

Komentarz tygodniowy

2007-09-29

Eur/Usd – 4-5 centów korekty?

Tydzień temu wspomniałem, iż: „Z punktu widzenia AT rynek może nadal kontynuować wzrosty, lecz jeśli pojawi się korekta spadkowa, może być dość głęboka i sięgnąć poziomu 1,3700, a nawet 1,3600.”.

Z dzisiejszego punktu widzenia, gdy rynek dotarł tuż pod poziom 1,4300, jestem zmuszony zweryfikować ocenę zasięgu korekty. Jeśli taka korekta zacznie się z obecnego poziomu, spadek nie powinien przekroczyć poziomu 1,3800. Dlaczego tak sądzę? Jako statystyk i ekonometryk patrzę na zachodzące prawidłowości, powtarzalności i analogie. I na podstawie tych obserwacji wyciągam wniosek.

Od 2002 roku mieliśmy siedem małych korekt spadkowych o szerokości 4-5 centów oraz trzy korekty mocne o szerokości 10-15 centów.

Na podstawie różnych prawidłowości mogę postawić tezę, iż najbliższa korekta spadkowa, będzie miała 4-5 centów zasięgu. Jeśli przyjąć założenie, że korekta ta zacznie się z poziomu w okolicach 1,4300, jej zasięg maksymalny można może sięgnąć poziomu 1,3800.

Jeśli korekta zacznie się z wyższego poziomu, jej zakończenie także trzeba będzie wyznaczyć wyżej niż wspomniane 1,3800. Na większą korektę o zasięgu 10-15 centów będzie można liczyć dopiero po zakończeniu roku,

Póki co warto nadal grać na osłabienie Dolara utrzymując krótką pozycję w Dolarach (czyli na przykład długą pozycję Eur/Usd lub krótką pozycję Usd/Pln). Co jakiś czas warto osłonić wypracowany zysk za pomocą opcji PUT na parze Eur/Usd czy też opcją CALL na parze Usd/Pln.

W ten sposób może uda się wycisnąć naprawdę spory zysk, zanim rynek ostatecznie nie rozpocznie silniejszej korekty.

W mojej ocenie właśnie nadszedł czas, by takie opcje PUT ponownie kupić. Aby za takie opcje nie płacić, można wystawić inne opcje – na przykład opcję PUT (z niższym kursem wykonania) z dalszym terminem wygasania. Lub też opcję CALL (z wyższym kursem wykonania).

Teraz podobnie jak tydzień temu spójrzmy na wykres długoterminowy.

Uderzająco podobne do siebie są dwa okresy: okres 1987-1990 oraz bieżący 2004-2007. Wykres świec kwartalnych wskazuje, iż jeśli historia miałaby się powtórzyć, czekać nas powinien teraz wzrost kursu Eur/Usd do końca roku aż do poziomu 1,45-1,46.

Przyjrzyjmy się uważnie wspomnianemu wykresowi. W grudniu 1988 najwyższy poziom notowań to 1,2415. Potem nastąpiła silna korekta, by na koniec 1990 roku kurs ustanowił nowe maksimum znajdujące się na wysokości 1,3500 – czyli o 11 centów wyższe, niż maksimum zanotowane w 1987 roku.

Co ciekawe obydwa szczyty zostały przedzielone silną korektą, podczas której MACD wskazywało na trend spadkowy a oscylator wszedł w strefę wyprzedania dając sygnał dla długoterminowych inwestorów do odnawiania długich pozycji.

Teraz spójrzmy na bieżący okres. W grudniu 2004 rynek ustanowił maksimum 1,3665. Potem nastąpiła silna korekta spadkowa – podobna do tej z roku 1988. MACD kwartalne podobnie jak wtedy, tak i teraz wskazuje na trend rosnący, a oscylator (identycznie jak w 1988 roku) wchodząc w strefę wyprzedania dał sygnał do odnawiania długich pozycji. Teraz przebiliśmy szczyt z 2004 roku.

Jeśli więc obecna fala miałaby sięgnąć poziomu o 11 centów wyższego niż z grudnia 2004, to zakończenie tej fali wzrostowej należałoby wypatrywać w okolicy 1,4750.

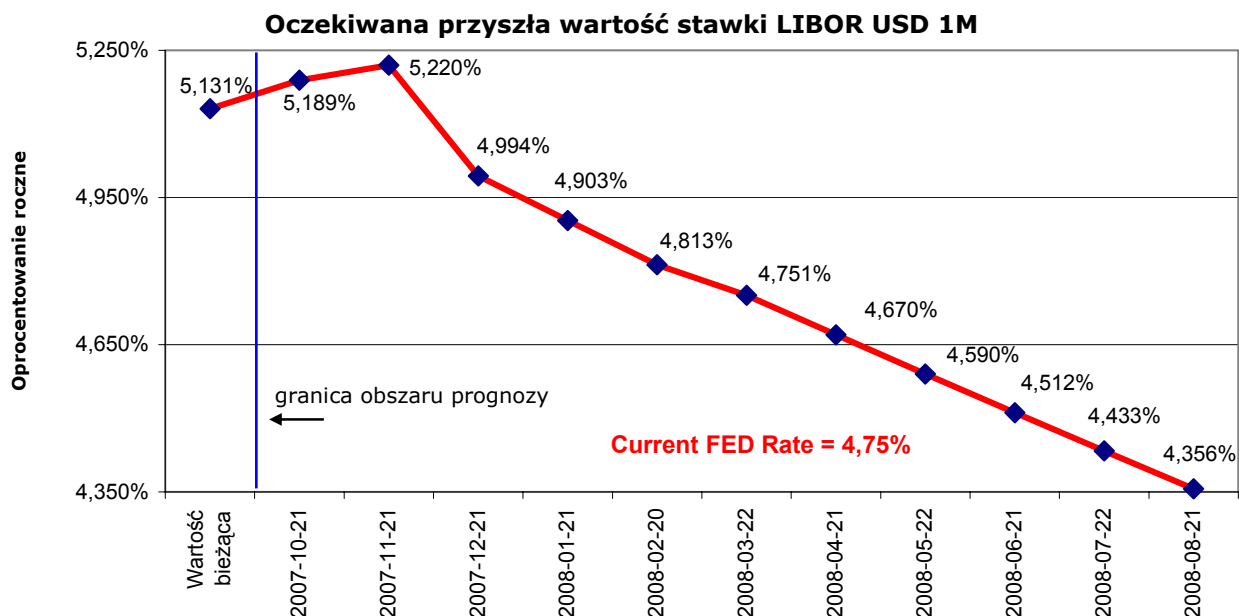
W styczniu 2008 należałoby więc oczekiwać (idąc tą analogią) silnej korekty spadkowej – podobnej do tej z roku 2005. Lecz po niej

powinna pojawić się ostatnia silna fala wzrostowa zakończona gdzieś w okolicach 1,5200



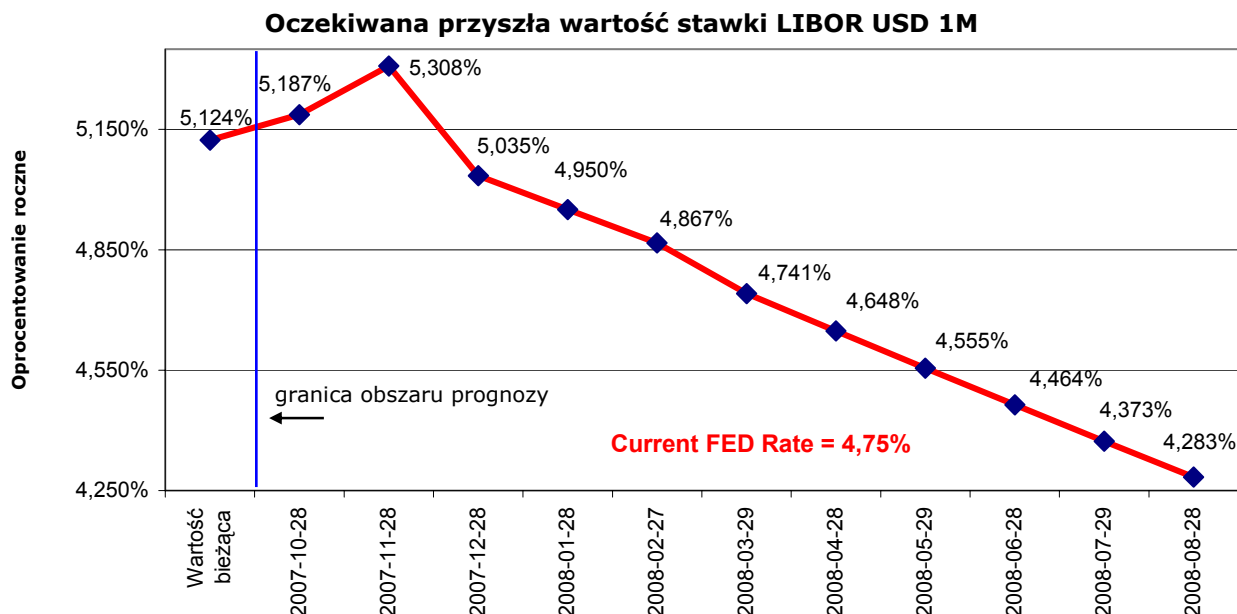


Spójrzmy teraz na oczekiwania uczestników tych dwóch rynków. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp dolarowych (czyli FRA 11x12) osiągnął wartość 4,356%.

