

## Komentarz tygodniowy

2007-11-10

### Eur/Usd 1,47 osiągnięte

Od kilku miesięcy w kolejnych raportach tygodniowych wskazywałem, iż na koniec roku można spodziewać się dotarcia kursu Eur/Usd w okolice 1,4700. Jeszcze parę miesięcy temu poziom taki wydawał się być czystą abstrakcją. Życie okazało się jeszcze bardziej zaskakujące. Wspomniany pułap 1,4700 przekroczyliśmy już teraz w listopadzie.

Przyznam szczerze, iż teraz mam bardzo wielkie wątpliwości, czy najwyższy poziom notowań osiągniemy w ostatnich dniach grudnia. Poziomu 1,4700 spodziewałem się bowiem dopiero na koniec roku, a nie już teraz. Ten poziom miał wieńczyć wielomiesięczną falę wzrostową i z tego poziomu miała się zacząć bardzo silna (kilkunasto centowa) korekta spadkowa trwająca pół roku.

Spodziewałem się, iż zanim rynek dotrze do 1,4700, pojawi się mocna 4-5 centowa korekta. Okazało się jednak, iż od ceny 1,34 do 1,47 rynek rósł niemal bez przerwy.

Teraz mamy więc sytuację typu „na dwoje babka wróżyła”. Korekta przyjdzie – tego jestem pewien. Nie jestem jednak pewien, czy ta korekta będzie 4-5 centowa (po czym rynek w grudniu ponownie ruszyły w górę w kierunku 1,50), czy też będzie to bardzo głęboka korekta trwająca do połowy przyszłego roku.

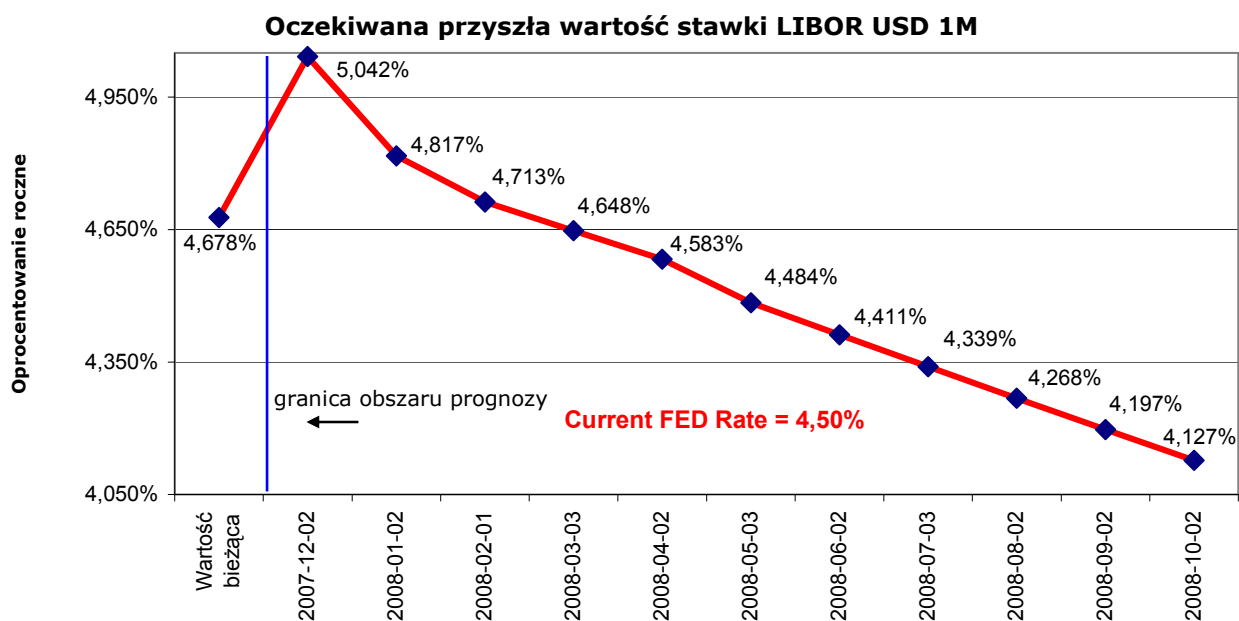
Na wszelki wypadek zasugerowałbym teraz zamknięcie wszystkich długich pozycji Eur/Usd utrzymywanych od wielu tygodni oraz zamknięcie wszystkich krótkich pozycji Usd/Pln (krótką pozycję Usd/Pln utrzymuję osobiście od ceny 2,86 – czyli prawie 40 groszy zysku – i powoli przymierzam się do jej zamknięcia).

Na umocnienie Dolara na razie nie grałbym agresywnie. Zaczęłbym spokojnie kupując opcje PUT, które w każdej chwili mogą zostać wykorzystane jako linia obrony do odnawianych w przyszłości długich pozycji – czyli do gry na kontynuację wzrostu Eur/Usd.





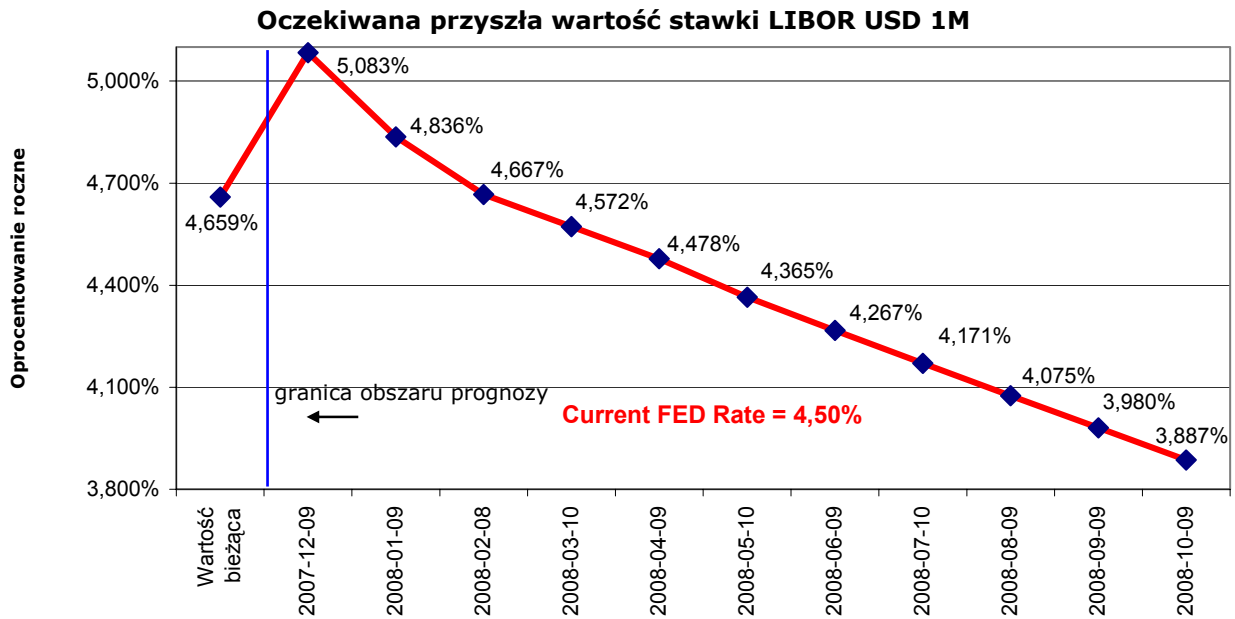
Spójrzmy teraz na oczekiwania uczestników dwóch rynków – Dolarowego i Euro. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp dolarowych (czyli FRA 11x12) osiągnął wartość 4,127%.



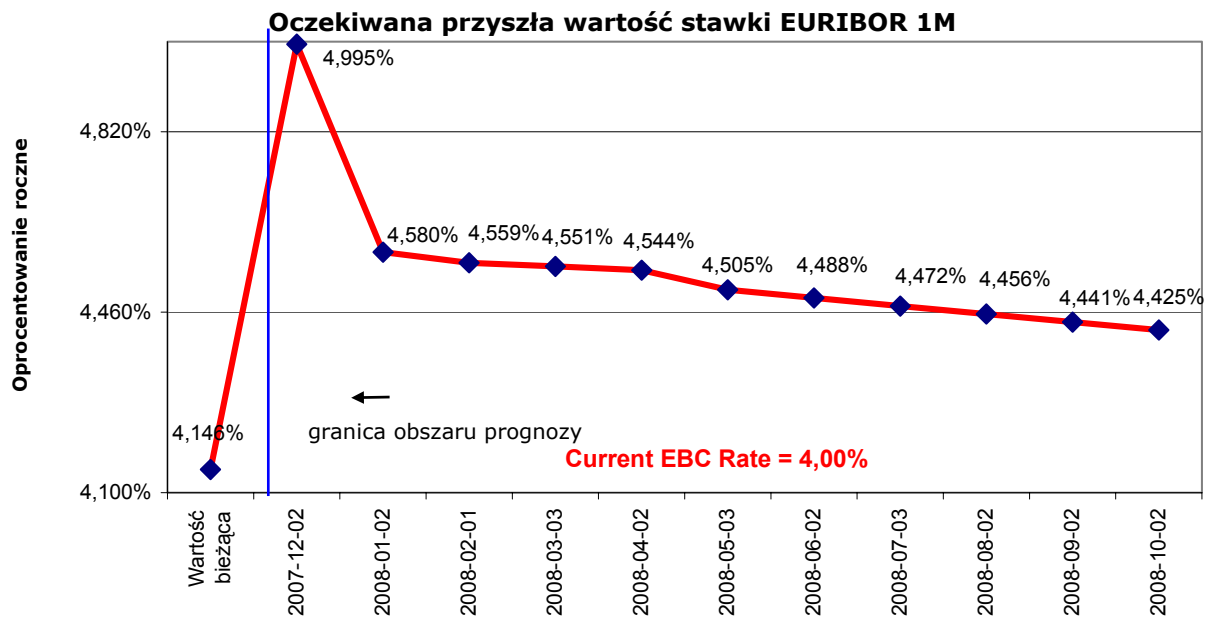
Obecnie (dane z piątku 9 listopada 2007) prawy kraniec krzywej poszedł w dół aż o 23,0 punkty bazowe czyli do poziomu 3,887%. Na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy uczestnicy rynku spodziewają się jeszcze trzech obniżek stóp procentowych z poziomu 4,50% do 3,75%.

Rynkowe stawki 3M nadal utrzymywane powyżej stawki FED Rate, ale już tylko o 38 punktów. Świadczy to o stopniowym wzroście zaufania banków względem siebie do udzielania pożyczek.

