chińskie PKB w górę.

Po zakończeniu igrzysk dynamika wzrostu PKB może gwałtownie się zmniejszyć. Rynek chiński może wejść w okres spowolnienia gospodarczego. Jak wiemy rynki finansowe dyskontują tego typu wydarzenia z kilkumiesięcznym wyprzedzeniem. Dlatego też w okresie marzec-kwiecień powinniśmy być przygotowani na mini-krach na rynkach akcji, obligacji oraz na rynkach walut krajów naszego regionu.

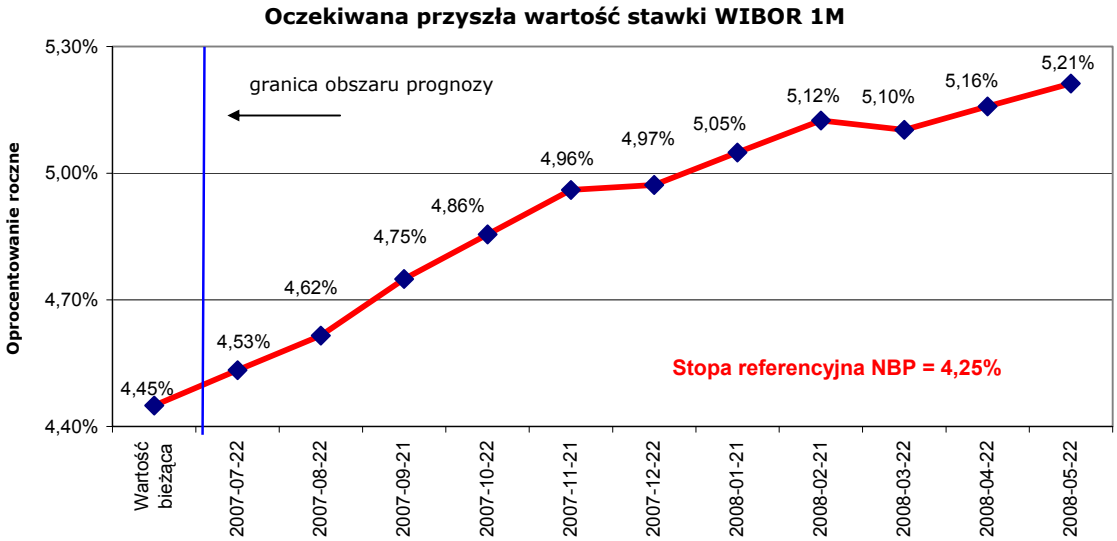
	Kurs bieżący (bid)	3,2560	3,7556	2,7564	2,2630	5,5475
Poziom Eur/Usd - constans	1,3625	Koszyk	Eur/Pln	Usd/Pln	Chf/Pln	Gbp/Pln
Eksport	Trzeci poziom oporu (bid)	3,3800	3,8986	2,8614	2,3492	5,7588
	Drugi poziom oporu (bid)	3,3200	3,8294	2,8106	2,3075	5,6565
	Pierwszy poziom oporu (bid)	3,2900	3,7948	2,7852	2,2866	5,6054
Import	Pierwszy poziom wsparcia (bid)	3,2400	3,7371	2,7429	2,2519	5,5202
	Drugi poziom wsparcia (bid)	3,2000	3,6910	2,7090	2,2241	5,4521
	Trzeci poziom wsparcia (bid)	3,1500	3,6333	2,6667	2,1893	5,3669

Oznaczenia poziomów wsparć i oporów jako horyzont zabezpieczeń:

Import:
Pierwszy poziom wsparcia - zabezpieczenie na 6 tygodni płatności
Drugi poziom wsparcia - zabezpieczenie na 10 tygodni płatności
Trzeci poziom wsparcia - zabezpieczenie na 4 miesiące płatności

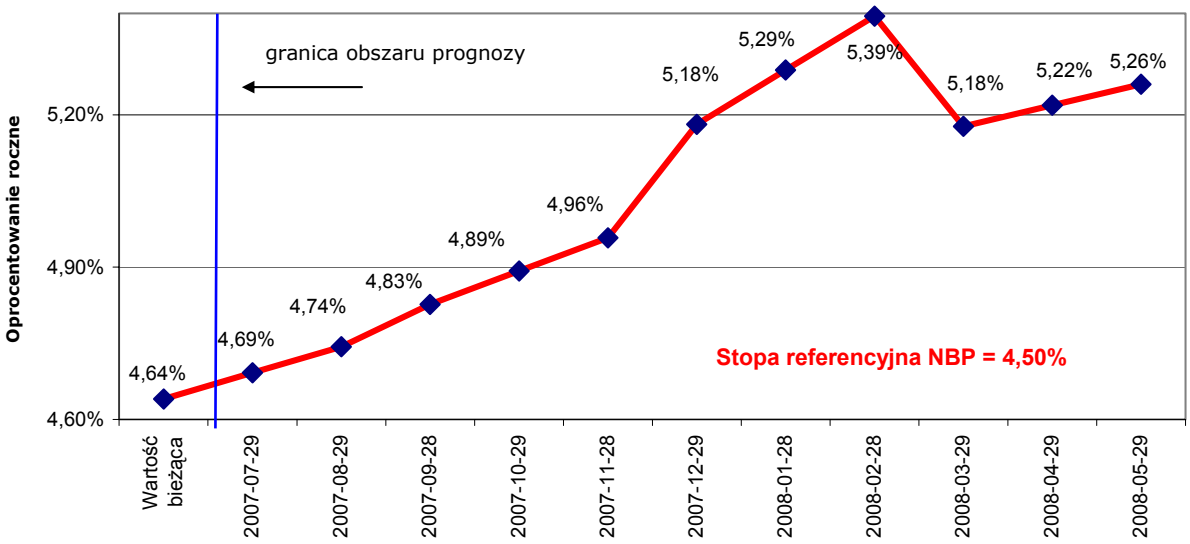
Eksport:
Pierwszy poziom oporu - zabezpieczenie na 4 miesiące przychodów
Drugi poziom oporu - zabezpieczenie na 12 miesięcy przychodów
Trzeci poziom oporu - zabezpieczenie na 18 miesięcy przychodów

Zerknijmy teraz na rynek lokat międzybankowych. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD (FRA 11X12) znajdował się na poziomie 5,21%