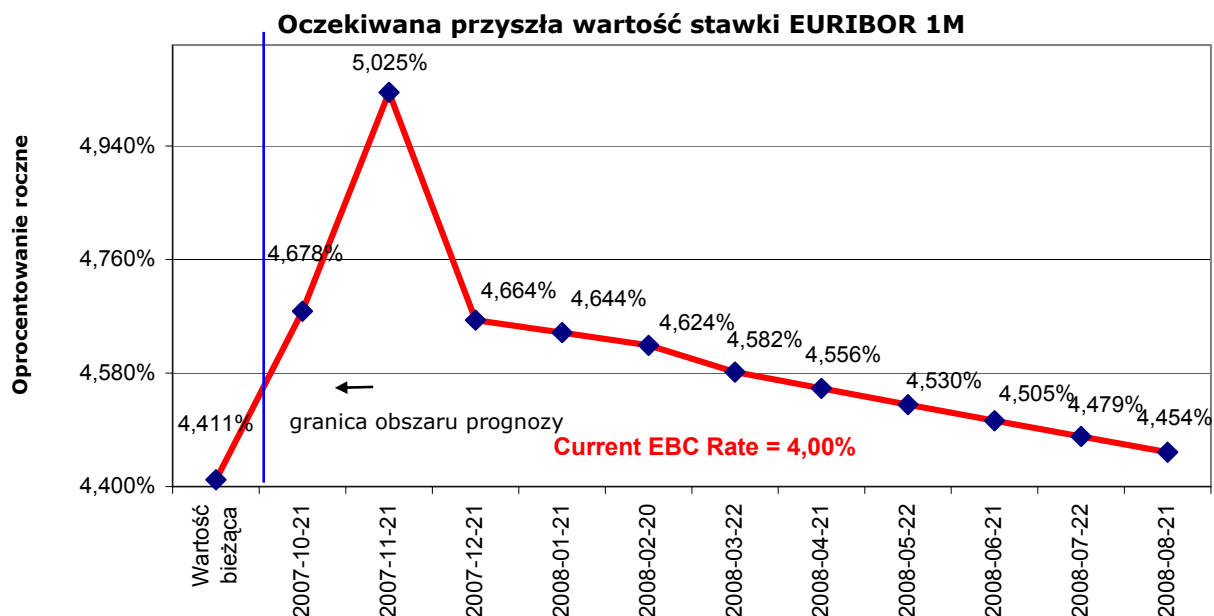


Obecnie (dane z piątku 28 września 2007) prawy kraniec krzywej poszedł w dół o 7,3 punktu bazowego, czyli do poziomu 4,283%. Na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy uczestnicy rynku spodziewają się jeszcze dwóch obniżek stóp procentowych z poziomu 4,75% do 4,25%.

Co ciekawe pomimo obniżenia przez FOMC stop procentowych, rynkowe stawki nadal utrzymywane są na bardzo wysokim poziomie – prawie 50 punktów powyżej stawki FED Rate. Świadczy to o utrzymującej się niskiej płynności pieniądza nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale również w Eurolandzie (tutaj sytuacja jest bowiem podobna – patrz poniższe wykresy).

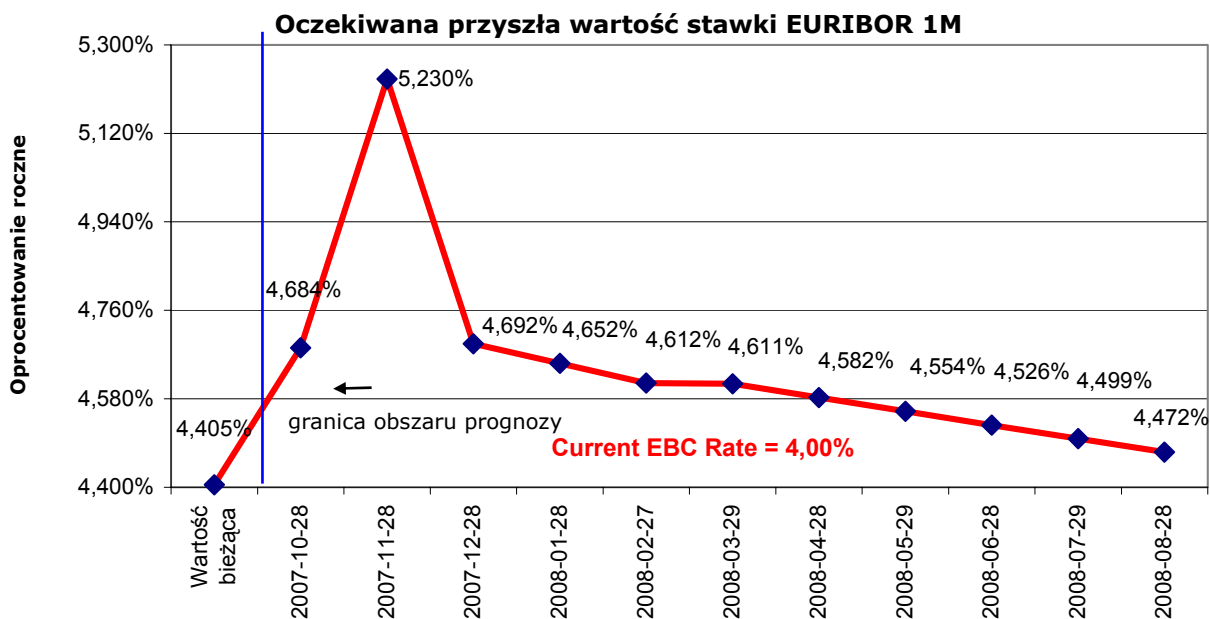


Spójrzmy teraz na dynamikę krótkich stóp terminowych dla Euro. Prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp Euro wzrósł z 4,454% tydzień temu