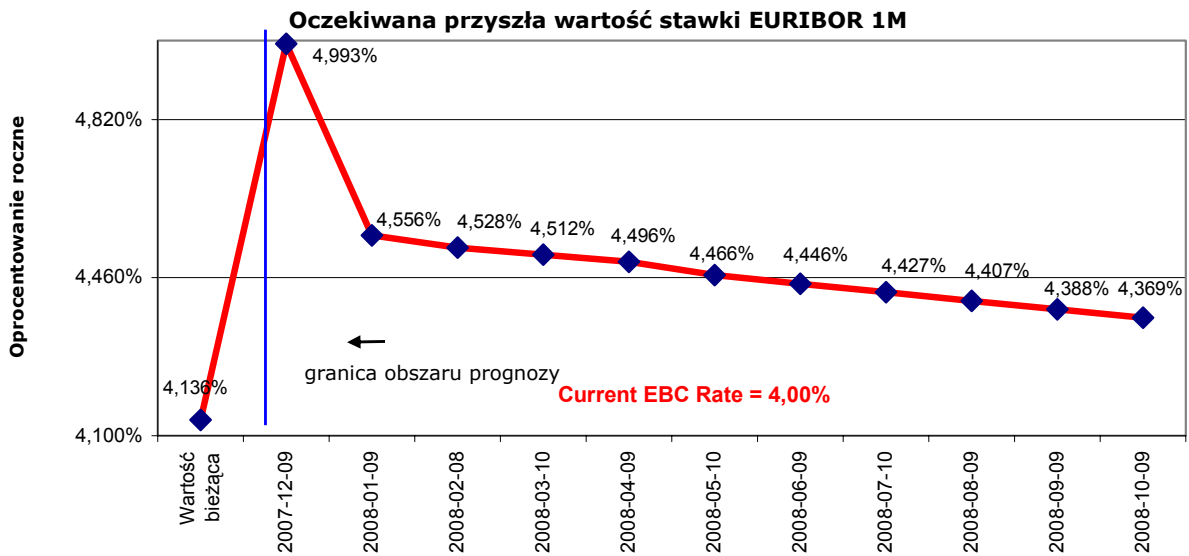




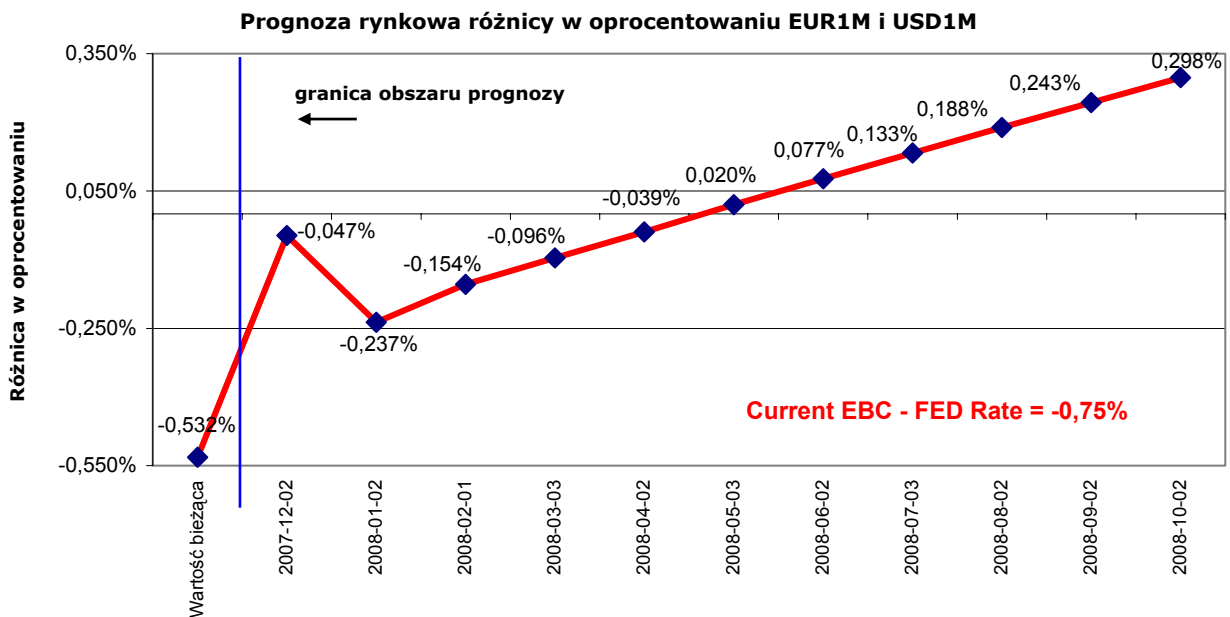
Spójrzmy teraz na dynamikę krótkich stóp terminowych dla Euro. Prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp Euro spadł z 4,425% tydzień temu



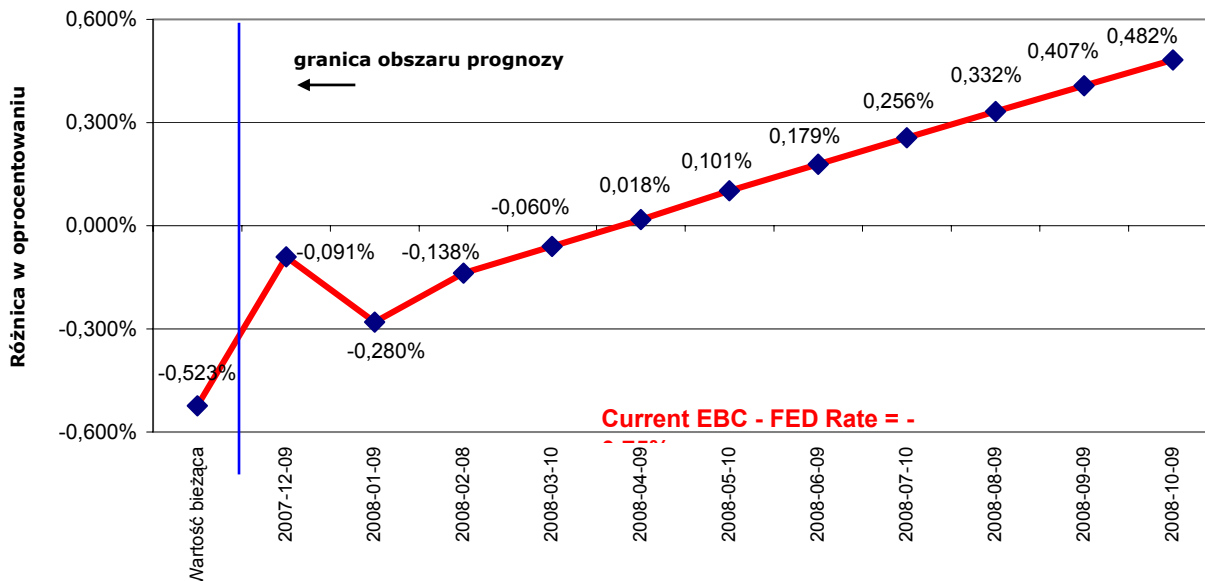
do poziomu 4,369% obecnie, czyli o 5,6 punktów bazowych. Oznacza to, iż uczestnicy tego rynku spodziewają się dwóch podwyżek stóp procentowych w wykonaniu EBC – do poziomu 4,50% - w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Co ciekawe stawki rynkowe 3M utrzymują się aż o 58 punktów powyżej stawki EBC Rate. Wzajemne zaufanie sektora bankowego w Europie jest wyraźnie mniejsze niż w USA.



Spójrzmy teraz na wykres obrazujący różnicę pomiędzy terminowymi stopami procentowymi dla Euro i Dolara. Prawy kraniec tej krzywej przesunął się w górę o 18,4 punktów bazowych (z +0,298% do +0,482%).



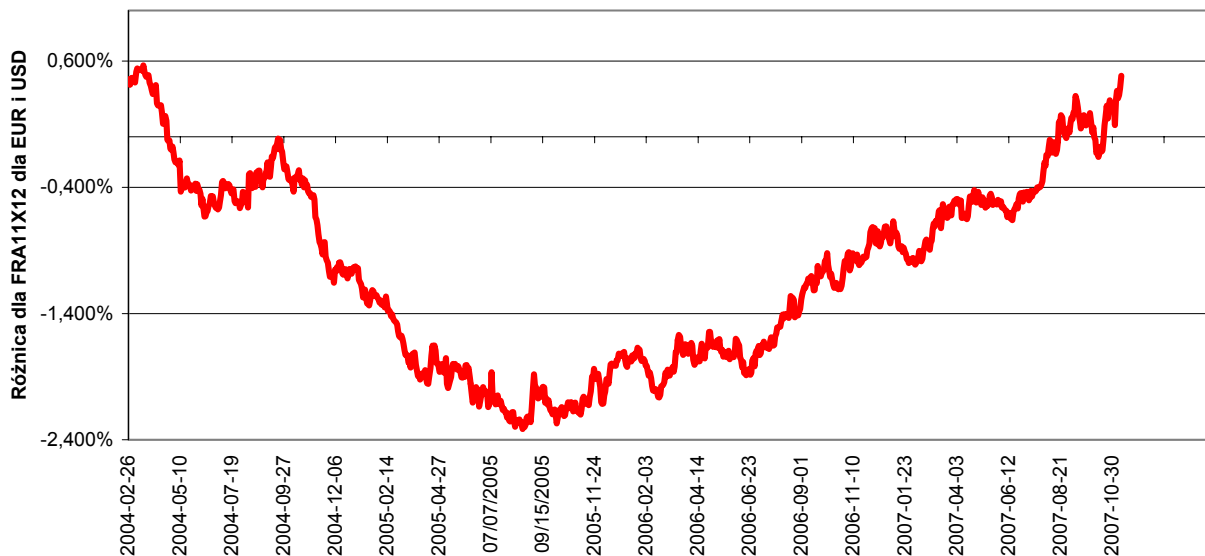
**Prognoza rynkowa różnicy w oprocentowaniu EUR1M i USD1M**



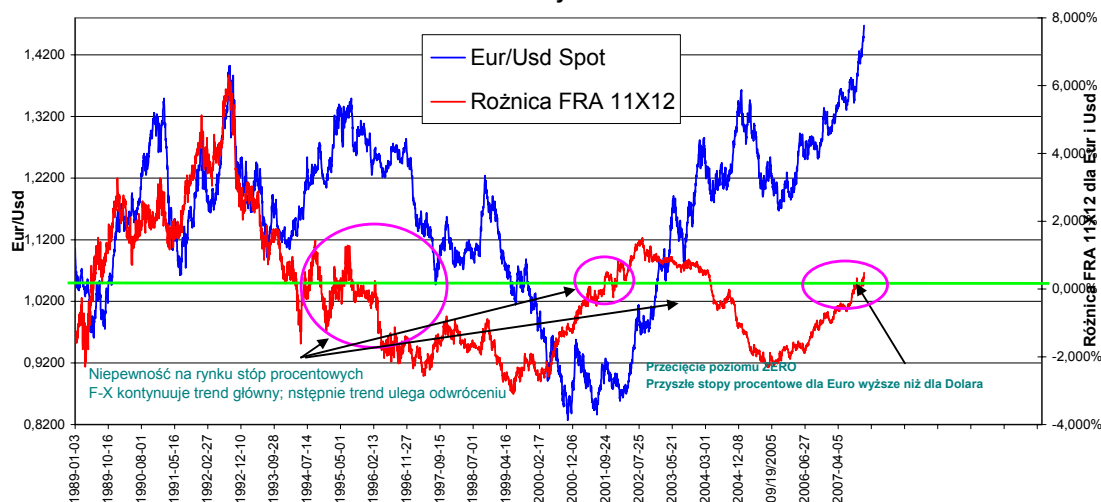
Na zamieszczonym poniżej wykresie możemy zobaczyć dynamikę prawego krańca krzywej z poprzedniego wykresu. Na kolejnym zaś wykresie przedstawiłem to samo w dłuższym horyzoncie. Jeśli krzywa zaznaczona na czerwono na poniższych wykresach na trwałe

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.

**Różnica dla FRA11X12 dla EUR i USD**



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



## Koszyk/Pln – przełamane wszystkie wsparcia

### Diagnoza:

Złoty przestał się umacniać, co stwarza szanse na zbudowanie 4-5 groszowej konsolidacji na najbliższe 2-3 tygodnie. Takie uspokojenie mogłoby z jednej strony dać szanse spóźnialskim eksporterom do zabezpieczenia się na dłuższe okresy oraz importerom do wydostania się ze zbędnych zabezpieczeń czynionych na wyższych poziomach cenowych.