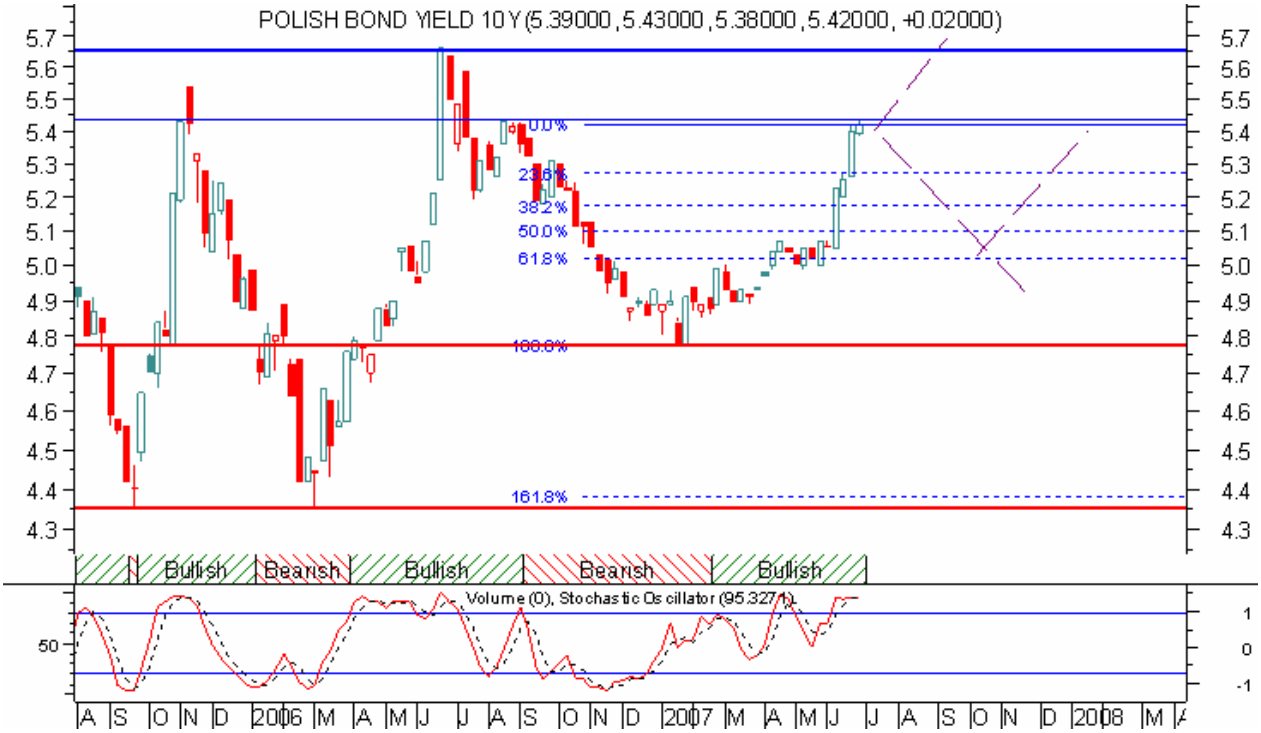
Natomiast w piątek 29 czerwca przesunął się w górę o 5 punktów bazowych!!, czyli do poziomu 5,26%. Takiego poziomu stóp procentowych (30 dniowych) w Polsce spodziewają się za rok inwestorzy w dniu dzisiejszym. Kształt krzywej FORWARD wyraźnie wskazuje, iż uczestnicy rynku pieniężnego zaczęli powoli obstawiać scenariusz mocniejszej podwyżki stóp o 100 punktów (do poziomu 5,25%) w ciągu nadchodzącego roku.

Oczekiwana przyszła wartość stawki WIBOR 1M



Na rynku polskich obligacji w Polsce ceny gwałtownie spadły w ślad za spadającymi cenami obligacji amerykańskich. Rentowność 10-letnich papierów US wzrosła do poziomu 5,31% - czyli powyżej szczytu sprzed roku. Na szczęście dość szybko zeszliśmy poniżej poziomu 5,20%, dzięki czemu utrzymało się „beztrendzie", czy też trend horyzontalny, jak to inni nazywają.

Rentowność polskich obligacji 5-letnich również przebiła ważny poziom 5,20% i dotarła w okolice 5,40% po drodze przebijając drugie zniesienie Fibonacciego (61,8%) fali spadkowej trwającej prawie rok. Oznacza to, iż dalszy wzrost do poziomu 5,65% (maksimum z lipca 2006) stał się wysoce prawdopodobny.



Eur/Pln – do trzech razy sztuka …

Tydzień temu wspominałem, iż: „Wzrost kursu w okolice 3,85 eksporterzy wykorzystali do sprzedania bieżących przychodów eksportowych. Były to w głównej mierze transakcje polegające na tak zwanym uniesieniu kursu w górę dzięki szybko wygasającym opcjom PUT. W ten sposób eksporter zagwarantował sobie możliwość sprzedania waluty po cenie 3,88. W zamian za nabycie tego prawa do sprzedania waluty po kursie o 3 grosze wyższym niż kurs spot obowiązujący w danej chwili, eksporter zobowiązał się do sprzedania waluty jeszcze raz w grudniu po cenie nie wyższej niż 3,94.”.

Jeśli ktoś przegapił tę okazję, to w minionym tygodniu pojawiła się kolejna – niestety tym razem nie tak atrakcyjna, jak poprzednia.

Stosując odwrócony korytarz można było jednak zapewnić sobie możliwość sprzedania Euro po cenie 3,80. Wystarczyło bowiem kupić opcje PUT 3,80 wygasające 13 lipca i jednocześnie wystawić opcje CALL 3,72 o takim samym terminie wygasania. W ten sposób transakcja była zero-kosztowa, czyli uzyskana premia z wystawionych opcji CALL wystarczyła na zakup opcji PUT. Szczegółowy opis tej strategii przedstawiłem w ostatnim raporcie dziennym, do którego odsyłam.

W każdym razie już od poniedziałku 16 lipca eksporter będzie mógł dzięki przeprowadzonej w ten sposób transakcji sprzedawać Euro po cenie nie niższej niż 3,80.

Importerzy, którzy przy cenie 3,85 odbezpieczyli się spekulacyjnie – czyli zamknęli wszystkie długie pozycje futures przy cenie 3,75 spot odnowili wszystkie zredukowane wcześniej zabezpieczenia otwierając długie pozycje futures lub/i kupując opcje CALL 3,76.

Teraz kolejny zakup waluty o wartości 1-miesięcznych płatności importowych należy dokonać dopiero po przełamaniu majowych minimów i po wyznaczeniu przez rynek nowego wsparcia – być może dopiero przy poziomie 3,69.