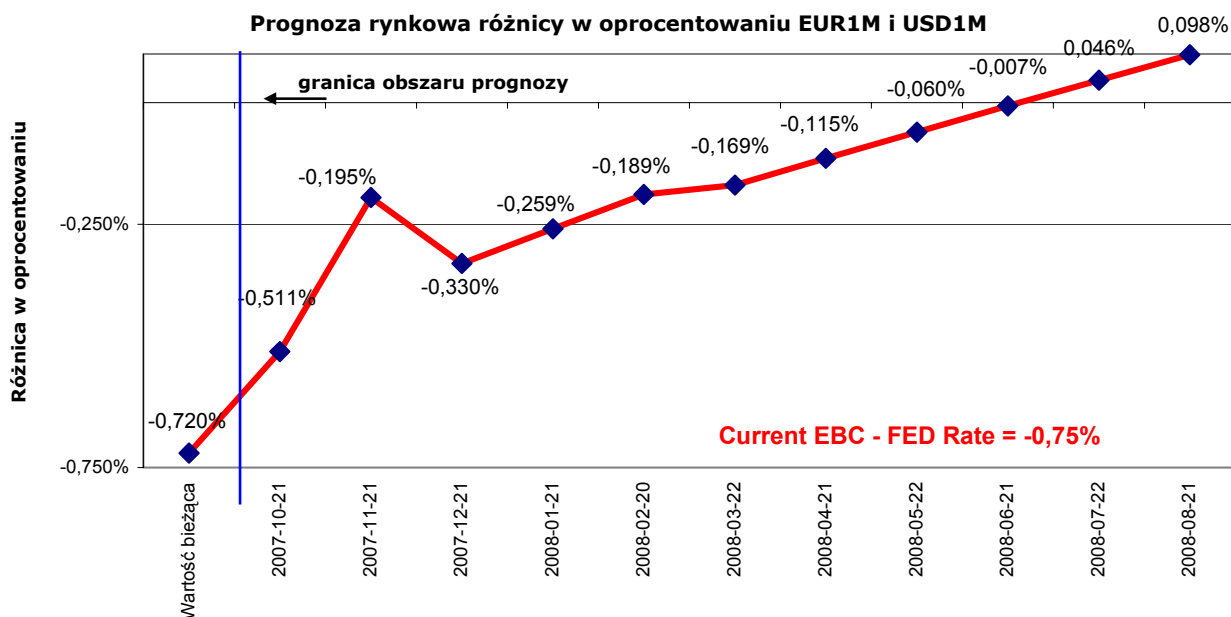


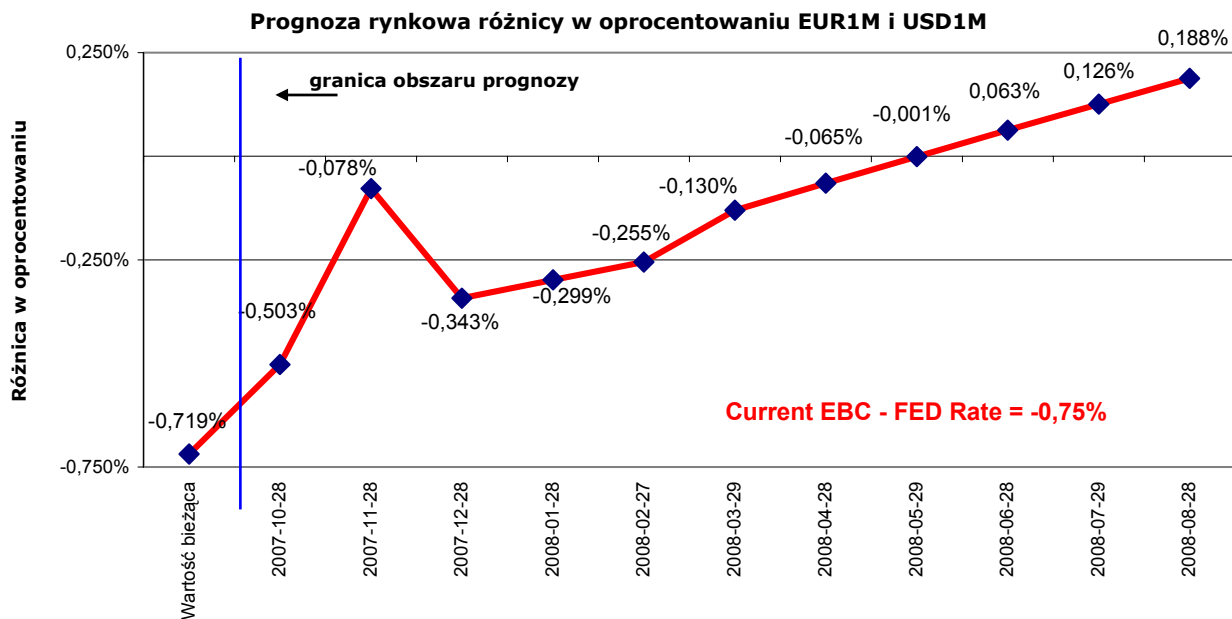
do poziomu 4,472% obecnie, czyli o 1,8 punktów bazowych. Oznacza to, iż uczestnicy tego rynku spodziewają się maksymalnie dwóch podwyżek stóp procentowych w wykonaniu EBC – do poziomu

4,50% - w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Co ciekawe stawki rynkowe utrzymują się na jeszcze wyższym poziomie (w porównaniu do stopy EBC Rate) niż w Stanach Zjednoczonych. W Eurolandzie bowiem stawki rynkowe utrzymują się prawie 100 punktów powyżej EBC Rate. Płynność sektora bankowego w Europie jest jeszcze gorsza niż w USA. Czyżbyśmy wkrótce dowiedzieli się o jakimś „trupie w szafie” przechowywanym w Deutsche Banku, czy też innym dużym banku europejskim? Gdyby tak się stało, odwrót od Euro mógłby być równie silny, jak niedawny odwrót od Dolara oraz od Funta. Radzę zachować więc czujność – stąd sugestia o zakupie opcji PUT Eur/Usd lub/i opcji CALL Usd/Pln



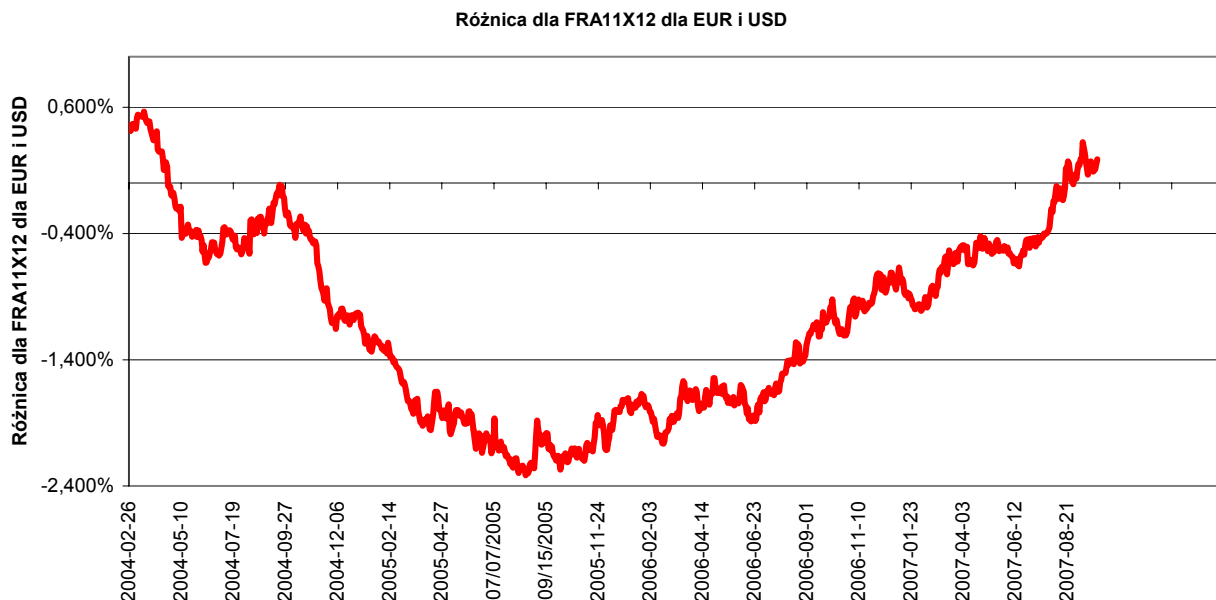
Spójrzmy teraz na wykres obrazujący różnicę pomiędzy terminowymi stopami procentowymi dla Euro i Dolara. Prawy kraniec tej krzywej przesunął się w górę o 9,0 punktów bazowych (z +0,098% do +0,188%).