Cały świat wyczekuje na upragnioną korektę na rynku Eur/Usd. Mocniejszy spadek na tamtejszym rynku jest coraz bardziej prawdopodobny. Pozwoliłoby to eksporterom dolarowym na złapanie przynajmniej chwilowego oddechu.

### Zalecenia:

#### 1. Krótkoterminowo:

- ✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla eksporterów – eksporterzy Euro, którzy nie posiadają żadnych zabezpieczeń powinni otworzyć odwrócony korytarz 3,60-3,74.
- ✓ Eksporterzy dolarowi wykorzystują posiadane zabezpieczenia czynione po cenach z okolic 2,86 oraz wyższych. W razie pojawienia się wzrostu kursu w okolicy 2,60, warto zabezpieczyć przychody spodziewane w pierwszym kwartale 2008 roku.

- ✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla importerów – importerzy dolarowi – przy cenie 2,50 zabezpieczyli grudzień. Przy cenie 2,48 warto było zabezpieczyć całe pierwsze półrocze 2008 kupując za gotówkę opcje CALL 2,60. Opcje wygasające w marcu kosztują bowiem jedynie 2 grosze, a opcje wygasające w czerwcu 3 grosze. Nie ma więc sensu finansować zakupu tych opcji poprzez wystawianie opcji PUT.
- ✓ Importerzy Euro – przy cenie 3,62 zabezpieczyli płatności grudniowe. Korytarz opcyjny chroniący całe pierwsze półrocze 2008 warto otworzyć już przy cenie 3,55 – będzie to korytarz 3,40-3,70 lub 3,45-3,65.

#### 2. Długoterminowo:

- ✓ Oszczędności. W dalszym ciągu utrzymujemy w portfelach Złote.
- ✓ Kredyty. Utrzymujemy kredyty w walucie obcej, ale powoli zastanawiamy się nad przewalutowaniem kredytów na Złote, by w połowie roku 2008 ponownie przewalutować kredyty złotowe na walutowe.



Podobnie jak tydzień temu, tak i teraz przeglądając serwisy finansowe natknąłem się na ciekawy artykuł.

<http://biznes.onet.pl/5,1449775,prasa.html>

Pozwolę sobie zacytować fragmenty tego artykułu:

„Umocnienie złotego spowodowało, że kwota dotacji z UE zmalała o 10 mld zł. Z mocnej waluty są też korzyści: Polska oszczędza na składce płaconej do unijnej kasy. Prognozy mówią, że złoty będzie jeszcze mocniejszy, rozwiązaniem może być przyjęcie euro. Zmniejsza się pula unijnych funduszy, które Polska dostała na okres 2007-2013. Mimo że cały czas mamy do dyspozycji ponad 67 mld euro, to w ostatnim kwartale kwota ta zmniejszyła się o 10 mld zł. Jak to możliwe? Winę ponosi umacniający się złoty.

Równy trzy miesiące temu 1 euro kosztowało ok. 3,8 zł. Wczoraj było to już 3,63 zł, a ekonomiści ankietowani przez GP przewidują, że to nie koniec wzrostu wartości naszej waluty. Według prognoz Raiffeisen Banku na koniec tego roku euro będzie kosztowało 3,6 zł, a na koniec 2008 roku 3,5 zł. Londyński oddział HSBC szacuje zaś, że 3,5 zł euro osiągnie już na koniec tego roku.

900 km autostrady

Z kolei długoterminowe prognozy Citigroup przewidują, że w 2010 roku euro będzie warte już 3,38 zł, a w 2012 roku nawet 3,19 zł. Jeśli ta prognoza się ziszczy, to za trzy lata będziemy mieli do dyspozycji z Unii o 17 mld zł mniej, a za pięć lat już 30 mld zł (tyle miał wynieść tegoroczny deficyt w budżecie). Za tę kwotę można obecnie zbudować ok. 900 km nowoczesnej autostrady.

- Z uwagi na obserwowane umocnienie polskiej waluty środki otrzymywane z Unii Europejskiej po przeliczeniu na złote są mniejsze. To jest niekorzystne dla osób zajmujących się przygotowaniem projektów współfinansowanych ze środków UE i oznacza to, że konieczny będzie większy wkład własny - mówi Jacek Wiśniewski, główny ekonomista Raiffeisen Banku Polska.

Ten pesymistyczny scenariusz na pewno dotknie podmioty, które będą realizowały duże inwestycje infrastrukturalne: Generalną

Dyrekcję Dróg Krajowych i Autostrad, PKP Polskie Linie Kolejowe oraz samorządy.

Ponad 60 mld dziury

Jak mówi Adrian Furgalski z grupy Doradców Gospodarczych Tor, kolejarze już wyliczyli, ile muszą wyłożyć za zaplanowane w programie Infrastruktura i Środowisko inwestycje.

- Początkowo starczyło 6,7 mld euro. Jednak wzrost wartości złotego oraz cen materiałów budowlanych i usług wywindował tę kwotę do 11 mld euro. To 16 mld zł, których PKP nie ma - mówi Adrian Furgalski.

Dodaje, że gdyby podobnie oszacować inwestycje drogowe, to luka sięga tu aż 50 mld zł, mimo że ani resort transportu, ani GDDKiA oficjalnie do tego nie chcą się przyznać.

Dalsze umacnianie się polskiej waluty oraz średnioroczny 10- -proc. wzrost wartości materiałów budowlanych i usług spowodują, że ta dziura będzie coraz bardziej powiększać się. Szczególnie że realizacja tych inwestycji, a tym samym refundacja przez UE poniesionych wydatków, jest planowana najwcześniej po 2009 roku. Dlatego też będą potrzebne dodatkowe środki z budżetu państwa lub samorządów, bo to Polska bierze na siebie ryzyko walutowe związane z przeliczaniem funduszy unijnych.

Z tym samym problemem będą borykali się wszyscy, którzy mają coś wspólnego z funduszami unijnymi. Na przykład wzrost wartości złotego spowoduje, że mniejsza liczba firm dostanie unijne pieniądze na rozwój, gminy będą mogły zmodernizować mniej kilometrów dróg oraz mniejsza liczba osób będzie mogła wziąć udział w szkoleniach. W mniejszym stopniu dotknie to także rolników, którzy otrzymują dopłaty bezpośrednio. Całościowy efekt jest taki, że za kwotę ponad 67 mld euro do 2015 roku zostanie zrobione mniej, niż to obecnie planują rządzący.

Choć Jerzy Kwieciński, wiceminister rozwoju regionalnego, nie zgadza się z tak pesymistycznym scenariuszem, to zgadza się, że umacnianie złotego to negatywne zjawisko.

- W efekcie mamy mniej pieniędzy. Z punktu widzenia polityki spójności wyjściem jest albo szybsza realizacja zaplanowanych inwestycji, albo też wejście do strefy euro - podkreśla.”.

Jak widzimy brak zarządzania ryzykiem walutowym w takich firmach jak Generalna Dyrekcja Dróg Krajowych i Autostrad, PKP Polskie Linie Kolejowe oraz w samorządach sprawia, iż tracimy miliardy złotych. Nie potrafię odgadnąć, jak można było nie zabezpieczyć przed ryzykiem kursowym tak potężnych inwestycji! Strata, jaką zanotowała Stocznia Szczecińska (stara) S.A, która nie zabezpieczała budowy statków przed ryzykiem kursowym to był mały "pikuś" w porównaniu z tym, co teraz grozi wyżej wymienionym instytucjom.

Szefowie tych instytucji narazili swoje firmy na olbrzymie straty! Jeśli ktoś tak postępuje w swojej własnej prywatnej firmie - to jego strata i jego problem. Ale jeśli postępuje się tak z pieniędzmi publicznymi, to stratnymi jesteśmy my wszyscy płacący podatki.

Wróćmy do spraw bardziej konkretnych - czyli do metod zabezpieczania się przez wyżej opisanym ryzykiem.

W ostatnich kilku dniach - gdy kurs Euro docierał w okolice 3,64-3,65 - przeprowadziliśmy bardzo dużo transakcji zarówno dla eksporterów, jak też dla importerów.

Eksporterzy uzupełniali brakujące zabezpieczenia na pierwszy kwartał 2008 oraz na końcówkę 2007 roku za pomocą odwróconych korytarzy. Przy czym tym razem były to odwrócone korytarze o różnym terminie wygasania opcji CALL i PUT. Eksporterzy kupowali opcje PUT 3,74 lub 3,78 wygasające 16 listopada i jednocześnie wystawiali grudniowe opcje CALL 3,60 o podwójnym nominale. Transakcje były przeprowadzane po kursie 3,6400 spot.

W ten sposób spóźnialscy eksporterzy dołączyli się do grupy uczestników rynku, którzy spekulują na dalsze umocnienie złotego w końcówce roku. Zakupione listopadowe opcje PUT 3,74 lub 3,78 dają prawo sprzedawać walutę po cenie 3,74 lub 3,78 już od poniedziałku 19 listopada. Jeśli 14 grudnia (w dniu wygasania opcji grudniowych) kurs spot spadnie poniżej 3,60,

wystawione opcje CALL 3,60 wygasną bez wartości i tym samym eksporter pozbędzie się zobowiązania do sprzedania waluty po cenie 3,60.

Spekulacja na umocnienie złotego wydaje się mieć znacznie większe szanse powodzenia, niż spekulacja na osłabienie naszej waluty krajowej. Bezpieczniej jest więc otworzyć odwrócony korytarz, niż czekać na wzrost kursu Eur/Pln do 3,74.

Oprócz tego typu transakcji, eksporterzy sprzedawali posiadane opcje CALL 3,62 oraz 3,64, które kupili dwa tygodnie temu (była to transakcja ochraniająca wypracowane zyski z posiadanych zabezpieczeń czynionych po cenach wyższych niż 3,82). Opcje te sprzedawali przy kursie spot 3,6400. Za opcje CALL 3,62 otrzymali 455 pips (4,55 grosza), a za opcje 3,64 otrzymali 300 pips (3 grosze). Ponieważ zakup tych opcji został sfinansowany wystawionymi opcjami CALL 3,68, wspomniane 4,55 oraz 3 grosze stały się czystym przychodem powiększającym zyski z posiadanych zabezpieczeń. Gra na wyłapanie korekty wzrostowej udało się. Co prawda mieliśmy apetyt nieco większy zysk (chcieliśmy sprzedać te opcje po kursie 3,6600), lecz ważne, że udało się zarobić wspomniane 4,55 oraz 3 grosze praktycznie bez ryzyka.

Importerzy mający płatności w Euro także przeprowadzali transakcje. Tyle tylko, że były to transakcje zamykające zbędne zabezpieczenie. Niektórzy importerzy posiadali bowiem niewykorzystane długie pozycje futures 3,70 oraz 3,76. Zabezpieczenia te były otwierane tuż przed gwałtownym spadkiem kursu Euro do 3,60. W ten sposób importer zamiast wykorzystywać kontrakty futures wolał kupić walutę po cenie bieżącej - czyli po cenach z okoli 3,60-3,64. Długie pozycje futures stały się więc zbędne.

W ostatnich dniach pozbyliśmy się ich stosując odwrócony korytarz eksportera - taki sam, jaki przed chwilą był opisywany. W tym celu importer kupił listopadowe opcje PUT 3,70 lub 3,78 i wystawił opcje CALL 3,60 o podwójnym nominale. Listopadowe opcje PUT zamkną bez straty długie pozycje futures 3,70 oraz 3,78. Importer ma teraz wystawione grudniowe opcje CALL 3,60. Jeśli jednak w grudniu kurs Euro spadnie poniżej 3,60 (czyli poniżej dolka zanotowanego w

ostatnich dniach października), opcje te wygasną bez wartości i importer pozbędzie się wszelkich zobowiązań.