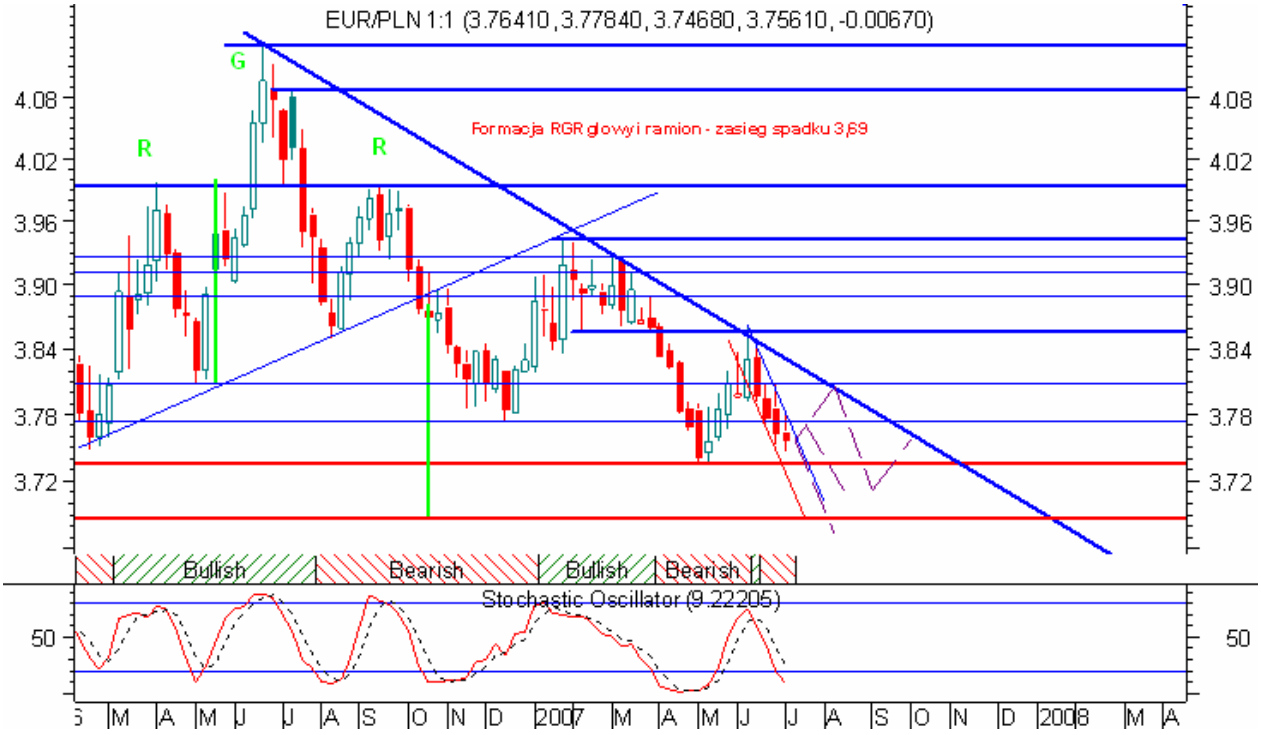
Ważna wiadomość! Z uwagi na bardzo duże zainteresowanie szybko wygasającymi opcjami, Zarząd Warszawskiej Giełdy Towarowej S.A. na wniosek domów

maklerskich wprowadził do obrotu z dniem 18 czerwca nowy rodzaj opcji – tak zwane opcje tygodniowe. Ich żywot jest ograniczony do jednego tygodnia. Pierwsze notowanie takich opcji ma miejsce w poniedziałek, a termin wygasania, to piątek. W ten sposób możliwe stanie się „unoszenie" oraz „obniżanie" kursu sprzedaży/zakupu waluty co tydzień, a nie jak było dotychczas raz w miesiącu.

Na wykresie świec dziennych widzimy bardzo ważne wsparcie znajdujące się na wysokości 3,7350, do którego rynek zmierza po raz trzeci w odstępie kilu tygodni. Przełamanie tego wsparcia wywołałoby z pewnością lawinę zleceń stop-loss i tym samym panikę ze strony posiadaczy długich pozycji (w tym również ze strony niezabezpieczonych eksporterów)

Na wykresie świec tygodniowych utrzymuje się spekulacyjny sygnał posiadania krótkich pozycji futures. Podobny sygnał pojawił się ostatnio we wrześniu ubiegłego roku, kiedy to kurs Euro zbliżał się do poziomu 4,00. Zaraz po pojawieniu się tego sygnału kurs Euro zaczął spadać i w ciągu dwóch miesięcy dotarł do 3,78 – czyli 22 grosze niżej.

Jeśli prawidłowość ta i tym razem się urzeczywistni, czekałby nas spadek do 3,64-3,65.



Usd/Pln – na przełamanie wsparcia 2,74

Pod koniec stycznia najbardziej przezorni eksporterzy pozabezpieczali się na cały 2007 rok korytarzem 2,90-3,16. Spóźnialscy, którzy nie wykorzystali styczniowej okazji pozabezpieczali się na cały 2007 rok korytarzem 2,74-2,94. Taka transakcja pozwoliła odetchnąć z ulgą – szczególnie teraz, gdy na powrót zbliżyliśmy się do majowych minimów nie mając żadnej gwarancji, iż minima te nie zostaną przełamane. Posiadacze wspomnianych korytarzy w najczarniejszym scenariuszu, nie sprzedadzą Dolarów taniej niż po 2,74. W razie zejścia w te okolice będzie więc można przytrzymać walutę na rachunku kumulując ją i czekając na podskok w górę. W tym przypadku bowiem przetrzymywanie waluty nie będzie ryzykowne, gdyż posiadamy opcje PUT 2,74.

Niezabezpieczeni eksporterzy zaś będą podenerwowani. Jeszcze dwa tygodnie temu wydawało się, iż poziom 2,74 nie powinien zostać przełamany. Teraz zaczynam się być coraz bardziej przekonany, iż wsparcie 2,74 przełamiemy i zjedziemy nawet do 2,65. Wystarczy bowiem, by na rynku światowym kurs Eur/Usd ponownie zaatakował kwietniowy szczyt 1,3680, by kurs Dolara w Polsce spadł nawet do wspomnianego 2,65.

Oprócz transakcji zabezpieczającej długie terminy, przeprowadzaliśmy niedawno również transakcje bieżącej sprzedaży Dolarów. Przy kursie 2,8900 eksporterzy kupili sobie prawo (kupili opcje PUT) do sprzedania waluty po cenie 2,92. W zamian za kupienie prawa sprzedaży Dolarów po kursie 3 grosze wyższym niż kurs spot w danej chwili, eksporter zobowiązał się do sprzedania jeszcze raz tego samego nominału w grudniu (wystawione grudniowe opcje CALL) po kursie nie wyższym niż 2,96 lub też do sprzedawania waluty w marcu 2008 po kursie nie wyższym niż 3,00.