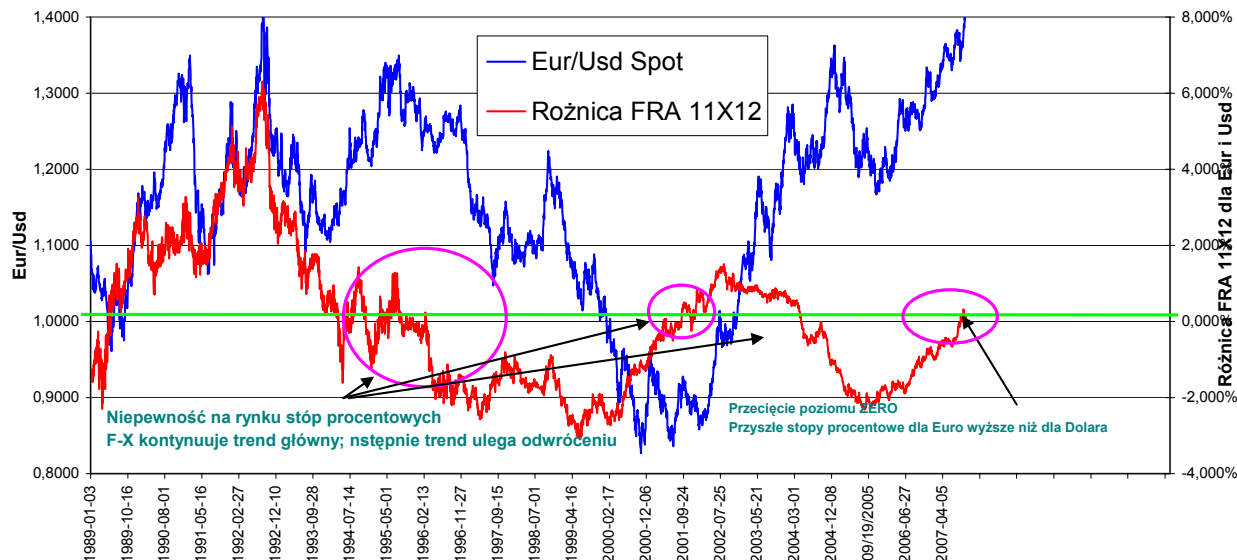


Na zamieszczonym poniżej wykresie możemy zobaczyć dynamikę prawego krańca krzywej z poprzedniego wykresu. Na kolejnym zaś wykresie przedstawiłem to samo w dłuższym horyzoncie. Jeśli krzywa zaznaczona na czerwono na poniższych wykresach na trwałe

wyjdzie ponad poziom ZERO (czyli stopy terminowe dla Euro staną się wyższe niż stopy terminowe dla Dolara), coraz trudniej będzie myśleć o powrocie silnego Dolara, jakim był on sześć lat temu.



Kurs Eur/Usd na tle różnicy FRA 11X12 dla Eur i Usd



Koszyk/Pln – w kierunku 3,15

Diagnoza:

Kurs Koszyka, po przebicciu wsparcia znajdującego się na wysokości 3,23, kontynuuje marsz „na południe”. Złoty staje się coraz silniejszy i to pomimo utrzymującego się napięcia na zagranicznych rynkach finansowych oraz trwającej kampanii wyborczej w Polsce. Spora grupa uczestników naszego rynku walutowego nadal jest mocno przeświadczona, iż poziom 3,74 Złotego za Euro nie zostanie pokonany, co skłania ich do spekulacyjnego zakupu Euro. Tylko dzięki temu utrzymujemy się nadal powyżej wspomnianego wsparcia. Sprzedający walutę myślą podobnie, wstrzymując się z przeprowadzaniem transakcji w oczekiwaniu na „wyborczą korektę”. Nawis podażowy więc narasta z każdym dniem. Jeśli w październiku nie wystąpi oczekiwana przez wielu korekta, tempo umocnienia Złotego w listopadzie i grudniu może być więc piorunujące!

Być może eksporterzy, którzy nadal nie pozabezpieczali swych przychodów, mają obecnie ostatnią ku temu szansę. Eksporterzy dolarowi oraz mający przychody w Funtach jeszcze niedawno mieli podobne szanse. Jedni te szanse wykorzystali, inni tych szans nie wykorzystali i dziś w nerwowej atmosferze wypatrują zakończenia fali spadkowej.

Zalecenia:

1. Krótkoterminowo:
 - ✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla eksporterów – eksporterzy już dawno pozabezpieczali swe przychody spodziewane do końca roku. Teraz ewentualną ostatnią w tym roku korektę (jaka może się pojawić do połowy października) warto będzie wykorzystać do zabezpieczenia swych przychodów spodziewanych w pierwszym kwartale nowego roku.
 - ✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla importerów – importerzy powinni mieć zabezpieczenia tylko na wrzesień i październik. Listopad i grudzień celowo pozostawiamy niezabezpieczony. Jest bowiem spora szansa na to, by w ostatnich tygodniach roku kupować walutę po coraz niższych cenach.
2. Długoterminowo:
 - ✓ Oszczędności. W dalszym ciągu utrzymujemy w portfelach Złote.
 - ✓ Kredyty. Ostatnie gwałtowne umocnienie Yena oraz jednocześnie osłabienie Złotego było doskonałą

okazją do przewalutowania kredytów złotych na kredyty nominowane w

Yenach japońskich.

Niebezpieczeństwo odwrócenia trendu dla Złotego (o którym wspominałem w kilku poprzednich raportach), zostało definitywnie oddalone. Kolejnej silniejszej korekty osłabienia naszej waluty możemy się teraz spodziewać dopiero w okresie kwiecień-czerwiec. Ale zanim taka nerwowa atmosfera się pojawi, Złoty może osiągnąć abstrakcyjne poziomy wyceny. Kurs Koszyka może spaść nawet do poziomu 3 Złotych, Kurs Dolara do 2,45, Euro do 3,60, a Funta do 4,90.

Eksporterzy powinni mieć świadomość takiego ryzyka i zabezpieczać się ilekroć na rynku pojawi się korekta osłabiająca naszą walutę krajową.

Warto przypomnieć, iż w tym roku w Polsce mieliśmy wyjątkowy urodzaj zbóż. Na zachodzie Europy w tym samym czasie mieliśmy zaś wielki nieurodzaj. W efekcie tego ceny zbóż na rynku światowym gwałtownie poszły w górę, a nasi eksporterzy skorzystali z okazji, by zarobić na tym krocie.

W listopadzie zacznie się spływ płatności od zagranicznych odbiorców.

Ponadto na umocnienie Złotego coraz większy wpływ mają Polacy pracujący za granicą, którzy przesyłają część swych wynagrodzeń do swych rodzin w Polsce. Według najnowszych szacunków NBP, średniomiesięczne przepływy dewizowe od Polaków pracujących za granicą wzrosły do około 2 miliardów Euro. Zjawisko to przybiera na sile tempem około 60 milionów Euro na miesiąc. Gdyby więc dynamika ta została utrzymana przez najbliższy rok, w 2008 roku miesięczny strumień gotówki przesyłanej z zagranicy przez Polaków do swych rodzin mógłby osiągnąć poziom 3 miliardów Euro miesięcznie. Byłoby to pięciokrotnie więcej niż wszystkie fundusze unijne razem wzięte.

Wszystko wskazuje więc na to, iż Złoty na przestrzeni kilku lat będzie coraz silniejszy. Pamiętajmy jednak, iż nawet w najsilniejszym trendzie, co jakiś czas pojawiają się korekty. Przyszłoroczna korekta wiosenna może mieć dużo większy zasięg niż to miało miejsce w tym roku. Spodziewam się, iż po osiągnięciu dna, Koszyk może podskoczyć w górę nawet o 30 groszy!



Spójrzmy na wykres świec tygodniowych. Po spadku kursu Koszyka poniżej dołka z lipca, zmianie uległ obraz sytuacji. Ponownie poruszamy się w dół w obrębie opadającego KLINA, którego ramiona schodzą się ze sobą dopiero na wysokości 3,00.

Cały czas wypełnia nam się spadek wynikający z formacji DIAMENTU. Minimalny zasięg spadku, to 3,15.