Jak widzimy odwrócone korytarze mogą być pomocne zarówno dla eksporterów, jak też dla importerów.

Spójrzmy teraz na obecną sytuację pod kątem analizy technicznej. Można śmiało powiedzieć, że poziom 3,65 jest teraz mocnym oporem technicznym. Rynek będzie bardzo trudno przebić się powyżej bez mocnego impulsu. Uczestnicy rynku zaczęli przyzwyczajając się do ceny Euro zaczynającej się na 3,6xxx. Być może za parę tygodni zaczniemy w podobny sposób przyzwyczajając się do cen zaczynających się na 3,5xxx. Jako ciekawostkę podam, iż znany bank inwestycyjny HSBC w swych rekomendacjach dla klientów tego banku inwestujących w Polsce (fundusze inwestycyjne kupujące polskie akcje i obligacje, a także inwestujące jedynie na rynku walutowym spot) zaleca kupowanie Złotego do czasu osiągnięcia poziomu 3,4750 Eur/Pln. Wtedy to po osiągnięciu tego poziomu zaleca wycofanie się z Polski i zrealizowanie zysków.

To dość interesująca informacja. Podpowiada nam to, iż jeśli poziom 3,4750 zostałby osiągnięty w listopadzie, a nie w grudniu, to właśnie w listopadzie a nie grudniu moglibyśmy zanotować roczne minimum cenowe, po czym rozpoczęłyby się mocniejsza korekta wzrostowa.

Importerzy widząc możliwość zrealizowania się takiego scenariusza zaczęli więc odważniej zabezpieczać dłuższe terminy.

W końcu tygodnia grupa importerów mających płatności w Dolarach zdecydowała się zabezpieczyć pierwsze półrocze 2008 za pomocą opcji CALL kupionych za gotówkę. Okazało się bowiem, że opcje daleko out te Money – zarówno CALL jak i PUT są tak tanie, iż nie warto wystawiać opcji PUT, by uzyskać z nich mniej niż 2 grosze premii (przykładowo za wystawione czerwcowe opcje PUT 2,36 otrzyma się obecnie jedynie 170 punktów, czyli 1,7 grosza). Taka wystawiona opcja PUT ograniczałaby możliwość kupienia Dolarów taniej niż 2,36. Importerzy uznali więc, iż zabezpieczenia sfinansują za gotówkę.

Poniższa tabela przedstawia ceny opcji CALL (cena po której można opcję kupić – czyli ASK) wygasających w marcu i czerwcu 2008. Ceny obowiązujące w chwili, gdy kurs spot wynosi 2,4800 ask.

Strike	Ceny ASK opcji CALL	
	marzec 08	czerwiec 08
2,66	110	180
2,64	140	215
2,62	165	250
2,60	200	300
2,58	245	350
2,56	285	410
2,54	340	460

Widzimy wyraźnie, iż opcje z kursem wykonania 2,60 kosztują 2 grosze w przypadku opcji marcowych oraz 3 grosze w przypadku opcji czerwcowych. Jeśli przykładowo w pierwszym kwartale 2008 importer spodziewa się 1 miliona Dolarów płatności za faktury, zakup opcji CALL 2,60 wygasających w marcu kosztuje 20 tysięcy Złotych. Jeśli taki sam nominal płatności za faktury pojawi się w drugim kwartale, koszt zabezpieczenia wyniesie 30 tysięcy Złotych.

Importer jest więc zabezpieczony przed katastrofą, mając w dalszym ciągu otwartą drogę do kupowania Dolarów po coraz niższych cenach.

Co ciekawe ceny wyżej wymienionych opcji będą prawie takie same przy kursie spot 2,48 oraz 2,45. Jeśli importerowi udałoby się kupić takie zabezpieczenie przy kursie spot 3 grosze niższym, zaoszczędzi na opcjach 0,3 grosza (30 punktów), czyli koszt zabezpieczenia zamiast 50 tysięcy Złotych, wyniesie 45 tysięcy Złotych. W mojej ocenie gra jest nie warta świeczki. Walka o 0,3 grosza nie ma sensu w takiej sytuacji.

Takich transakcji przeprowadziliśmy o sporym nominale. Teraz do podobnych zabezpieczeń powinni przygotować się importerzy mający płatności w Euro oraz w Funtach i Frankach. Być może tutaj również bardziej opłacalne będzie kupno opcji CALL za gotówkę, bez wystawiania opcji PUT – czyli bez tworzenia korytarza.

Wróćmy do importerów dolarowych. Jeśli w listopadzie lub grudniu kurs Dolara spadnie jeszcze bardziej – czyli do 2,40, można będzie:

1. zabezpieczyć resztę roku 2008 – czyli lipiec-grudzień 2008 za pomocą opcji CALL 2,50 (ich cena powinna wynosić około 3 groszy),
2. przestawić zabezpieczenie pierwszego półrocza z poziomu 2,60 na 2,50 – w tym celu odsprzedamy opcje CALL 2,60 (odzyskując około 1 grosza) i kupimy nowe opcje CALL 2,50. Kosztem 2 groszy polepszymy zabezpieczenie o 10 groszy.

Widzimy więc, iż zabezpieczenie się przed powodzią w czasie suszy jest po pierwsze mało kosztowne, a po drugie stwarza całą gamę możliwości korzystania ze sprzyjającego trendu.

Gdy firma stara się zabezpieczyć w trakcie powodzi, zabezpieczenia są drogie, a gama możliwości bardzo ograniczona.

Tak jak na początku roku namawiałem eksporterów (gdy kurs Dolara wynosił 3,05 a Euro 3,93), by zabezpieczyli się przed spodziewanym umocnieniem Złotego, tak teraz namawiam importerów, by wykorzystali super okazję do zabezpieczenia się tanim kosztem na pierwsze półrocze 2008.

Powiem więcej. W pierwszym półroczu 2008 Dolar może odzyskać nieco sił po obecnej zapaści. Przy nałożeniu się dwóch silnych korekt: korekty osłabienia Złotego 15-20 groszowej Eur/Pln oraz korekty umocnienia Dolara 10 centowej na Eur/Usd, Dolar w Polsce może odbić w górę nawet na 40-50 groszy w ciągu pierwszego półrocza. Warto więc kupić opcji CALL z nadmiarem! Nie kosztują one wiele. A w razie pojawienia się takiego mocnego podskoku, część opcji CALL można będzie zamknąć bez dostawy waluty – czyli zrealizować zysk i potraktować te nadmiarowe opcje jako zysk ze spekulacji.

Warto więc zabezpieczyć się z nadmiarem. Oczywiście żadnych futures ani forward NIE WOLNO kupować! Proszę nie robić takiego błędu, jaki zrobili importerzy dolarowi w tym roku. Należy kupować WYŁĄCZNIE opcje CALL by móc korzystać ze sprzyjającego trendu tak długo, jak tylko się da.

Na koniec ponownie kilka słów dla eksporterów. Obecnie nie jest dobry moment do szukania dobrych strategii zabezpieczających. Dobre strategie można było stworzyć jeszcze we wrześniu, gdy kurs Euro był powyżej 3,80. Wtedy można było otworzyć klasyczny korytarz 3,74-3,92 na cały 2008 rok. Dziś w chwili, gdy ryzyko się realizuje, a woda podtopia kolejne piętra budynku, nie ma dobrych strategii. Można jedynie wybierać mniejsze zło. Takim mniejszym złem są odwrócone korytarze.

**Ważne byśmy zrozumieli jedno! Czekanie na wzrost kursu Eur/Pln jest spekulacją na osłabienie Złotego. Otwarcie odwróconego korytarza jest zaś spekulacją na umocnienie Złotego. Każdy sam musi sobie opowiedzieć na pytanie, która z wymienionych spekulacji ma większe szanse powodzenia. Ja uważam, iż bardziej prawdopodobny jest spadek kursu Euro w grudniu poniżej 3,60, niż wzrost powyżej 3,74.**

**Jeśli eksporter nie chce w ogóle spekulować – ani na osłabienie Złotego, ani na jego umocnienie – powinien zwyczajnie sprzedać walutę na termin za pomocą futures lub forward. Wtedy nie będzie żadnej spekulacji.**

Decyzja rzecz jasna jak zawsze należy do Państwa.

Wróćmy jeszcze na chwilę do prognoz. Od wielu miesięcy przestrzegaliśmy przed wysoce prawdopodobnym spadkiem kursu Euro do poziomu 3,60 – który zrealizował się nawet szybciej niż się tego spodziewaliśmy. Spodziewaliśmy się, iż spadek ten nastąpi w listopadzie lub grudniu. A jak wiemy doszło do tego już w październiku. W grudniu możemy być 10-15 groszy jeszcze niżej. Wielu uczestników naszych szkoleń znało nasze prognozy od roku. Okazuje się, iż nawet znajomość prognozy może nie przynieść żadnych korzyści, jeśli w ślad za tym nie idą realne transakcje zabezpieczające przed czarnym scenariuszem.

Dlatego tak bardzo zawsze podkreślamy, iż nie prognoza jest ważna, ale umiejętność zachowania się w określonych warunkach, umiejętność reagowania na pojawiające się okazje, umiejętność diagnozowania sytuacji rynkowej oraz dobór odpowiedniego postępowania do postawionej diagnozy.

Wielu naszych stałych Klientów miało kiedyś żal do nas, iż podajemy mało precyzyjne prognozy. Dziś widzimy, iż precyzyjne prognozy mogą bardziej zaszkodzić niż pomóc.

Mam nadzieję, iż od tej pory w głowach eksporterów odwróci się tok myślenia i zaczną oni wykorzystywać każdą nadarzącą się okazję do tego, by zabezpieczyć przyszłe przychody eksportowe bez zastanawiania się nad tym, czy wskazywany przez nas poziom do przeprowadzania takich transakcji jest zgodny z naszą wcześniejszą prognozą, czy też sprzeczny.