Importerzy zaś przy cenie 2,75 odkupili na całość zredukowanych wcześniej zabezpieczeń. Taka forma spekulacji nazywa się spekulacją nadmiarowym zabezpieczeniem. W portfelach importerów pozostały jeszcze opcje CALL 2,84 będące

górą korytarza 2,64-2,84. W ten sposób po zamknięciu długich pozycji futures po cenie 2,85 importer był chroniony przed ewentualnym dalszym wzrostem kursu powyżej 2,84 dzięki posiadaniu wspomnianej opcji CALL 2,84.

Teraz z otwarciem nowych zabezpieczeń (za pomocą opcji CALL), należy wstrzymać się do czasu, aż rynek przełamie wsparcie 2,74 i wyznaczy nowe dno – być może w okolicy 2,65.

Na wykresie świec dziennych wypełniła się formacja RGR, o której wspominałem od kilku tygodni. dodatkowe krótkie pozycje spekulacyjne otwierane zleceniem stop-entry po kursie 2,8050 dały więc 5 groszy zarobku. Warto te pozycje trzymać licząc na kolejne 10 groszy zysku (po spadku do 2,65). Na wszelki jednak wypadek warto zagwarantować sobie już teraz kilkugroszowy zysk kupując opcje CALL 2,76 – ale dopiero w chwili, gdy rynek spadnie do poziomu 2,7450 bid. W ten sposób zagwarantujemy sobie przynajmniej 4 grosze zysku mając nadal szansę na powiększenie zysku o kolejne 10 groszy.

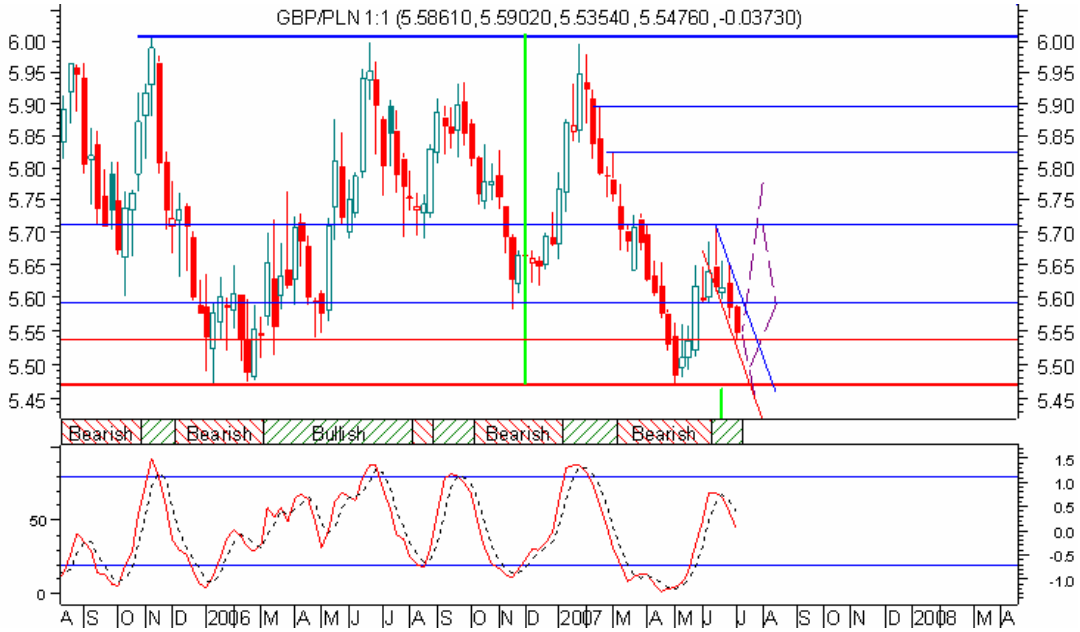
Wykres świec tygodniowych – a właściwie kształt wykresu dla oscylatora znajdującego się w dolnej części wykresu – sugeruje nam, iż zakończenie obecnej fali spadkowej należy upatrywać 8 groszy poniżej majowych dołków – czyli w okolicach 2,67. Tam znajduje się poziom wynikający z formacji podwójnego szczytu - ukształtowanej rok temu. Tam też przebiega dolna linia opadającego kanału.

Spadek do 2,67 byłby więc bardzo logiczny.

Gbp/Pln – w kierunku 5,48

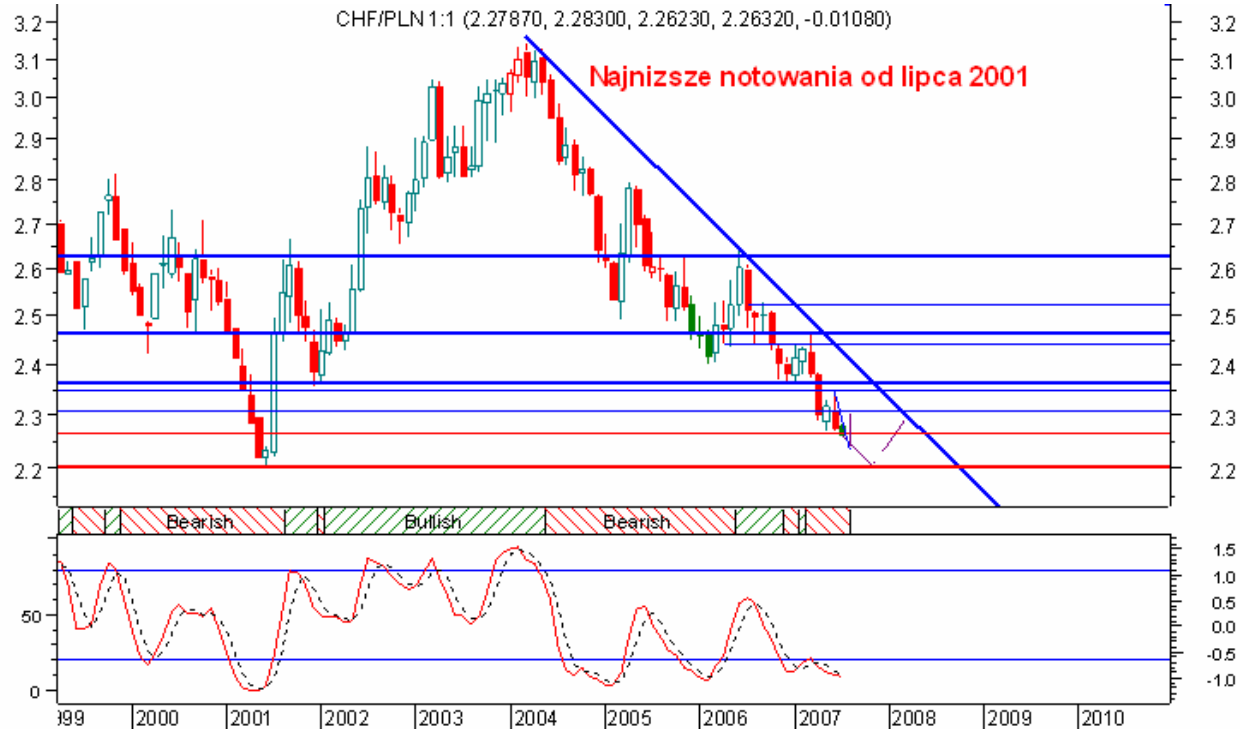
Dwa tygodnie temu wspominałem, iż: „Kurs Funta ustabilizował się w przedziale 5,60-5,73. Teraz ważyć się będą dalsze losy trendu krótkoterminowego. Jeśli przełamiemy wsparcia 5,60 oraz 5,54, to spadek do 5,48 będzie nieuchronny.”.