	Kurs bieżący (bid)	3,2100	3,7741	2,6459	2,2710	5,4040
Poziom Eur/Usd - constans	1,4264	Koszyk	Eur/Pln	Usd/Pln	Chf/Pln	Gbp/Pln
Eksport	Trzeci poziom oporu (bid)	3,3100	3,8917	2,7283	2,3417	5,5723
	Drugi poziom oporu (bid)	3,2600	3,8329	2,6871	2,3064	5,4882
	Pierwszy poziom oporu (bid)	3,2300	3,7976	2,6624	2,2851	5,4377
Import	Pierwszy poziom wsparcia (bid)	3,1770	3,7353	2,6187	2,2477	5,3484
	Drugi poziom wsparcia (bid)	3,1500	3,7036	2,5964	2,2286	5,3030
	Trzeci poziom wsparcia (bid)	3,0650	3,6036	2,5264	2,1684	5,1599

Oznaczenia poziomów wsparć i oporów jako horyzont zabezpieczeń:

Import:

Pierwszy poziom wsparcia - zabezpieczenie na 1 miesiąc płatności

Drugi poziom wsparcia - zabezpieczenie na 2 miesiące płatności

Trzeci poziom wsparcia - zabezpieczenie na 3 miesiące płatności

Eksport:

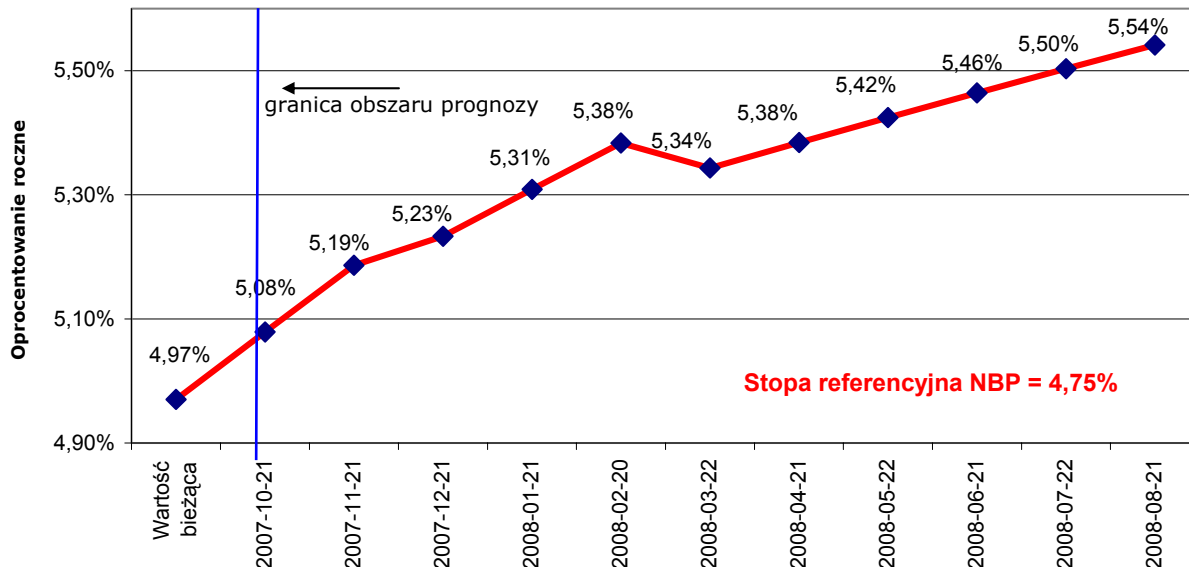
Pierwszy poziom oporu - zabezpieczenie na 4 miesiące przychodów

Drugi poziom oporu - zabezpieczenie na 12 miesięcy przychodów

Trzeci poziom oporu - zabezpieczenie na 18 miesięcy przychodów

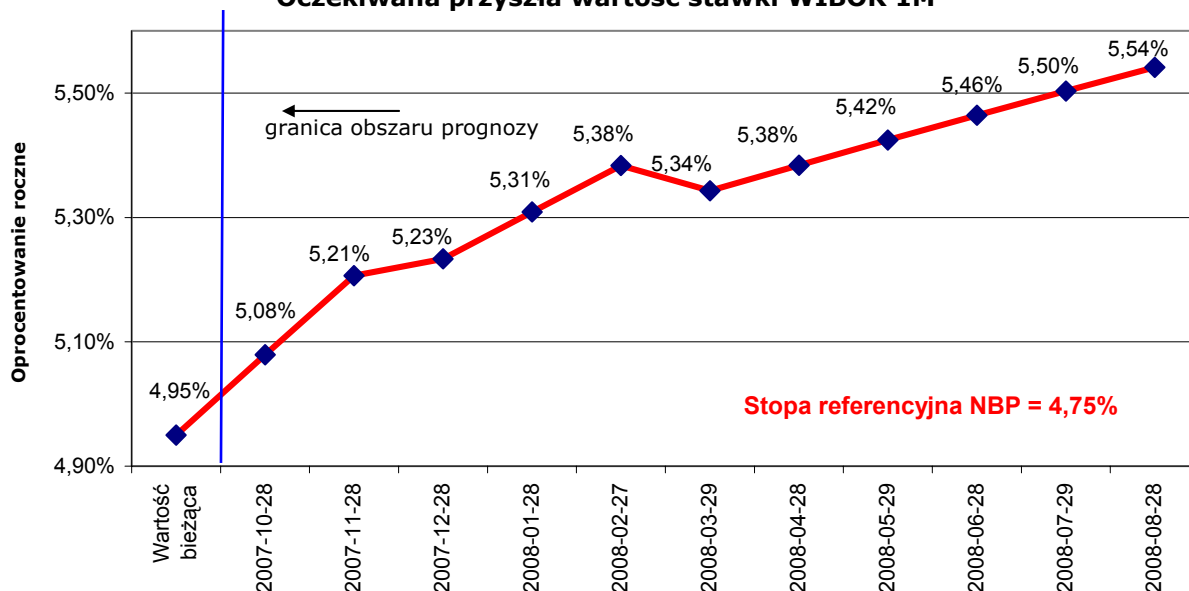
Zerknijmy teraz na rynek lokat międzybankowych. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD (FRA 11X12) znajdował się na poziomie 5,54%

Oczekiwana przyszła wartość stawki WIBOR 1M



Natomiast w piątek 28 września utrzymał poziom 5,54%. 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 zakładają dalsze podwyżki stóp o 75 punktów (do poziomu 5,50%) w ciągu nadchodzącego roku.

Oczekiwana przyszła wartość stawki WIBOR 1M

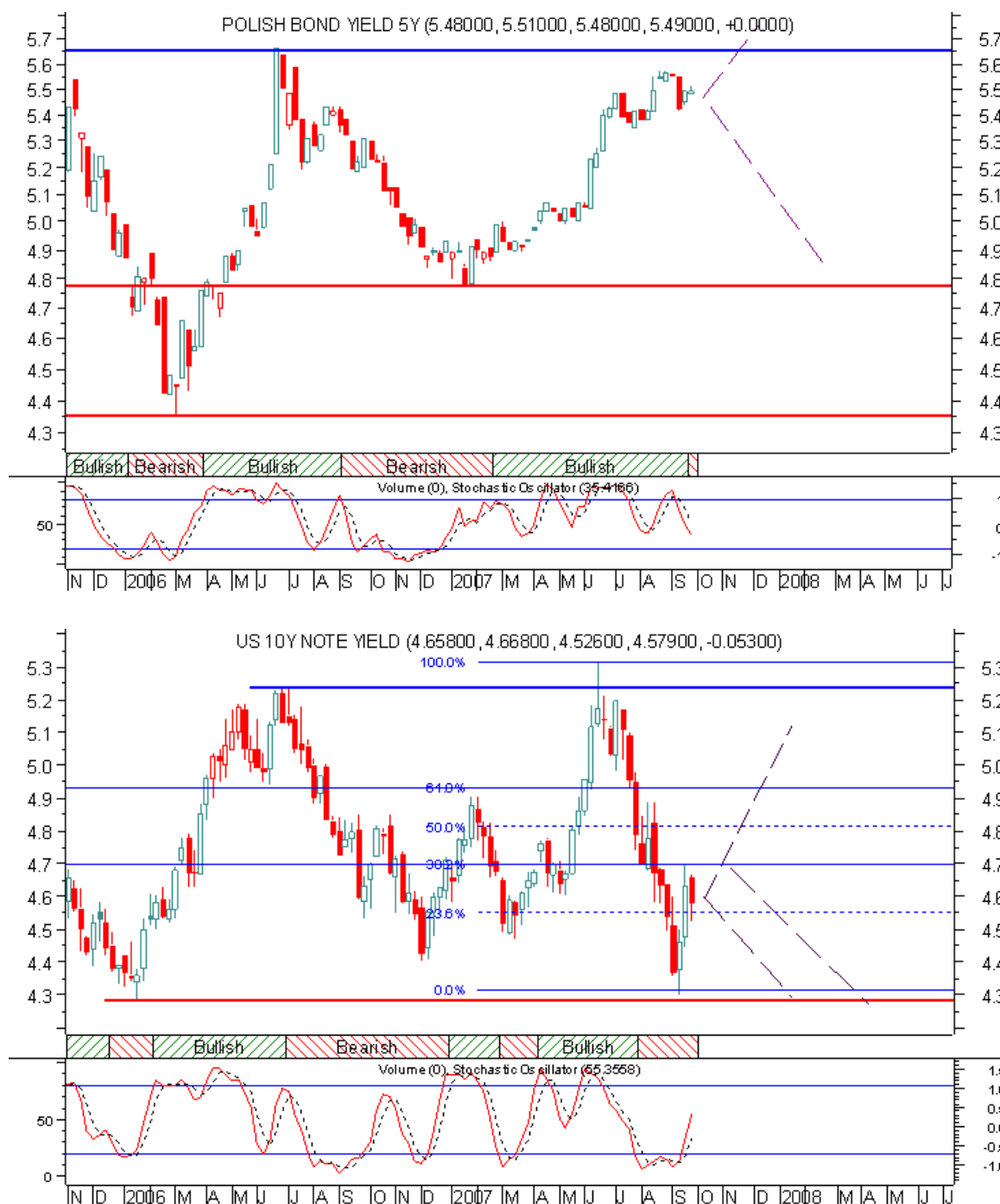


Na rynku polskich obligacji ceny ustabilizowały się, a rentowność 5-letnich obligacji oscyluje w okolicy 5,50%.