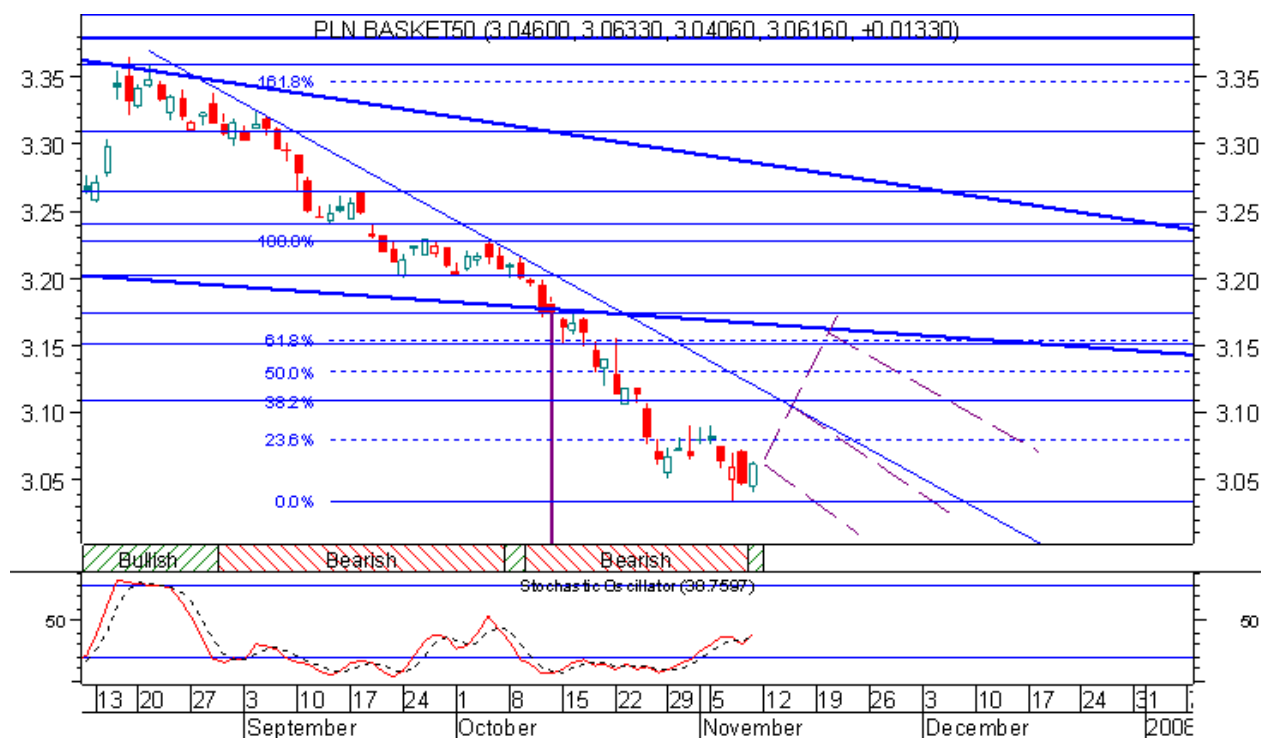
Ważniejsze jest bowiem wykorzystywanie okazji i dostosowywanie się do zmieniających się warunków zewnętrznych, niż układanie prognoz i upieranie się przy nich..

Ciekawostką jest fakt, iż niemal wszyscy eksporterzy będący naszymi Klientami zanotowali w tym roku znaczący wzrost

przychodów z eksportu. Zmusiło nas to do szukania okazji w ciągu roku do powiększenia zabezpieczeń, gdyż te czynione w roku ubiegłym okazały się niewystarczające już w pierwszym półroczu 2007.

Na przyszły rok firmy te spodziewają się jeszcze większych przychodów z eksportu. Fenomen, Cud? Być może. My jednak stąpamy twardo po ziemi i szukamy racjonalnych przyczyn tego zjawiska. Wielu eksporterów, którzy nie zabezpieczali się przed ryzykiem zwyczajnie zrezygnowało ze sprzedawania swych produktów za granice przy tak niskich kursach wymiany walut na Złote. Ich miejsce na rynku zajęli eksporterzy, którzy przed ryzykiem się zabezpieczyli - między innymi nasi Klienci. Oto wyjaśnienie.

Potwierdza to nasze hasła prezentowane podczas szkoleń przeprowadzanych wspólnie z ośrodkami KSU na terenie całej Polski.



Spójrzmy na wykres świec tygodniowych. Na temat formacji opadającego KLINA wspominałem od wielu miesięcy. Właśnie wyszliśmy z tej formacji DOŁEM, co może

wywołać totalne załamanie się kursów walut ze spadkiem Koszyka do poziomu 2,85 włącznie. Właśnie taki teraz jest cel - 2,85. Jeszcze dwa tygodnie temu napisałem, iż:



„Taki poziom powinniśmy osiągnąć w przyszłym roku. W Tym roku najniższy poziom, jaki możemy zobaczyć, to tuż powyżej 3,00.”. Dziś widząc determinację sprzedających waluty dostrzegam możliwość osiągnięcia poziomu 2,85 jeszcze w tym roku w grudniu, lub wczesną wiosną 2008.

Ale póki co możemy na jakiś czas wejść w konsolidację o szerokości 3,03-3,10 na Koszyku czy jak kto woli 3,60-3,65 na Euro-Złotym.



A kiedy możemy spodziewać się mocniejszej korekty osłabiającej Złotego? Chyba dopiero na wiosnę 2008. Teraz Złoty wyraźnie stał się nieczuły na zawirowania na światowych rynkach finansowych. Ceny akcji na giełdach amerykańskich, europejskich oraz azjatyckich spadają, Yen japoński wyraźnie się umacnia (inwestorzy stosujący carry trade zamykają swe aktywa i spłacają pożyczki zaciągane w Yenach i Frankach na finansowanie inwestycji), a Złoty traci w tym czasie raptem 3-4 grosze. Mamy więc coraz więcej dowodów potwierdzających naszą tezę głoszoną od wielu miesięcy: "W Polsce mamy olbrzymi nawis podaży waluty zagranicznej, która w końcówce roku trafi na rynek".

może się rozpocząć z bardzo niskiego poziomu. Na kwiecień 2008 (jak donoszą komunikaty PARPu) zaplanowane są bowiem rekordowo wysokie wypłaty refundacji inwestycji oraz programów rozwojowych czynionych przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Możemy się domyślić, iż przedsiębiorstwa te nie zabezpieczyły sobie tych dopłat (waluta ta nie trafiła jeszcze na rynek w postaci transakcji terminowych). A to oznacza, iż wczesną wiosną może pojawić nam się kolejny dołek notowań - tym razem wywołany sprzedażą walut przez wspomniane powyżej firmy.

Mocna korekta osłabiająca Złotego może więc pojawić się dopiero w maju-czerwcu i potrwać do lipca-sierpnia.

Co ciekawe korekta wiosenna, której spodziewamy się w okresie kwiecień-maj

Przypominamy wszystkim nowym Klientom AFS-BGC, którzy mają skomplikowaną sytuację (na przykład posiadają opcje barierowe, dziwne struktury zabezpieczające kupione od banków, itp, iż tego typu przypadki "lecymy" podczas indywidualnych konsultacji. W ostatnich kilku latach wyleczyliśmy już kilkanaście tego typu przypadków, więc mamy w tym doświadczenie. Nie należy jednak dopuścić, by "gangrena" rozrosła się do olbrzymich rozmiarów. Wtedy to bowiem tylko cud może pomóc wyleczyć taki przypadek. Jeśli dolegliwość jest mała, możemy

zapropozować całą gamę strategii "lecniczych".

Przepraszam, za stosowanie nazewnictwa medycznego. Ale właśnie tak należy to traktować - jako leczenie czy też proces odtruwania z niepotrzebnych zabezpieczeń, które firmie bardziej szkodzi niż chroni.

Prosimy wobec tego nie wstydzić się i śmiało dzwonić do nas z prośbą o udzielenie konsultacji oraz przygotowania planu naprawczego.

	Kurs bieżący (bid)	3,0615	3,6416	2,4814	2,2125	5,1945
Poziom Eur/Usd - constans	1,4676	Koszyk	Eur/Pln	Usd/Pln	Chf/Pln	Gbp/Pln
Eksport	Trzeci poziom oporu (bid)	3,1500	3,7469	2,5531	2,2765	5,3447
	Drugi poziom oporu (bid)	3,1100	3,6993	2,5207	2,2476	5,2768
	Pierwszy poziom oporu (bid)	3,0700	3,6518	2,4882	2,2186	5,2089
Import	Pierwszy poziom wsparcia (bid)	3,0270	3,6006	2,4534	2,1876	5,1360
	Drugi poziom wsparcia (bid)	2,8500	3,3901	2,3099	2,0597	4,8356
	Brak dalszych wsparć					

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:**

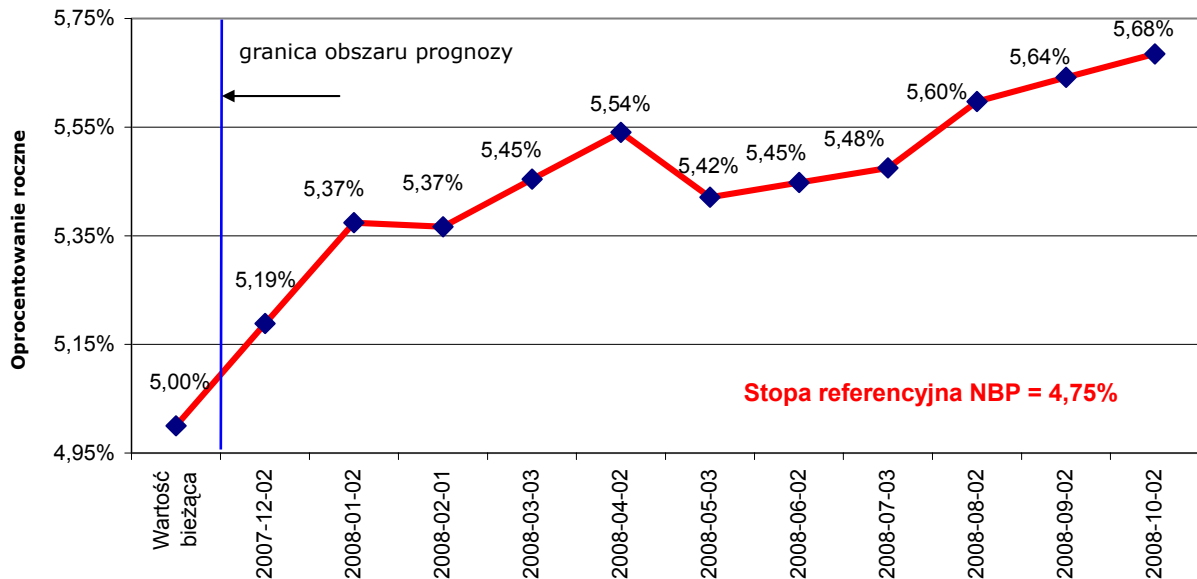
Pierwszy poziom oporu - zabezpieczenie na 4 miesiące przychodów

Drugi poziom oporu - zabezpieczenie na 12 miesięcy przychodów

Trzeci poziom oporu - zabezpieczenie na 18 miesięcy przychodów

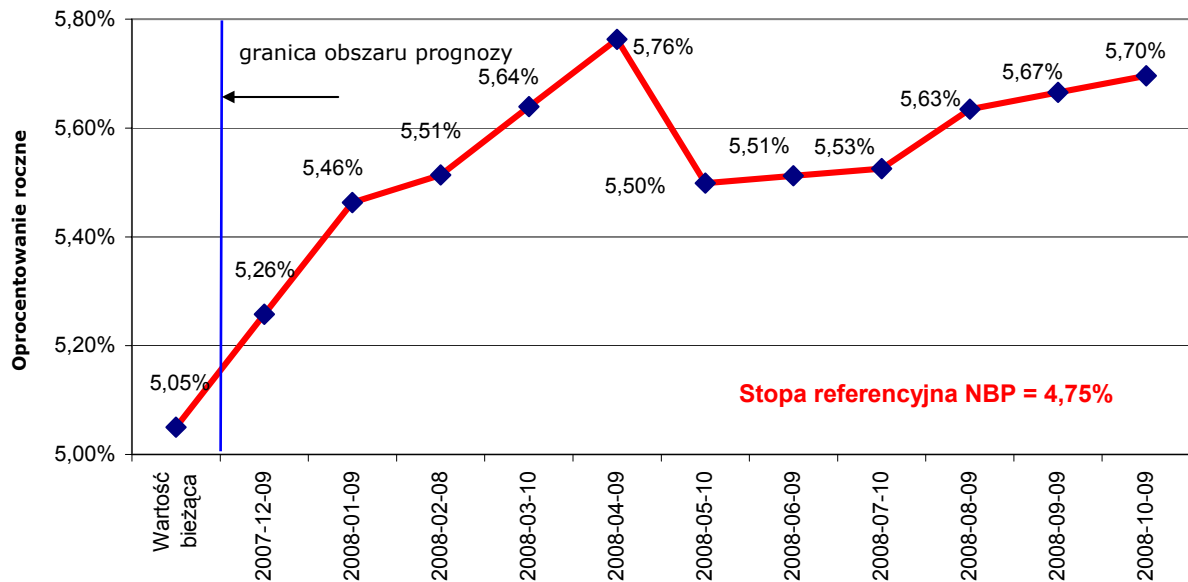
Zerknijmy teraz na rynek lokat międzybankowych. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD (FRA 11X12) znajdował się na poziomie 5,68%

### Oczekiwana przyszła wartość stawki WIBOR 1M



Natomiast w piątek 2 listopada wzrósł o 2 punkty bazowe - do poziomu 5,70%. 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 100 punktów (do poziomu 5,75%) w ciągu nadchodzącego roku.