Jak wiemy wsparcie 5,60 uległo przełamaniu. Broni się jeszcze wsparcie 5,54. Wydaje się, iż przełamanie tego drugiego wsparcia jest jedynie kwestią nadchodzących dni.



Chf/Pln – najniżej od lipca 2001!

Kurs Chf/Pln jako drugi po kursie Jpy/Pln przełamał majowe minima i teraz kieruje się w kierunku 2,20 – minimum z 2001 roku. W chwili obecnej Frank jest najtańszy od lipca 2001, czyli od 6 lat. Jen japoński (dla przypomnienia) jest najtańszy od czerwca 1994 roku, czyli od 13 lat. Jedynie kurs Dolara i Euro utrzymuje się jeszcze powyżej majowych dołków. Wydaje się jednak, iż kwestią nadchodzących dni jest, by waluty te podążyły śladem Franka i Jena.



POZOSTAŁE RYNKI – powiązania miedzy krosowe MACD

Podobnie jak tydzień temu proponuję na początek zaznajomić się z poniższymi macierzami sygnałów MACD, które określają kierunek trendu na poszczególnych crossach walutowych. Dla porównania zmian zachodzących na rynkach zamieściłem macierz z dwóch ostatnich tygodni.

Tydzień temu:

MACD-daily	EUR	USD	GBP	CHF	JPY	BUY	SELL	BILANS	Rank
EUR		BUY	SELL	SELL	BUY	2	2	0	3
USD	SELL		SELL	**SELL**	SELL	0	4	-4	5
GBP	BUY	BUY		SELL	BUY	3	1	2	2
CHF	BUY	**BUY**	BUY		BUY	4	0	4	1
JPY	SELL	BUY	SELL	SELL		1	3	-2	4

MACD-weekly	EUR	USD	GBP	CHF	JPY	BUY	SELL	BILANS	Rank
EUR		SELL	SELL	BUY	BUY	2	2	0	3
USD	BUY		BUY	BUY	**BUY**	4	0	4	1
GBP	BUY	SELL		BUY	BUY	3	1	2	2
CHF	SELL	SELL	SELL		BUY	1	3	-2	4
JPY	SELL	**SELL**	SELL	SELL		0	4	-4	5

Buy/Sell	0/3	najmniej wiarygodny sygnał - całkowity brak zgodności
Buy/Sell	1/2	mało wiarygodny sygnał
Buy/Sell	2/1	wiarygodny sygnał
Buy/Sell	3/0	najbardziej wiarygodny sygnał - pełna zgodność

Obecnie:

MACD-daily	EUR	USD	GBP	CHF	JPY	BUY	SELL	BILANS	Rank
EUR		BUY	BUY	SELL	BUY	3	1	2	2
USD	SELL		SELL	SELL	SELL	0	4	-4	5
GBP	SELL	BUY		SELL	SELL	1	3	-2	4
CHF	BUY	BUY	BUY		BUY	4	0	4	1
JPY	SELL	BUY	BUY	SELL		2	2	0	3

MACD-weekly	EUR	USD	GBP	CHF	JPY	BUY	SELL	BILANS	Rank
EUR		SELL	SELL	SELL	BUY	1	3	-2	4
USD	BUY		SELL	BUY	BUY	3	1	2	2
GBP	BUY	BUY		BUY	BUY	4	0	4	1
CHF	BUY	SELL	SELL		BUY	2	2	0	3
JPY	SELL	SELL	SELL	SELL		0	4	-4	5

Buy/Sell	0/3	najmniej wiarygodny sygnał - całkowity brak zgodności
Buy/Sell	1/2	mało wiarygodny sygnał
Buy/Sell	2/1	wiarygodny sygnał
Buy/Sell	3/0	najbardziej wiarygodny sygnał - pełna zgodność

W legendzie pod tabelami znajduje się wyjaśnienie znaczenia poszczególnych kolorów.

W ubiegłym tygodniu na rynku Eur/Usd **zmniejszył się poziom szumu** (poziom zielony). Oznacza to, iż inwestorzy krótkoterminowi powinni teraz transakcje przeprowadzać rzadziej, z wyższym lewarem, węższym stop-loss, szerszym take-profit. W krótkim terminie w chwili obecnej preferowane długie pozycje otwierane podczas płytkich korekt spadkowych (1,3550?).

Dla trendu średnioterminowego poziom szumu utrzymał się na poziomie żółtym. Przy średnioterminowej spekulacji transakcje powinno się więc wykonywać często, z małym lewarem, szerszym stop-loss oraz węższym take-profit. W średnim terminie w chwili obecnej preferowane krótkie pozycje otwierane podczas głębokich korekt wzrostowych (1,3660?).

Innymi słowy w chwili obecnej w horyzoncie krótkoterminowym warto grać na osłabienie Dolara, zaś w horyzoncie średnioterminowym warto grać na umocnienie Dolara.

Idealnym rynkiem do daytradingu (wysoki poziom szumu zarówno w krótkim, jak też średnim horyzoncie) jest obecnie: Eur/Chf, Eur/Jpy oraz Gbp/Usd, - wysoki poziom szumu zarówno w krótkim jak też długim horyzoncie inwestycyjnym.

Od dnia 5 lutego AFS-BGC wprowadziła nową usługę – zarządzanie rachunkiem Klienta. Wobec powyższego osiągane wyniki będą publikowane w zmienionej formie – zgodnie z wymogami NFA oraz CFTC. Po okresie słabych wyników doczekaliśmy się końca złej passy. Czerwcowy zysk w wysokości 7,1% pozwolił odrobić prawie wszystkie straty zanotowane od lutego do maja.

Przedstawiam wyniki za pięć pierwszych miesięcy:

Miesiąc	średnia	najlepszy	najgorszy
luty 07	-0,63%	-0,53%	-2,51%
marzec 07	-2,19%	-1,63%	-2,96%
kwiecień 07	-1,12%	-0,34%	-1,86%
maj 07	-4,21%	-2,65%	-5,45%
czerwiec 07	7,10%	7,36%	6,95%

Osoby, które są zainteresowane szczegółami oferty prosimy o kontakt telefoniczny lub/i mailowy.