Powinniśmy przyjąć założenie, iż na rynku pojawił się trend horyzontalny o szerokości 4,80-5,70%. Po raz pierwszy od lutego

bieżącego roku MACD wskazuje na trend spadku rentowności – czyli wzrostu cen obligacji. Taki stan rzeczy może być sygnałem dla inwestorów o dłuższym horyzoncie inwestycyjnym, do odnawiania oraz powiększania swych portfeli obligacyjnych. Dla zagranicznych inwestorów, którzy jakiś czas temu zredukowali swoje portfele w Polsce, jest to sygnał do powrotu na Polski rynek.

Na rynku amerykańskich obligacji po dwóch tygodniach spadku cen (wzrostu rentowności), ceny ponownie zaczęły rosnąć. Korekta dotarła więc jedynie do pierwszego zniesienia Fibonacciego (38,2%). Teraz czekać nas powinien ponowny ruch w kierunku 4,30%.



Eur/Pln – w kierunku 3,74

Od trzech tygodni wspominam: „Pamiętać należy, iż w razie wyłamania się konsolidacji 3,74-3,86, rynek z wysokim prawdopodobieństwem wykona 12-groszowy ruch zgodny z kierunkiem wybicia. Będzie to więc albo wzrost w okolice 3,98 (w przypadku wyjścia górą z konsolidacji) lub spadek do 3,62 w przypadku wyłamania się z tej konsolidacji dołem. Tak bowiem zachowują się rynki finansowe pod względem statystycznym. Warto o tym pamiętać.”.

Dwa tygodnie temu zaś dodałem, iż: „Widząc determinację posiadaczy walut do ich pozbywania się jestem skłonny zawęzić szerokość konsolidacji do 3,74-3,80. Każde zejście w kierunku dolnego ograniczenia konsolidacji będzie dla importerów sygnałem do powiększenia swych zabezpieczeń do dwóch miesięcy wprzód (patrz załączona tabela w części dotyczącej Koszyka).”.

Dziś opór techniczny umiejscawiam jeszcze niżej – bo na poziomie 3,78.

Z punktu widzenia AT właśnie pojawił się sygnał do otwierania krótkich pozycji spekulacyjnych. MACD dzienne wskazuje bowiem na trend spadkowy, a oscylator

wszedł w strefę wykupienia i jest to pierwsza korekta po zmienia trendu ze wzrostowego na spadkowy. Eksporterzy mogą więc teraz wystawiać dodatkowe opcje CALL 3,78 z jednomiesięcznym terminem wygasania otrzymując 2-3 grosze premii z tego tytułu. Nie namawiam rzecz jasna do spekulacji. Jedynie informuję o nadarzającej się ku temu okazji.

Zgodnie z zasadą podkreślaną przeze mnie przy każdej okazji mówiącą, iż zabezpieczać się **TRZEBA**, a odbezpieczać się (czyli spekulować) **MOŻNA**.

Gdyby w nadchodzących tygodniach kurs Euro spadł poniżej 3,74, wróć obawy eksporterów posiadających tak zwane opcje binarne. Opcje te przestają chronić przed spadkiem, jeśli osiągnięty zostanie określony niski poziom notowań. Przypominam wszystkim, którzy takie dziurawe zabezpieczenia posiadają, by nałożyć na nie odwrócony korytarz, jako łatę. Dziś jeszcze takie transakcje mają sens. Jeśli jednak spadniemy poniżej 3,73, uchronienie się przed katastrofą będzie prawie niemożliwe.





Usd/Pln – na koniec roku 2,50?

Od kilku tygodni przypominam, iż miesiąc temu ostatni spóźnialscy zabezpieczyli się do końca roku po cenie 2,8600. Celowo podkreślam słowo „spóźnialscy”, gdyż po raz pierwszy sygnał do zabezpieczenia się na cały 2007 rok pojawił się w styczniu przy cenie 3,05-3,06. Wtedy to przeprowadziliśmy transakcje na cały rok na przód dla naszych najbardziej przezornych Klientów.

Na początku czerwca pojawiła się druga okazja dla lekko spóźnionych. Wtedy to po cenie 2,89-2,90 zabezpieczaliśmy nowych Klientów, a starzy Klienci (którzy zrobili transakcje w styczniu po cenie o 15 groszy wyższej) otworzyli jedynie nieco „nadmiarowych zabezpieczeń” z myślą o ich spekulacyjnym odsprzedaniu w razie pojawienia się fali spadkowej (te nadmiarowe zabezpieczenia zamykaliśmy po cenie 2,7500 – czyli z 14 groszowym zyskiem).

Wreszcie w sierpniu pojawiła się trzecia okazja dla spóźnialskich do zabezpieczenia

się po cenie 2,8600. Nowych Klientów zabezpieczaliśmy po tej cenie, a starzy po raz kolejny otworzyli „nadmiarowe zabezpieczenia” z myślą o ich zamknięciu z zyskiem. Pozycje te ochroniliśmy za pomocą październikowych opcji CALL 2,72, za które zapłaciliśmy nie gotówką, lecz dzięki wystawieniu grudniowych opcji CALL 2,80 o podwójnym nominale.

W ten sposób ewentualna korekta wzrostowa nie odbierze nam wypracowanych zysków z zabezpieczeń.

Tydzień temu dodałem jeszcze, iż: „Teraz dalszy plan postępowania to oczekiwanie na spadek kursu Usd/Pln w okolice 2,64. Jeśli taki spadek się pojawi, warto będzie odkupić połowę wystawionych grudniowych opcji CALL 2,80 i w ich miejsce wystawić grudniowe opcje PUT 2,48. Dzięki temu zapłacona premia za odkup opcji CALL zostanie pokryta z wystawionych opcji PUT 2,48. Ryzyko wystawionych opcji zostanie więc

rozproszone, gdyż rynek nie będzie mógł być jednocześnie powyżej 2,80 i poniżej 2,48.”.

Pod koniec piątkowych notowań (późnym wieczorem) kurs Dolara spadł właśnie do wspomnianego poziomu 2,6400 ask. Jeśli więc mamy trzymać się przyjętego planu działania, powinniśmy teraz odkupić połowę wystawionych grudniowych opcji CALL 2,80 i w to miejsce wystawić grudniowe PUT 2,48. Transakcja będzie zero-kosztowa z punktu widzenia wartości otrzymanej i zapłaconej premii za opcje.

Wystawiona opcja PUT 2,48 oznacza, iż w razie spadku kursu Usd/Pln w grudniu, opcja wejdzie w cenę zamykając jednocześnie nasze krótkie pozycje futures utrzymywane od poziomu 2,86. W mojej ocenie taka transakcja jest jak najbardziej racjonalna.

Ponadto tydzień temu wspomniałem jeszcze, iż: „Uderzające jest podobieństwo obecnej sytuacji do tej z początku czerwca – zaznaczyłem to na wykresie dwiema elipsami. Jeśli scenariusz nadal będzie się realizować zgodnie z planem, czekać nas teraz powinien

spadek w okolicie 2,66-2,67. Jeśli na tej wysokości rynek zacznie się konsolidować tak, jak to miało miejsce w lipcu, możliwe jest mocniejsze wybiecie w górę nawet w okolicie 2,76-2,77.”.