### Oczekiwana przyszła wartość stawki WIBOR 1M



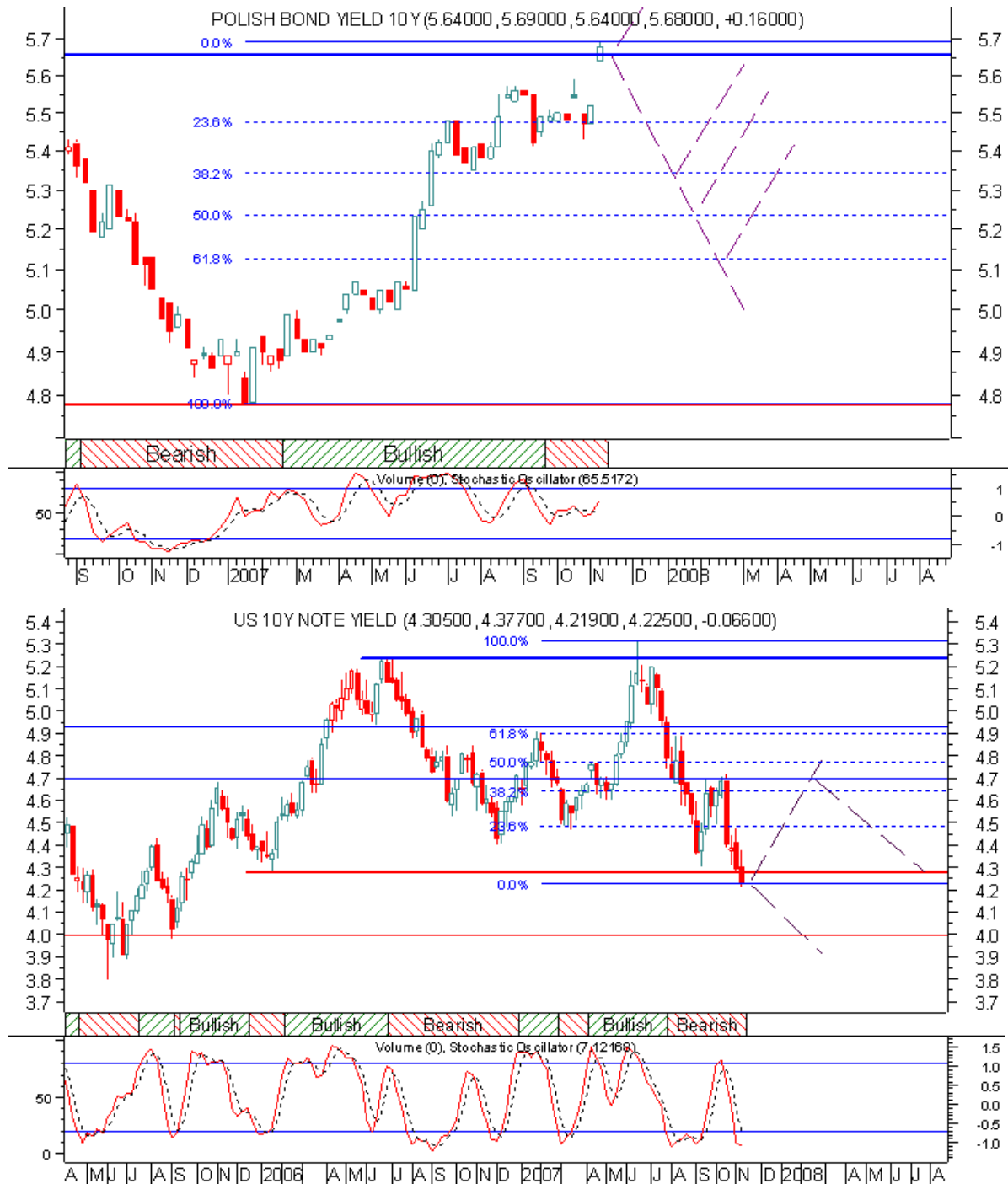
Na rynku polskich obligacji ceny ustabilizowały się, a rentowność 5-letnich obligacji oscyluje w okolicy 5,50%. Powinniśmy przyjąć założenie, iż na rynku pojawił się trend horyzontalny o szerokości

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 wzroście cen (spadku rentowności), dotarliśmy do

wsparcia znajdującego się na 4,30%. W oparciu o tygodniowe MACD i oscylator dwa tygodnie temu pojawił się sygnał do kupna amerykańskich obligacji, a teraz nie ma jeszcze sygnału do realizacji zysków. Może to dać impuls do przełamania wsparcia na wykresie rentowności – czyli do dalszego wzrostu cen obligacji.



## Eur/Pln – 3,65 okazją dla eksporterów

W rozdziale poświęconym Koszykowi szczegółowo opisałem plany, prognozy oraz strategie zabezpieczające dla eksporterów ora importerów. Dlatego teraz skupię uwagę jedynie na analizie technicznej.

Patrząc na wykres świec dziennych możemy zauważyć powstawania 4-5 groszowej konsolidacji o szerokości 3,60-3,65. Ceny z okolic 3,65 powinny zostać wykorzystane przez eksporterów do przeprowadzania transakcji zabezpieczających oraz przez importerów do zamykania zbędnych zabezpieczeń. Ceny z okolic 3,60 zaś powinny być wykorzystywane przez importerów do odnawiania zamykanych zabezpieczeń, a przez eksporterów do stosowania

spekulacyjnych transakcji CALL Condor (takiej samej, jaką przeprowadziliśmy kilka tygodni temu).

Pamiętajmy, iż w razie wyłamania się kursu z opisanej konsolidacji czekać nas powinien 5-groszowy ruch (fala równa szerokości konsolidacji) zgodny z kierunkiem wybicia. Gdyby kurs wyszedł górą z konsolidacji, czekałby nas wzrost w okolice 3,70. Gdyby kurs wyszedł dołem, spadek do 3,55 stałby się wysoce prawdopodobny.

Gdybym miał ocenić szanse wyjścia górą lub dołem, to zdecydowanie postawiłbym więcej na scenariusz dalszego spadku kursu Euro-Złoty.





## Usd/Pln – importerzy do tablicy

W rozdziale poświęconym Koszykowi szczegółowo opisałem plany, prognozy oraz strategie zabezpieczające dla eksporterów ora importerów. Dlatego teraz skupię uwagę jedynie na analizie technicznej.

Spójrzmy na wykresy świec dziennych oraz tygodniowych. Widzimy na nich wyraźne trendy spadkowe. Szczególnie niebezpiecznie wygląda wykres tygodniowy. Wyszliśmy bowiem dołem z kilkuletniego opadającego kanału. Jeśli kurs Dolara szybko nie powróci w obręb tego kanału, czekać nas może totalne załamanie kursu - czyli spadek o wysokość kanału - czyli nawet o 30-40 groszy licząc od poziomu 2,60. Dziś trudno sobie wyobrazić kurs Dolara 2,20-2,30. Ale właśnie takie poziomy możemy zobaczyć już w przyszłym roku ,a może nawet w ostatnich dniach grudnia roku bieżącego.

Na wykresie świec dziennych najprawdopodobniej zaczyna budować się mała konsolidacja 2,45-2,50. Jeśli kurs

wyjdzie powyżej 2,5000, będziemy mogli spodziewać się mocniejszego ruchu w górę - nawet w okolicy 2,54-2,58 - czyli w obręb znieśień Fibonacciego. Byłaby to okazja dla eksporterów do odświeżenia swych zabezpieczeń oraz do poczynienia pierwszych kroków przy tworzeniu portfela zabezpieczeń na pierwszy kwartał 2008.

Dopowiem jeszcze małą ciekawostkę. Z badań prowadzonych przez różnego rodzaju instytuty gospodarcze wynika, iż amerykańscy odbiorcy towarów sprzedawanych przez ich europejskich partnerów handlowych coraz częściej godzą się na podwyżki cen wyrażane w Dolarach. Importerzy ze Stanów Zjednoczonych zdają sobie bowiem sprawę ze słabości Dolara i stopniowo zaczynają przyzwyczajając swoich klientów do podwyżek cen w sklepach. Oznacza to, iż eksporterowi z Polski może być teraz łatwiej renegocjować nowe warunki cenowe na rok 2008 tak, by móc zabezpieczyć marże handlowe.

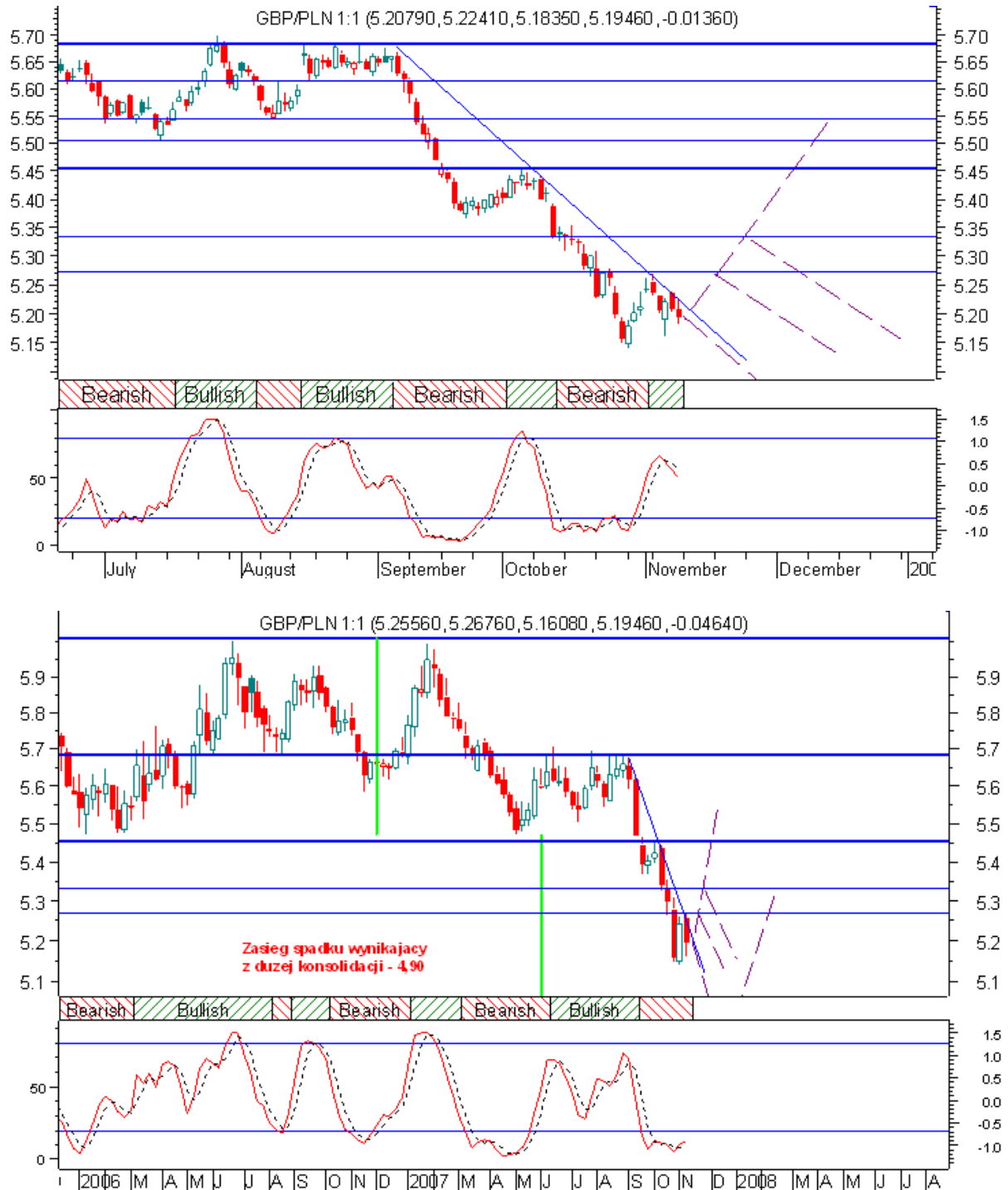




## Gbp/Pln – czyżby już po korekcie?

Tydzień temu wspominałem, iż korekta wzrostowa na tej parze może sięgnąć poziomu 5,26. Poziom taki osiągnęliśmy i najprawdopodobniej to już wszystko, na co