Jeszcze jedna uwaga. Dzięki wejściu firmy AFS w struktury kapitałowe Cantor Fitzgerald (www.cantor.com) oraz BGC International (www.bgcpartners.com) możliwe stało się zaoferowanie wielu nowych produktów oraz usług dla Klientów AFS (na przykład dostęp do instrumentów notowanych na wszystkich większych giełdach towarowych na świecie, zarządzanie rachunkami na zlecenie, itp.). Dzięki wejściu do struktur Cantor Fitzgerald oraz BGC możemy zaoferować największą w Polsce płynność jeśli chodzi o crossy Złotowe z rynku walutowego oraz najniższe w Polsce koszty transakcyjne, jak również najwyższe bezpieczeństwo kredytowe.

PODSUMOWANIE roku 2006 i plany na rok 2007

W ostatniej części raportu przedstawiam podsumowanie tego, co w ciągu roku dokonaliśmy w sferze zarządzania ryzykiem walutowym dla naszych Klientów. Z pierwszej tabelki możemy odczytać, jakie były kursy minimalne i maksymalne w ciągu roku dla Euro, Dolara i dla całego Koszyka. Średni kurs roczny został wyliczony na podstawie dziennych kursów NBP.

Jeśli chodzi o transakcje zabezpieczające dla importerów, to:

1. Importerzy Euro przez cały rok 2006 nie kupili waluty drożej niż po cenie 3,85. Zabezpieczenia czynione w marcu 2006 w chwili gdy kurs spadł w okolice 3,75 pozwoliły przetrwać całą silną korektę wzrostową korzystając z korytarza 3,65-3,85 oraz z długich pozycji futures. W chwili gdy wygasały zabezpieczenia czynione w marcu, rynek ponownie spadł poniżej 3,85, co pozwoliło odbudować portfel zabezpieczeń. Co ciekawe w okresie marzec-kwiecień wystawiane były opcje PUT z kursem wykonania 3,75, za które importerzy otrzymali około 8 groszy premii. Opcje te wygasły bez wartości, co oznacza, iż część waluty kupionej (poprzez długie pozycje futures) po kursie 3,76 miało efektywną cenę 3,68! Nie było tego co prawda wiele – jakieś dwumiesięczne płatności importowe, czyli 1/6 całorocznych zabezpieczeń. Średnia cena, po której nasi Klienci kupili Euro w całym 2006 roku, to 3,80 i jest to o ponad 10 groszy taniej niż średnioroczny kurs Eur/Pln wyliczony na podstawie wszystkich dziennych kursów NBP.

2. W przypadku importu dolarowego za każdym razem gdy kurs spadał w okolice 3 Złotych otwieraliśmy korytarze 2,90-3,10 oraz otwieraliśmy długie pozycje futures, dzięki czemu udało się przetrwać kilka mocnych fal wzrostowych bez nerwów. Dolary były kupione najdrożej po cenie 3,10 – właśnie dzięki posiadanym opcjom CALL 3,10, których zakup sfinansowano poprzez wystawienie opcji PUT 2,90. Dolary najtaniej kupione były po cenie 2,90. Tutaj nie odważyliśmy się na dodatkowe wystawienie opcji PUT z kursem wykonania 2,90 – tak jak to czyniliśmy w przypadku Eur/Pln. Uwzględniając wykorzystanie opcji CALL 3,10 oraz długich pozycji futures otwieranych w przedziale 3,00-3,10 wyznaczyliśmy średnią cenę, po której kupione zostały Dolary przez cały 2006 rok – było to 3,05, czyli o 5 groszy taniej niż średnioroczny kurs NBP.

Jeśli chodzi o transakcje zabezpieczające dla eksporterów, to:

1. Eksporterzy Euro nigdy nie sprzedawali waluty taniej niż po kursie 3,86. Przed spadkiem poniżej tej ceny chroniły bowiem krótkie pozycje futures oraz korytarze 3,86-4,06 otwierane pod koniec roku 2005. Później fala wzrostowa do 4,12 została wykorzystana do zabezpieczenia się na drugą połowę roku 2006 oraz na cały rok 2007. Dodatkowo wystawione opcje CALL 4,12, za które otrzymaliśmy 8 groszy premii dało efektywny kurs sprzedaży (dwumiesięczne przychody eksportowe) wynoszący 4,20! Średnio w roku kurs sprzedaży Euro wyniósł więc 4,04 i był o prawie 14 groszy wyższy niż średnioroczny kurs NBP.

2. Eksporterzy Dolarowi w końcówce roku 2006 przeżywali ciężkie chwile. Wygasać zaczęły bowiem ostatnie zabezpieczenia otwierane jeszcze po cenach 3,16-3,30. Udało się jednak dotrwać do końca roku na resztce zabezpieczeń, dzięki czemu w całym 2006 roku nigdy nie sprzedano Dolarów taniej niż po 3,16 (opcje PUT stanowiące dół korytarzy opcyjnych). W chwili, gdy kurs Dolara osiągał poziom 3,30 wystawialiśmy opcje CALL, za które otrzymaliśmy około 8 groszy premii. Oznacza to, iż najwyższy kurs, po jakim udało się sprzedać Dolary z uwzględnieniem wystawionych opcji CALL wyniósł 3,38! Średnio w roku walutę sprzedano po kursie 3,24, czyli o 14 groszy drożej niż średnioroczny kurs NBP.

Podane wyniki zanotowały firmy, które współpracują z nami od roku 2005. Jeśli ktoś rozpoczął współpracę z nami w trakcie roku i nie miał wcześniej żadnych zabezpieczeń, był zmuszony sprzedawać walutę po znacznie niższych kursach niż te podane w tabeli. W takich sytuacjach nie mogliśmy pomóc tak, jak pomagaliśmy Klientom o dłuższym stażu. Niektórzy Klienci o długim stażu nie przeprowadzali zalecanych przez nas transakcji, albo robili to w małej skali, przez co w niektórych przypadkach kursy sprzedaży (eksport) i kupna (import) były gorsze niż podane w tabeli.

Nie uwzględniliśmy także kilku transakcji spekulacyjnych, które przeprowadziliśmy w ciągu roku, a które dodatkowo poprawiły wyniki (obniżyły średni kurs zakupu walut dla importerów; podwyższyły średni kurs sprzedaży walut dla eksporterów). Były to spekulacje polegające na zamknięciu części zabezpieczeń w chwili, gdy zysk z nich sięgał 10-15 groszy. Nie wszyscy decydowali się na taką spekulację i woleli trzymać zabezpieczenia aż do dostawy waluty, nie zamykając ich. Wszystkie te informacje zostały podane w tabeli.