Akapit niżej dodałem wtedy, iż: „Z drugiej strony pamiętajmy, iż może nam się zrealizować inna prawidłowość – według tej prawidłowości, po ustaleniu podwójnego szczytu kurs Dolara spada o 30 groszy jednym ciągiem bez korekty. Gdyby ten scenariusz miał się teraz realizować, to dna moglibyśmy upatrywać dopiero w okolicach 2,56.”.

Sytuacja jest więc dość interesująca. Ruch w kierunku 2,56 wydaje się być obecnie najbardziej prawdopodobny. Spekulacyjnie można więc nadal utrzymywać krótkie pozycje (czyli importerzy nie muszą się spieszyć z przeprowadzaniem kolejnych transakcji zabezpieczających, które zamknęłyby spekulację). Transakcje dla eksporterów – odkup opcji CALL i wystawienie PUT – warto jednak przeprowadzić.





Gbp/Pln – szansa na korektę do 5,48

Stało się to, przed czym przestrzegałem eksporterów mających przychody w Funtach. Na fali wyprzedaży waluty brytyjskiej na rynkach światowych (co związane było z problemami banku Northern Rock udzielającego kredytów hipotecznych), kurs Funtów w Polsce spadł poniżej bardzo ważnego poziomu 5,48. Teraz najprawdopodobniej zacznie się realizować formacja potrójnego szczytu (szczyty na poziomie 6,00 z linią szyi na poziomie 5,48). Statystyki podpowiadają nam, iż w takich sytuacjach zasięg spadku, po przełamaniu linii szyi jest zwykle równy wysokości formacji. W naszym przypadku byłby to więc spadek w okolice 4,90.

Eksporterzy, którzy parę miesięcy temu zabezpieczyli się korytarzem 5,80-6,00 nie zwracają sobie rzecz jasna głowy obecnymi wahaniami kursu. Mają bowiem do końca roku zagwarantowany kurs 5,80 z szansą na 6,00. Wszelkie korekty wzrostowe wykorzystują do otwarcia nadmiarowych spekulacyjnych krótkich pozycji z myślą o ich zamknięciu po mocnym spadku i do zrealizowania zysku. I zgodnie z tą strategią postępujemy.

Eksporterzy, którzy nie posiadają zabezpieczenia w postaci korytarza 5,80-6,00 wykorzystali ostatnie wzrosty w okolicie 5,70 do zabezpieczenia się korytarzem 5,50-5,90. W ten sposób mogą teraz spokojnie przeczekać obecny spadek kursu poniżej 5,50. Ten kurs bowiem będzie teraz gwarantem spokoju. Nie odebraliśmy sobie rzecz jasna szansy sprzedania Funtów nawet po cenie 5,90 – jeśli tylko rynek stworzy nam taką okazję (w co wątpię), wykorzystamy to. Ale 5,50 mamy już w kieszeni w najgorszym razie.

Warto zwrócić uwagę na kształt wykresu Gbp/Usd przedstawionego pod koniec raportu sprzed kilku tygodni. Wykres świec kwartalnych wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo rozpoczęcia silnej fali spadkowej. Pamiętać należy, iż sygnały oparte o świece kwartalne mogą mieć nawet półroczne wyprzedzenie. Być może więc zanim dojdzie do takiego spadku kursu Funt-Dolar, czekać nas będzie jeszcze do grudnia ruch na rekordy powyżej 2,10!

Teraz ewentualna korekta wzrostowa nie powinna przekroczyć poziomu 5,48-5,50. Gdyby taki podskok się pojawił, warto

zastanowienia będzie spekulacyjny zakup opcji PUT 5,36 wygasających w grudniu z jednoczesnym wystawieniem grudniowych opcji CALL 5,56. Dzięki temu transakcja będzie zero-kosztowa. Jeśli na koniec roku kurs Funt spadnie poniżej 5,00, zanotujemy pokaźny 36 groszowy zysk z otwartych pozycji.

Korekta wzrostowa powoli nabiera tempa. Warto zwrócić uwagę, iż MACD dzienne pokazuje trend spadkowy (Bearish), a oscylator zmierza w kierunku strefy wykupienia. Gdy oscylator osiągnie tę strefę, będziemy mieli silny sygnał do sprzedawania Funtów.

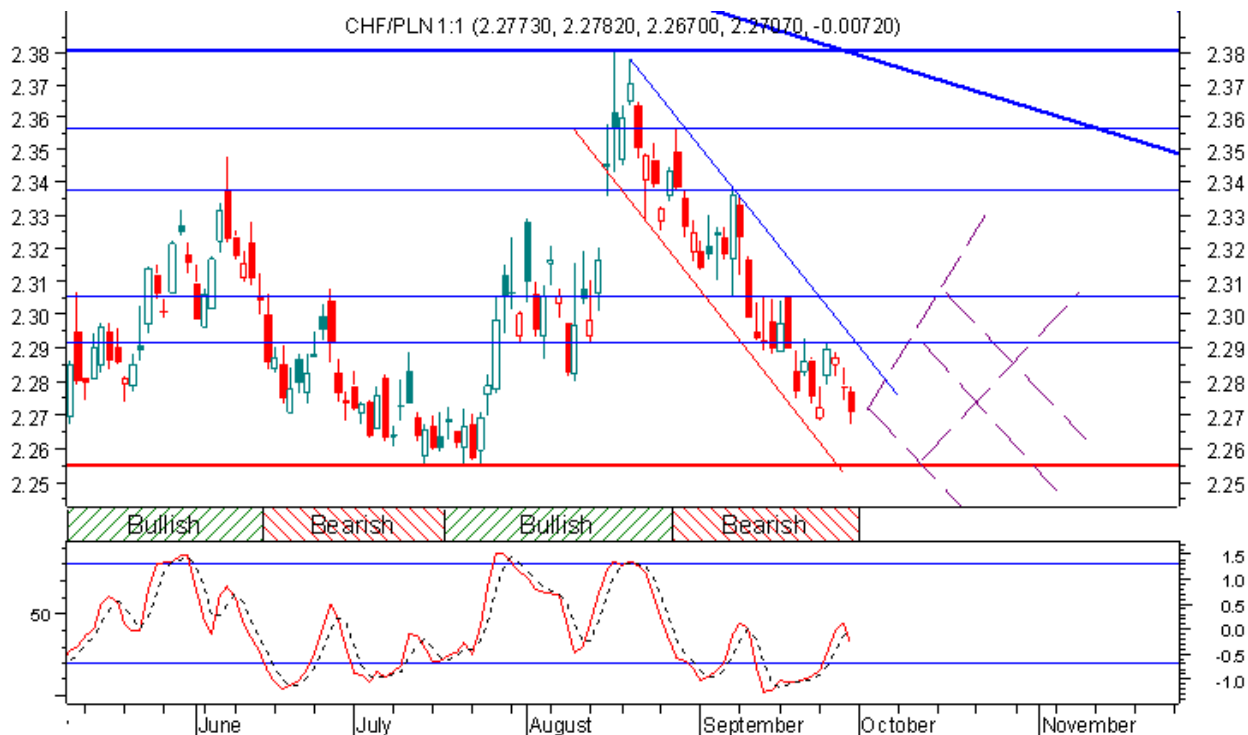
Bądźmy więc przygotowani do działania.



Chf/Pln – w kierunku 2,25

Kurs Chf/Pln porusza się w obrębie opadającego kanału. Najbliższe wsparcie

znajduje się na wysokości 2,2550, zaś opór na wysokości 2,2900 oraz 2,3050.



POZOSTAŁE RYNKI – powiązania między 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	BUY	BUY	BUY	4	0	4	1
USD	SELL		BUY	SELL	BUY	2	2	0	3
GBP	SELL	SELL		SELL	BUY	1	3	-2	4
CHF	SELL	BUY	BUY		BUY	3	1	2	2
JPY	SELL	SELL	SELL	SELL		0	4	-4	5

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

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	BUY	BUY	4	0	4	1
USD	SELL		SELL	SELL	BUY	1	3	-2	4
GBP	SELL	BUY		SELL	BUY	2	2	0	3
CHF	SELL	BUY	BUY		BUY	3	1	2	2
JPY	SELL	SELL	SELL	SELL		0	4	-4	5

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

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** (z poziomu żółtego na zielony) dla trendu krótkoterminowego. Oznacza to, iż inwestorzy krótkoterminowi powinni teraz transakcje przeprowadzać rzadziej, z większym lewarem, węższym stop-loss, szerszym take-profit. W krótkim terminie w chwili obecnej preferowane długie pozycje otwierane podczas płytkich korekt spadkowych (1,4100?). ktoś posiada długą pozycję otwartą po cenie 1,3560, warto ochronić ją opcjami PUT, lecz długie pozycje futures nadal trzymać. Jest bowiem szansa na dalszy ruch w kierunku 1,45 bez żadnej korekty.