stać Funta o tej porze roku. Na wyższe notowania trzeba poczekać do później wiosny lub nawet do wczesnego lata. Linia trendu spadkowego wyraźnie wyhamowuje każdy rodzący się wzrost kursu.



## Chf/Pln – zasięg korekty 2,24

Z uwagi na wyraźne umacnianie się na świecie Franka i Yena japońskiego, w Polsce korekta wzrostowa na parze Frank-Złoty może być nieco mocniejsza niż na parze Euro-Złoty. 2,24 może zostać osiągnięte. Ale na więcej bym nie liczył.



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

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

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

Obecnie:

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

MACD-weekly	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

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

W legendzie pod tabelami znajduje się wyjaśnienie znaczenia poszczególnych kolorów.

W ubiegłym tygodniu na rynku Eur/Usd **zwiększył się poziom szumu** (z żółtego na niebieski) dla trendu krótkoterminowego. Oznacza to, iż inwestorzy krótkoterminowi powinni nadal transakcje przeprowadzać bardzo często, z bardzo małym lewarem, bardzo szerokim stop-loss, bardzo wąskim take-profit. W krótkim terminie w chwili obecnej preferowane długie pozycje otwierane podczas głębokich korekt spadkowych (1,4200?).

Dla trendu średnioterminowego poziom szumu zwiększył się (z poziomu czerwonego na zielony). Przy średnioterminowej

spekulacji transakcje powinny się więc wykonywać rzadko, z wysokim lewarem, wąskim stop-loss oraz szerokim take-profit. W średnim terminie w chwili obecnej preferowane długie pozycje otwierane podczas płytkich korekt spadkowych (1,4000?).

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

Wróćmy teraz do klasycznej jednowymiarowej AT.

Wartą uwagi parą jest Euro-Funt. Na wykresie świec dziennych zbliżamy się do sygnału otwierania krótkich pozycji. MACD

wskazuje na trend spadkowy, a oscylator zbliża się do strefy wykupienia. Poza tym widoczna jest konsolidacja 0,6920-0,7030. Sprzedaż Eur/Gbp po cenach z okolic 0,7030 powinno być dość bezpieczną inwestycją.



Na parze Eur/Chf dwa tygodnie temu pojawił się sygnał do otwierania krótkich pozycji. MACD dzienne wskazywało bowiem na trend

spadkowy, a oscylator wszedł się do strefy wykupienia. Krótkie pozycje należało utrzymywać do czasu, aż oscylator wejdzie

do strefy wyprzedania. I tak właśnie się stało w końcówce minionego tygodnia. Poza tym osiągnięty został poziom wynikający z wybicia

z formacji podwójnego szczytu. Krótkie pozycje powinny więc zostać zamknięte.



W przypadku Dolar-Frank na wykresie świec miesięcznych dotarliśmy do arcyważnego wsparcia 1,1200. Jeśli poziom ten zostanie przełamany, czekać nas może gwałtowny spadek wywołany zleceniami stop-loss. Jeśli jednak wsparcie się wybroni – korekcyjny wzrost w kierunku 1,18 może być równie dynamiczny.



Dolar-Yen. Tutaj najprawdopodobniej czekać nas będzie spadek w okolice 109,00. Warto jednak zwrócić uwagę, iż jednocześnie na wykresie świec dziennych oraz tygodniowych oscylator dotarł do strefy wyprzedania. Powinno to zaowocować zamykaniem krótkich pozycji przez inwestorów krótko oraz średnioterminowych. A to oznacza, iż po ewentualnym spadku do 109 można nawet pokusić się o zagranie na mocną korektę wzrostowa – czyli do otwarcia długich pozycji.



Na parze Funt-Yen mamy sytuację podobną. Wsparcie 230 może się wybronić, co zachęca do zamykania krótkich pozycji spekulacyjnych.



Na parze Frank-Yen zbliża nam się sygnał do otwierania długich pozycji. MACD wskazuje na trend rosnący, a oscylator dociera do strefy wyprzedania.

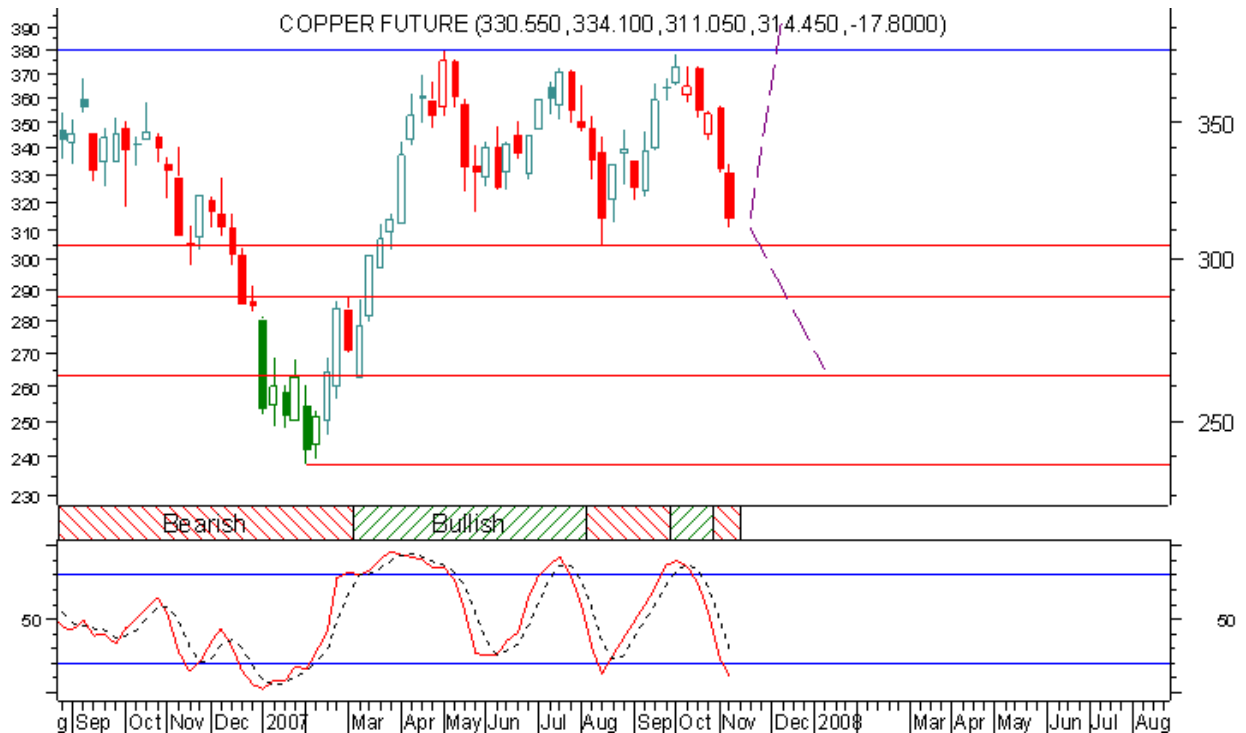


Na rynku Złota utrzymuje się bardzo silny trend rosnący. W takiej sytuacji warto jedynie grać na dalszy wzrost ceny chroniąc się jedynie przed korektami spadkowymi za pomocą opcji PUT.



Pora na rynek miedzi. MACD dzienne wskazuje na trend spadkowy, a oscylator wszedł w strefę wyprzedania. W takiej

sytuacji lepiej pozostać poza rynkiem wypatrując okazji do zagrania krótkiej pozycji.



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

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



Na zakończenie - Wyniki programu inwestycyjnego za okres luty-październik 2007

Miesiąc	Wynik danego miesiąca	Wynik narastająco
luty 07	-0,67%	-0,67%
marzec 07	-2,49%	-2,96%
kwiecień 07	-3,41%	-5,83%
maj 07	-4,45%	-9,37%
czerwiec 07	8,50%	-3,51%
lipiec 07	-2,05%	-5,27%
sierpień 07	-8,96%	-12,75%
wrzesień 07	8,34%	-7,19%
październik 07	16,59%	5,06%

Wyniki odnoszą się do portfela bez dźwigni finansowej. Przy zastosowaniu trzykrotnej dźwigni zyski i straty będą trzy razy wyższe niż zaprezentowane w powyższej tabeli. Jak widzimy, drugi miesiąc z rzędu zanotowano dodatni wynik. W październiku było to aż 16,59% na plusie – głównie za sprawą spadku kursu Eur/Pln oraz Usd/Pln. Po raz pierwszy od lutego wyniku narastającego jest dodatni – 5,06%. Pomimo dobrej końcówki roku, ten rok należy do jednych z najgorszych w mojej karierze. Liczniesze niż zwykle wymęczające korekty na rynku Złotego nie pozwoliły uzyskać lepszego wyniku. Listopad i grudzień powinien być jednak równie dobry jak październik, gdyż w dalszym ciągu portfel nastawiony jest na dalsze umacnianie Złotego.



## SZKOLENIA JEDNODNIOWE

Pragnę poinformować, iż w październiku rozpoczęliśmy trzeci cykl szkoleń na terenie całej Polski. Wspólnie z Polską Agencją Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP) oraz lokalnymi ośrodkami KSU (Krajowy System Usług) przeprowadzamy po raz trzeci szkolenia na terenie całej Polski. Poprzednie dwa cykle zostały bardzo dobrze przyjęte przez firmy uczestniczące w naszych warsztatach.

Najbliższe szkolenia odbędą się w dniach:

Leszno	2007-11-14
Opole	2007-11-15
Warszawa	2007-11-19
Łódź	2007-11-20
Warszawa	2007-11-21
Gdańsk	2007-11-22
Słupsk	2007-11-23
Puławy	2007-11-28
Lublin	2007-11-29
Rzeszów	2007-11-30
Białystok	2007-12-06
Rzeszów	2007-12-12
Kraków	2007-12-13
Kielce	2007-12-14

Zainteresowanych wzięciem udziału w tych szkoleniach prosimy o kontakt mailowy.