Trzy kolejne diagramy przedstawiają zabezpieczenia na rok 2007, jakie dokonali niektórzy Klienci (nie wszyscy zdecydowali się na zabezpieczenie się na cały rok i na ustalenie na tej podstawie swojego kursu budżetowego). Ci którzy zdecydowali się na taki krok przeprowadzili transakcje opcyjnie (korytarze) podane na diagramach. I tak:

1. Eksporterzy Euro otworzyli korytarze, w których dół stanowią opcje PUT 3,96, a góra ograniczona jest opcjami CALL począwszy od 4,18. W ten sposób najniższy kurs sprzedaży Euro w roku 2007 będzie wynosił 3,96 (i jest to kurs budżetowy dla tych firm). W trakcie roku będziemy mogli bezkarnie spekulować nadmiarowym zabezpieczeniem, jeśli rynek da takie szanse. Sytuacja jest więc komfortowa.

2. Importerzy Dolarowi zdecydowali się na otwarcie korytarzy 2,90-3,10, które zostały później przestawione w dół do 2,64-2,84 (w chwili gdy kurs spot spadł do 2,75), czyli o 26 groszy, za co zapłacono 18 groszy. Oznacza to, iż po uwzględnieniu tej transakcji w roku 2007 najwyższy kurs, po którym zostaną kupione Dolary nie przekroczy 3,02 – i jest to kurs budżetowy. Dół korytarzy ograniczony opcjami PUT 2,64 oznacza, iż najniższym kursem, po którym będzie można kupić Dolary będzie 2,64 (8 groszy zyskane na przestawieniu w dół korytarza 2,90-3,10). Mając taki korytarz będzie można bezkarnie spekulować w ciągu roku nadmiarowym zabezpieczeniem – jeśli rynek da takie szanse.

3. Importerzy Euro zdecydowali się na zbudowanie korytarzy 3,60-4,00. Kurs 4,00 jest więc kursem budżetowym, gdyż drożej waluty na pewno nie kupimy (chronią nas przed tym opcje CALL 4,00). Dół korytarzy ograniczony opcjami PUT 3,60-3,64 oznacza, iż w ciągu roku będzie można kupić Euro nawet po cenie 3,60, jeśli rynek da taką szansę. Ponadto będzie można bezkarnie spekulować nadmiarowym zabezpieczeniem.

4. Eksporterzy dolarowi w dniu 26 stycznia 2007 (jako ostatnia grupa) przeprowadzili zabezpieczenie planu finansowego na cały rok 2007. Transakcje takie przeprowadziliśmy po kursie spot 3,05. W przypadku zabezpieczenia na pierwszy kwartał 2007 są to krótkie pozycje futures otwierane w chwili gdy kurs spot wynosił 2,99-3,00. Na drugi kwartał zabezpieczyliśmy się jedynie opcjami PUT 2,90 bez wystawiania opcji CALL (opcje PUT kosztowały jedynie 2,5 grosza). Wreszcie na trzeci i czwarty kwartał zabezpieczyliśmy się korytarzami 2,90-3,16 oraz 2,90-3,14.

		min (bid)	max (bid)	zmiana (%)	średni NBP	najtaniej kupione	najdrożej kupione	średnio kupione	najtaniej sprzedane	najdrożej sprzedane	średnio sprzedane
Import	Euro	3,7475	4,1320	-0,21%	3,9030	3,6800	3,8500	3,8000			
	Dolar	2,8520	3,3100	-10,65%	3,1000	2,9000	3,1000	3,0500			
	Koszyk	**3,3190**	**3,7130**	**-4,96%**	**3,5015**						
Eksport	Euro	3,7475	4,1320	-0,21%	3,9030				3,8600	4,2000	4,0400
	Dolar	2,8520	3,3100	-10,65%	3,1000				3,1600	3,3800	3,2400
	Koszyk	**3,3190**	**3,7130**	**-4,96%**	**3,5015**						

Najtaniej kupione po 3,68 (mimo, iż najniższy kurs w roku był 3,7475) dzięki dodatkowemu wystawieniu opcji PUT 3,75, które wygasły bez wartości

Najdrożej sprzedane po 4,20 (mimo iż najwyzszy kurs w roku był 4,1320) dzięki dodatkowemu wystawieniu opcji CALL 4,12, które wygasły bez wartości

Najdrożej sprzedane po 3,38 (mimo, iż najwyższy kurs w roku był 3,3100) dzięki dodatkowemu wystawieniu opcji CALL 3,30, które wygasły bez wartości

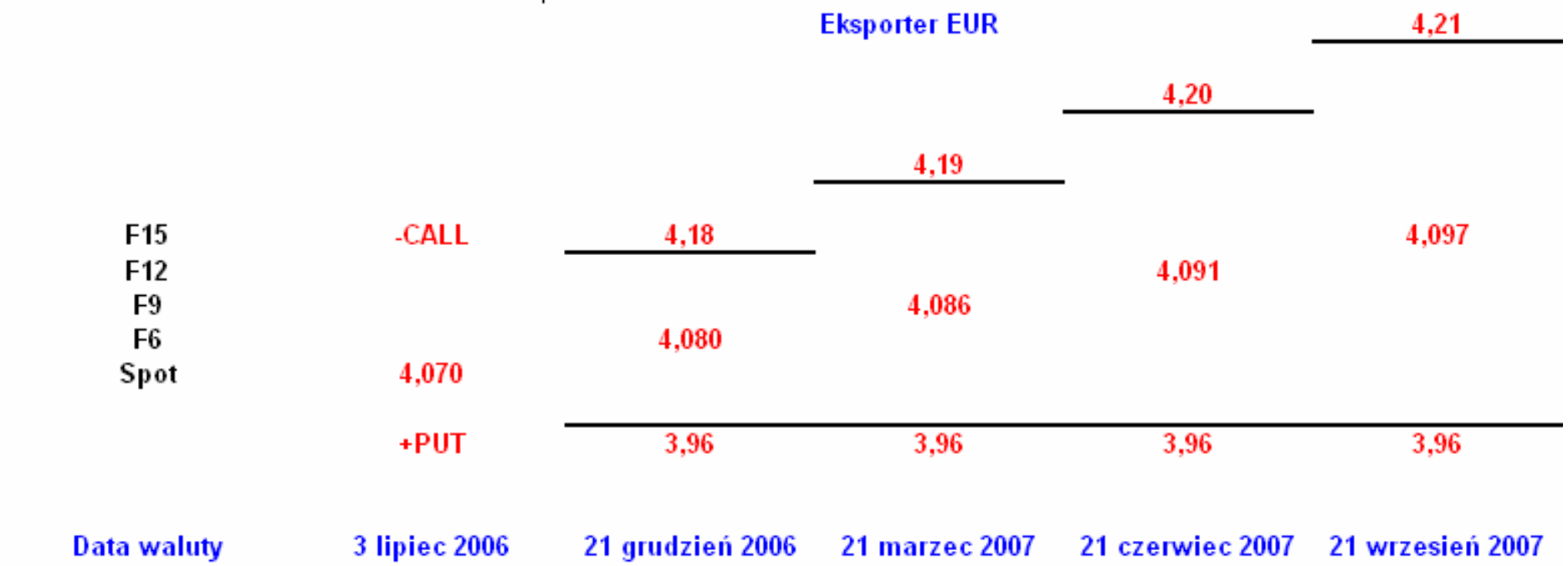
Podane wyniki nie uwzględniają transakcji redukcji zabezpieczeń polegającej na zamknieciu długich pozycji dla importera
lub krótkich pozycji dla eksportera.