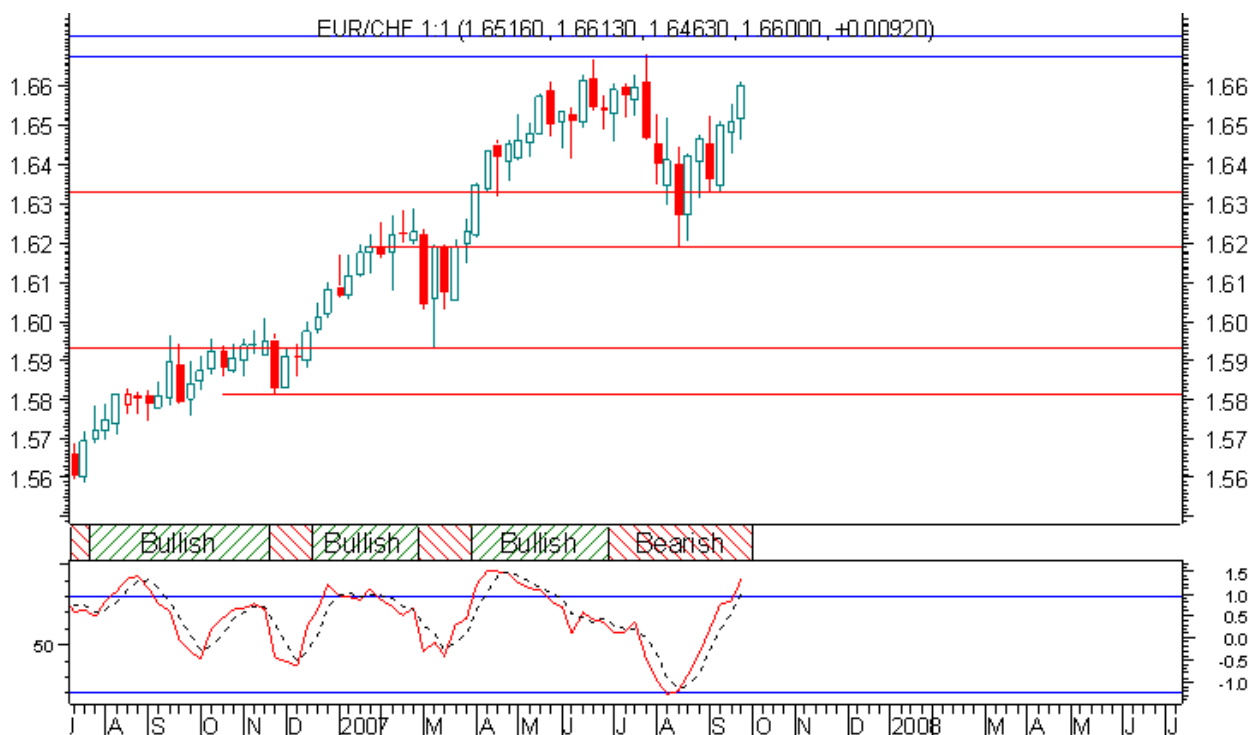
Dla trendu średnioterminowego poziom szumu trzymał się na wcześniejszym poziomie (niebieski). Przy średnioterminowej spekulacji transakcje powinno się więc wykonywać bardzo często, z bardzo małym lewarem, bardzo szerokim stop-loss oraz bardzo wąskim take-profit. W średnim terminie w chwili obecnej preferowane długie pozycje otwierane podczas głębokich korekt spadkowych (1,3700?).

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

Wróćmy teraz do klasycznej jednowymiarowej AT.

Wartą uwagi parą jest Euro-Frank. Na wykresie świec tygodniowych zbliża nam się sygnał do otwierania krótkich pozycji spekulacyjnych. MACD wskazuje bowiem na

trend spadkowy, a oscylator wszedł w strefę wykupienia i jest to pierwsza korekta wzrostowa po zmianie kierunku trendu ze wzrostowego na spadkowy. Przy cenie 1,6600 można więc zaryzykować otwarcie krótkiej pozycji z linią obrony znajdującą się tuż powyżej ostatniego szczytu.



Na parze Eur/Jpy sytuacja jest identyczna. MACD tygodniowe wskazuje na trend spadkowy, a oscylator wszedł do strefy wykupienia i jest to pierwsza korekta wzrostowa po zmianie kierunku trendu ze wzrostowego na spadkowy. Krótkie pozycje otwierane po cenach z okolic 165 powinny być dość bezpieczna inwestycją.



Ciekawie wygląda też para Gbp/Chf. Tutaj na wykresie świec dziennych zbliżamy się do pojawienia się sygnału krótkich pozycji. Opór techniczny 2,3850 zdaje się potwierdzać, iż po tej cenie warto sprzedać Funta i kupić za to Franka.



Podobna sytuacja (tyle że na wykresie świec tygodniowych) występuje na parze Frank-Yen. Tutaj już za tydzień pojawi się sygnał do sprzedawania Franków na rzecz Yenów.



Gdyby wszystkie powyższe sygnały okazały się wiarygodne, czekałby nas ponowny powrót inwestorów do walut niskoprocentowych – czyli najpierw odkup sprzedanych wcześniej Franków, a następnie odkup Yenów.

Na rynku Złota na wykresie świec tygodniowych przełamane zostało maksimum z maja 2006. Rynek idzie teraz w kierunku rekordu wszechczasów zanotowanego w 1980 roku.





Pora na rynek miedzi. MACD tygodniowe wskazuje na trend spadkowy, a oscylator

wszedł do strefy wykupienia. Przy cenie z okolic 380 warto otwierać krótkie pozycje.



Rynek ropy. Po przełamaniu szczytu z sierpnia 2006, otworzyła się droga do

dalszego wzrostu ceny ropy – nawet okolice 100 Dolarów za baryłkę.



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 wygasły 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 resztkę 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 zdecydowali 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 korytarza 2,90-3,10, które zostały później przedstawione 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 korytarza 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 korytarza 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 korytarza 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 najwyższy 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 zamknięciu 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 osiągnęto zysk w wysokości 10 groszy

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

Data spot
Kurs spot
Pkt SWAP 1 dzień

2006-07-03
4,0700
0,6

Zabezpieczenie rocznego planu finansowego

Eksporter EUR

4,21

4,20

4,19

-CALL

4,18

4,097

4,091

4,086

4,080

4,070

+PUT

3,96

3,96

3,96

3,96

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. Zaczniemy od najważniejszego kursu jakim jest Eur/Usd.

Spodziewam się, iż w końcówce roku 2007 Dolar będzie ponownie słaby, czyli kurs Eur/Usd po raz kolejny ustanowi rekord notowań – nawet w okolicach 1,4700.

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 3,60-3,65, 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 złotych na nominowane we Franku. Przy spadku zaś do 2,20 warto przewalutować posiadane kredyty frankowe na kredyty złote.

6. Kurs Gbp/Pln. Tutaj najtrudniej określić przedział zmienności z uwagi na dużą fluktuację kursu Gbp/Usd, od którego uzależniony jest kurs Funt w Polsce. Sądzę, iż Funt przestanie być silny podobnie jak Dolar. A to oznacza, iż należy spodziewać się spadku poniżej 5,45 – nawet do poziomu 4,90 na koniec roku. Wzrosty zaś nie powinny być większe niż do 6,00.

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

1. Wzrost stóp w Polsce do poziomu 5,50-5,75%,
2. Spadek stóp w USA z poziomu 5,25 do poziomu - 4,75%,
3. Wzrost stóp w Eurolandzie, do poziomu 4,75%,
4. Wzrost stóp w Szwajcarii do 3,25%,
5. Wzrost stóp w Japonii do 1,25%.

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. Wyłącznie 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