## WARSZTATY W BIAŁOWIEŻY 16-18 listopada

Przypominam także, iż w dniach 16-18 listopada (od piątku do niedzieli) w hotelu Białowieskim w Białowieży odbędą się warsztaty oraz roczne spotkanie integracyjne Klientów AFS-BGC. Podczas spotkania zaprezentujemy plany działania na rok 2008 dla importerów oraz eksporterów. Omówimy strategię zabezpieczającą plan finansowy i budżetowy na rok 2008. Wstępnie podsumujemy mijający rok 2007. Zaprezentujemy jak w praktyce wyglądają transakcje unoszenia i obniżania kursu sprzedaży i kupna waluty za pomocą szybko wygasających opcji PUT i CALL - czyli transakcje, które w ostatnich miesiącach stały się bardzo popularne wśród eksporterów oraz importerów przeprowadzających transakcje na Warszawskiej Giełdzie Towarowej. Pokażemy także, w jaki sposób przestawić posiadane zabezpieczenie na poziom o parę groszy lepszy za pomocą spreadu kalendarzowego opcji PUT oraz CALL. Przedstawimy parę innych technik polepszających kurs sprzedaży oraz kurs kupna.

Oprócz przedstawicieli AFS z polskiego biura, udział swój zapowiedzieli także szefowie wysokiego szczebla BGC z biura w Londynie. Omówią oni perspektywy i możliwości działania na kolejnych rynkach finansowych dla Klientów korzystających z usług brokerskich tego największego na świecie brokera rynku międzybankowego. Wystąpienia pracowników z Londynu będą tłumaczone na język polski.

Klienci korzystający z usług AFS (doradczej lub brokerskiej) będą mogli wziąć udział w imprezie bez żadnych opłat. Stosowne zaproszenia zostały rozesłane indywidualnie. W zaproszeniu tym przedstawiono szczegółowy program tej trzydniowej imprezy (oprócz części szkoleniowej przewidzieliśmy także zwiedzanie puszczy Białowieskiej oraz liczne imprezy towarzyszące).

Firmy nie będące Klientami AFS-BGC będą mogły wziąć udział w warsztatach odpłatnie. Koszt trzydniowego pobytu w hotelu Białowieskim z pełnym wyżywieniem oraz udział w sesjach szkoleniowych wynosi 1.000 Złotych netto + VAT. Dla firm spoza kręgu Klientów AFS-BGC jest jeszcze kilkanaście wolnych miejsc.

Mamy nadzieję, iż spotkanie to będzie okazją do wzajemnego poznania grona Klientów AFS-BGC, do wymiany doświadczeń, spostrzeżeń, uwag. Być może również do nawiązania kontaktów biznesowych. Klientami AFS-BGC są bowiem firmy z całej Polski z wielu różnych branż produkcyjnych i usługowych.

Osoby udające się do Białowieży z zachodniej części Polski mogą skorzystać z naszego autokaru, który w piątek (16 listopada) po południu wyruszy z Warszawy do Białowieży. W podobny sposób odwieziemy zainteresowanych w niedzielę rano (18 listopada) z Białowieży do Warszawy. Prosimy o wzięcie ze sobą ciepłego obuwia jesiennego na wycieczkę do Puszczy Białowieskiej.

Spotkania takie odbywać się będą co roku w listopadzie lub grudniu.

## Informacja na temat BGC oraz Cantor Fitzgerald

Jeszcze jedna uwaga. Dzięki wejściu firmy AFS w struktury kapitałowe Cantor Fitzgerald ([www.cantor.com](http://www.cantor.com)) oraz BGC International ([www.bgcpartners.com](http://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.

W ostatnich dniach nasi Klienci oraz firmy nie będące naszymi Klientami, lecz mające z nami kontakt, zaczęli zadawać pytania na temat „rodowodu” firmy BGC International. Przyznaję, iż skrót ten może niewiele mówić. Postaram się Państwu przybliżyć naszą sylwetkę.

Niemal na całym świecie banki wolą przeprowadzać transakcje kupna/sprzedaży (walut, obligacji, towarów, itp.) za pośrednictwem wyspecjalizowanych brokerów rynku międzybankowego. Takim brokerem jest właśnie firma BGC International. Jak się łatwo domyślić głównymi Klientami BGC na świecie są banki komercyjne, fundusze inwestycyjne oraz hedgingowe.

Każdego dnia nasi Klienci przeprowadzają za naszym pośrednictwem transakcje kupna/sprzedaży na wszystkich rynkach całego świata (walutowych, pieniężnych, obligacji, towarów, itp.) o wartości około 200 miliardów Dolarów amerykańskich. Z tego około 15% przypada na rynek walutowy – czyli około 30 miliardów Dolarów dziennej wymiany walut.

Jeśli chodzi o rynek Złotego, to każdego dnia nasi Klienci przeprowadzają za naszym pośrednictwem transakcje kupna/sprzedaży walut o wartości 300 milionów Dolarów amerykańskich, z czego około 15 milionów Dolarów rozliczane jest na Warszawskiej Giełdzie Towarowej S.A, a reszta przez nasze biuro w Londynie.

Skrót BGC wywodzi się od nazwiska współzałożyciela firmy Cantor Fitzgerald. W 1945 roku Bernie Gerald Cantor wraz z Johnem Fitzgeraldem założyli dom maklerski ([WWW.cantor.com](http://WWW.cantor.com)), który jest jednym z największych niebankowych domów maklerskich na świecie.

11 września 2001 roku wydarzyła się wielka tragedia. Atak terrorystyczny na wieże World Trade Centre w Nowym Yorku pamiętamy wszyscy. Nie wszyscy jednak wiedzą, iż najbardziej poszkodowaną firmą w tym zamachu była właśnie Cantor Fitzgerald. W katastrofie tej zginęło ponad trzy-czwarte personelu firmy (dealerzy, pracownicy back-office, administracja, itd.). Jeden z

samolotów, którzy uderzył w wieżę WTC wleciał dokładnie w piętra zajmowane przez firmę Cantor Fitzgerald.

Dzięki pomocy zaprzyjaźnionych firm z branży maklerskiej, CF szybko odbudował swą pozycję na rynku.

W 2004 roku szefowie CF podjęli decyzję o oddzieleniu usług brokerskich realizowanych na giełdach od usług brokerskich realizowanych na rynku międzybankowym. W tym celu utworzona została firma BGC International, do której oddelegowani zostali pracownicy Cantor Fitzgerald oraz wniesiony został niezbędny kapitał.

Dziś firma BGC ma olbrzymi udział w rynku międzybankowym. Z usług BGC korzystają takie banki jak: UBS, HSBC, Barclays, Lehmann Brothers, Deutsche Bank, CITI Group i wiele, wiele innych. Bankom wygodniej jest bowiem zadzwonić do brokera, któremu zgłaszają swe ceny inne banki, niż samodzielnie obdzwaniać banki w poszukiwaniu najlepszej ceny.

Tak to wygląda na świecie. Polska jest jednak wyjątkiem. Polskie banki niechętnie przeprowadzają transakcję za pośrednictwem brokera.

Właśnie dlatego Zarząd BGC podjął decyzję, by w Polsce umożliwić przeprowadzanie transakcji na rynku walutowym (na razie jedynie na rynku walutowym, lecz już niedługo będzie można przeprowadzać transakcje także na rynku obligacji, na rynku towarowym oraz na rynku pieniężnym) przez tak zwanych „klientów końcowych” – czyli przez przedsiębiorstwa.

Na świecie hierarchia ta wygląda inaczej. Mianowicie przedsiębiorstwa przeprowadzają transakcje wymiany walut w bankach, a banki zamykają swe pozycje u brokera. Każdy ma w tym swój biznes. Broker jest hurtownikiem, a bank detalistą.

W Polsce hurtownik jednocześnie musi stać się detalistą, by rozwinąć swoją działalność. Stąd nasza obecność właśnie bezpośrednio wśród firm importowych i eksportowych, które chcą kupować/sprzedawać walutę bezpośrednio na rynku międzybankowym oraz zabezpieczać się przed ryzykiem kursowym za pomocą transakcji terminowych.

Oprócz usługi brokerskiej oferujemy również usługę doradczą dla bardziej wymagających Klientów, którzy z naszą pomocą chcą sprawniej zarządzać ryzykiem walutowym oraz ryzykiem stopy procentowej.

Zaufało nam już kilkadziesiąt firm z całej Polski z różnych branż usługowych i produkcyjnych. Naszą misją jest skompletowanie 100 firm, którym będziemy doradzać przy zarządzaniu ryzykiem walutowym oraz ryzykiem stopy procentowej. Chcielibyśmy, aby połączenie naszych umiejętności w dziedzinie rynków finansowych oraz umiejętności managerów zarządzających tymi firmami na polu ich core-biznesu zaowocowało trwałym umiejscowieniem tych firm na liście „500 Gazeli Biznesu” prowadzonej przez Puls Biznesu.

Dziś na liście tej występuje spora rotacja. Można łatwo zauważyć pewną prawidłowość. W okresach, gdy Złoty jest słaby (wysokie kursy Euro, Dolara, Funta) czołowe miejsca zajmują firmy, w których dominuje przychód z eksportu. Firmy importowe zaś zajmują wtedy odległe miejsca. Gdy sytuacja na rynku walutowym się odwraca – czyli gdy Złoty staje się silny – na czoło stawki wysuwają się importerzy, a eksporterzy spadają na dalsze miejsca.

Chcielibyśmy, aby nasi Klienci zajmowali czołowe miejsca na tej liście bez względu na sytuację panującą na rynku walutowym. By plany finansowe i budżetowe przyjęte przez Zarząd były zawsze realizowane w stu procentach lub z nadwyżką, a nigdy poniżej planu. By wahania kursów walut nie miały negatywnego wpływu na wysokość marż handlowych naszych Klientów. Wahania kursów moglibyśmy wykorzystywać jedynie do powiększenia marży handlowej i wyniku finansowego.

Czy nasze zamierzenia okażą się wykonalne? Zobaczymy.

## 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 dotrzeć 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 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 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
<b>Import</b>	Euro	3,7475	4,1320	-0,21%	3,9030	<b>3,6800</b>	3,8500	3,8000			
	Dolar	2,8520	3,3100	-10,65%	3,1000	2,9000	3,1000	3,0500			
	<b>Koszyk</b>	<b>3,3190</b>	<b>3,7130</b>	<b>-4,96%</b>	<b>3,5015</b>						
<b>Eksport</b>	Euro	3,7475	4,1320	-0,21%	3,9030				3,8600	<b>4,2000</b>	4,0400
	Dolar	2,8520	3,3100	-10,65%	3,1000				3,1600	<b>3,3800</b>	3,2400
	<b>Koszyk</b>	<b>3,3190</b>	<b>3,7130</b>	<b>-4,96%</b>	<b>3,5015</b>						

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

**Zabezpieczenie rocznego planu finansowego**

**Eksporter EUR**

	3 lipiec 2006	21 grudzień 2006	21 marzec 2007	21 czerwiec 2007	21 wrzesień 2007
<b>-CALL</b>		<b>4,18</b>			<b>4,097</b>
<b>F15</b>					
<b>F12</b>				<b>4,091</b>	
<b>F9</b>			<b>4,086</b>		
<b>F6</b>		<b>4,080</b>			
<b>Spot</b>	<b>4,070</b>				
<b>+PUT</b>		<b>3,96</b>	<b>3,96</b>	<b>3,96</b>	<b>3,96</b>
<b>Eksporter EUR</b>			<b>4,19</b>	<b>4,20</b>	<b>4,21</b>



## 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 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 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](mailto:JMaliszewski@bgcfx.com) ; [j.maliszewski@alphafs.com.pl](mailto: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](mailto:afs@wgt.com.pl)