W ciągu roku dokonano 4 transakcji zamknięcia 1/3 posiadanych długich pozycji importowych dla Dolara oraz 3 transakcji dla Euro
Na każdej transakcji osiągano zysk w wysokości 10 groszy

W przypadku zabezpieczeń eksportowych dokonano 2 transakcji zamknięcia 1/3 posiadanych krótkoch pozycji dla Dolara oraz 2 transakcji dla Euro.
Na każdej transakcji osiągano zysk w wysokości 15 groszy.

Data spot	2006-07-03
Kurs spot	4,0700
Pkt SWAP 1 dzień	0,6

Zabezpieczenie rocznego planu finansowego



Data waluty	3 lipiec 2006	21 grudzień 2006	21 marzec 2007	21 czerwiec 2007	21 wrzesień 2007

Data spot	2007-01-26
Kurs spot	3,0520
Pkt SWAP 1 dzień	-0,6

Zabezpieczenie rocznego planu finansowego

Eksporter USD

				3,16	3,14
F15	-CALL				
F12					
F9		-FUT 2,99-3,00	Nie wystawiono CALL	3,038	
F6					3,032
Spot	3,052				
	+PUT		2,90	2,90	2,90
Data waluty	26 styczeń 2007	21 marzec 2007	21 czerwiec 2007	21 wrzesień 2007	21 grudzień 2007

Oczekiwania co do kierunku trendów oraz poziomów cenowych najważniejszych kursów walut.

1. Zacznijmy od najważniejszego kursu jakim jest Eur/Usd.

Spodziewam się, iż w drugiej połowie roku 2007 Dolar będzie mocny, czyli kurs Eur/Usd zejdzie na niższe poziomy nawet w okolice 1,25. Maksymalny poziom 1,37 nie powinien już zostać drugi raz osiągnięty. Pod koniec 2007 roku można spodziewać się osłabienia waluty amerykańskiej w efekcie rozpoczęcia procesu obniżania stóp procentowych w USA.

2. Kurs Koszyka. Złoty będzie się umacniać przez cały rok, ale od czasu do czasu będą się pojawiać korekty wzrostowe. Nie powinniśmy pokonać w górę poziomu 3,50. Można natomiast spodziewać się spadku w kierunku 3,20 a nawet 3,15 za Koszyk. Niżej raczej zejść nie powinniśmy w tym roku, ale w kolejnym (2008) czekać nas będzie dalszy spadek w kierunku 3,00 Złotego za Koszyk.

3. Kurs Eur/Pln. Tutaj powinniśmy iść w dół nawet w kierunku 3,50-3,60, ale poziomów tych raczej nie pokonamy w roku 2007. Maksymalny wzrost nie powinien zaś przekroczyć poziomu 3,92-3,93.

4. Kurs Usd/Pln. Tutaj będziemy raczej oscylować okolicy 2,85. Nie powinniśmy spaść poniżej 2,65 oraz nie powinniśmy wzrosnąć powyżej 2,95. W takim przedziale 2,65-2,95 rynek może poruszać się nawet kilka razy w ciągu roku, podobnie jak to miało miejsce w roku 2006, gdy kurs oscylował w przedziale 3,00-3,30.

5. Kurs Chf/Pln. Tutaj maksymalny kurs nie powinien przekroczyć poziomu 2,55, zaś minimum oceniam na 2,20. Jeśli więc zbliżymy się w okolice 2,50 warto będzie przewalutować kredyty hipoteczne ze złotowych na nominowane we Franku. Przy spadku zaś do 2,20 warto przewalutować posiadane kredyty frakowe na kredyty złotowe.

6. Kurs Gbp/Pln. Tutaj najtrudniej określić przedział zmienności z uwagi na dużą fluktuację kursu Gbp/Usd, od którego uzależniony jest kurs Funta w Polsce. Sądzę, iż Funt będzie silny podobnie jak Dolar. A to oznacza, iż nie należy się spodziewać spadku poniżej 5,45. Wzrosty zaś nie powinny być większe niż do 6,00. Najbardziej prawdopodobne w mojej ocenie jest utrzymanie się w okolicach 5,65.

Jeśli chodzi o stopy procentowe, to w mojej ocenie czeka nas:

1. Wzrost stóp w Polsce do poziomu 5,00-5,25%,
2. Utrzymanie się stóp w USA na poziomie 5,00-5,25%,
3. Wzrost stóp w Eurolandzie, do poziomu 4,75%,
4. Wzrost stóp w Szwajcarii do 3,50%,
5. Wzrost stóp w Japonii do 1,25%.

Silny Dolar na świecie spowoduje, iż rok 2007 będzie znacznie gorszy niż rok 2006 dla surowców oraz dla rynków akcji w krajach wschodzących – w tym i w Polsce. Póki co, jest dokładnie na odwrót - Dolar ponownie zaczyna tracić na wartości …

Jacek Maliszewski
mail to: JMaliszewski@bgcfx.com ; j.maliszewski@alphafs.com.pl

Przedstawione, w dystrybuowanych raportach, poglądy, oceny i wnioski są wyrazem osobistych poglądów autora i nie mają charakteru rekomendacji do nabycia lub zbycia albo powstrzymania się od dokonania transakcji w odniesieniu do jakichkolwiek walut lub papierów wartościowych. Poglądy te jak i inne treści raportów nie stanowią "rekomendacji" lub "doradztwa" w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Wyłączną odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne, podjęte lub zaniechane na podstawie raportu lub z wykorzystaniem wniosków w nim zawartych, ponosi inwestor. Autor jest również właścicielem majątkowych praw autorskich do raportów. W szczególności zabronione jest kopiowanie, przedrukowywanie, udostępnianie osobom trzecim i rozpowszechnianie raportów w całości lub we fragmentach bez zgody autora. Zgodę taką można uzyskać po prostu pisząc na adres afs@wgt.com.pl