



DMK Sp. z o.o
ul.Chmielna 85 / 87
00-805 Warszawa
tel.: +48 22 660 38 30
fax: +48 22 660 38 39
e-mail: dmk@wgt.com.pl

Witam serdecznie,

Na rynku Złotego (EUR/PLN) od tygodnia dzieją się bardzo ciekawe rzeczy. Dla jednych - "wieje nuda". Dla innych (ja jestem w tej grupie) - zachowanie rynku jest bardzo dziwne.

Przy czym nie mam tutaj na myśli to, w którą stronę podąża kurs EUR/PLN, lecz to w JAKI SPOSÓB SIĘ TO ODBYWA.

Ale może zacznę od początku.

Mianowicie dwa tygodnie temu rozrysowałem w jednym z raportów coś co nazywa się "formacją konsolidacji" o zakresie szerokości 4,13-4,20.

Wskazałem wtedy, iż w tego typu sytuacjach, gdy na wykresie tworzy się konsolidacja, to uczestnicy rynku grają "od bandy do bandy" - czyli gdy kurs zbliża się do dolnego ograniczenia (w naszym przypadku jest to 4,13), otwierają długą pozycję na parze EUR/PLN (czyli grają na wzrost kursu Euro). Natomiast gdy kurs zbliża się do górnego ograniczenia (w naszym przypadku było to 4,20), inwestorzy zaczynają obstawiać krótką pozycję EUR/PLN (czyli grają na spadek kursu Euro).

I to się działo.

Dodałem wtedy jeszcze, iż w chwili gdy jedna ze stron rynku zdobywa przewagę, i udaje się wybić kurs poza obręb konsolidacji - to wtedy sprawy przybierają zazwyczaj bardzo dynamiczny obrót.

Mianowicie - jeśli rynek zdoła wybić się powyżej górnego ograniczenia konsolidacji (a tak właśnie się stało w naszym konkretnym przypadku) - to wtedy tacy uczestnicy rynku, którzy obstawiali spadki EUR/PLN, zaczynają uciekać ze stratnych pozycji (za pomocą zleceń stop-loss), a dynamika tej ucieczki sprawia, że kurs EUR/PLN szybko pnie się dalej w górę. Tak to powinno wyglądać, gdyby rynek zachowywał się zgodnie z KANONEM i zgodnie z prawidłowościami obserwowanymi od kilkuset lat na rynkach finansowych.

TYMCZASEM w naszym przypadku nie ma absolutnie żadnej dynamiki! Tak jakby uczestnicy rynku zostali już wcześniej wypłoszeni, już wcześniej pozamykali swoje pozycje nastawione na umocnienie Złotego, i teraz najzwyczajniej brakuje paliwa do tego, by Złotego osłabić w bardziej zdecydowany sposób.

Wyjaśnienie tego fenomenu może być też i takie, że część uczestników rynku jednak faktycznie zamyka w popłochu swoje pozycje, lecz po drugiej stronie rynku zlecenia te napotykają zlecenia innych inwestorów, którzy korzystając z przeceny, zajmują długą pozycję w Złotym i w polskich papierach wartościowych - gdyż i tak taki mieli plan na najbliższe miesiące.



DMK Sp. z o.o
ul. Chmielna 85 / 87
00-805 Warszawa
tel.: +48 22 660 38 30
fax: +48 22 660 38 39
e-mail: dmk@wgt.com.pl

Pamiętacie Państwo, gdy kilka tygodni temu Złoty się umacniał, to umocnienie naszej waluty przebiegało w równie spokojny sposób. Kurs EUR/PLN zsuwał się mozolnie grosz po groszu w dół. Tak teraz mozolnie wspina się grosz po groszu w górę. Daje mi to do myślenia, że na naszym rynku nie ma tak zwanych "rozrabiaków", którzy lubią rozchwiać notowaniami waluty, lecz na rynku są w głównej mierze obecnie teraz inwestorzy długoterminowi.

Jeszcze raz wróć do kwestii (którą poruszam cały czas od września ubiegłego roku) związanej z przekwalifikowaniem Polski z grona krajów rozwijających się (Emerging Markets) do grona krajów rozwiniętych (Developed Market). Formalnie w indeksie tym - Polska znajdzie się od września 2018 roku. W dniu wygasania starej serii kontaktów futures (21 września 2018 rozliczenie kontraktów) wszystkie ETFy (fundusze inwestycyjne mające w swych statutach wpisane, iż inwestują w określony INDEKS) będą musiały mieć w swych portfelach dokładnie taki udział polskich aktywów - jaki udział będzie miała Polska w tym indeksie w dniu 21 września 2018. Na chwilę obecną można oszacować, iż Polska będzie miała około 1% udziału w tym indeksie.

I tutaj kolejna ważna informacja. W opublikowanym we wrześniu 2017 raporcie agencji FTSE RUSELL (to właśnie ta agencja indeksowa przeniosła Polskę z EM do DM) można było znaleźć informację, iż aktywa klientów funduszy ETF, które inwestują w indeks FTSE RUSELL Developed Market Europe Zone wynosił nieco ponad 8 BILIONÓW EURO (8 tysięcy miliardów Euro). Jeśli Polska faktycznie miał w tym indeksie udział 1%, to w polskie aktywa musiano by zainwestować około 80 mld Euro. A póki co tego nie widać. Ceny akcji polskich firm notowanych na WGPW spadają, spada wartość Złotego.

Wytlumaczeniem tego może być to, iż w ostatnich kilku tygodniach na rynkach rozwiniętych (Stany Zjednoczone, Niemcy, Wielka Brytania, Francja), ceny akcji, a co za tym idzie tamtejsze indeksy giełdowe bardzo mocno spadają. W takich sytuacjach część klientów funduszy, które to fundusze inwestują na takich rozwiniętych rynkach, przenosi swoje kapitały do innej grupy funduszy - na przykład do funduszy rynku pieniężnego, czy też zwyczajnie wycofują się tacy klienci do gotówki.

Odpływ kapitałów z funduszy ETF sprawia, że tracą wtedy wszystkie rynki w równym stopniu. Zarządzający takimi funduszami muszą bowiem pozbywać się aktywów, by móc realizować umorzenia jednostek uczestnictwa - ze strony ich klientów.

Dochodzę do wniosku, że właśnie coś takiego teraz się dzieje. Te umorzenia jednostek nie muszą wcale przybierać panicznej dynamiki. Sądzę że jest to raczej systematyczne wycofywanie się kolejnych klientów funduszy. Gdzie ten kapitał teraz wobec tego wędruje? Do gotówki? Tam gdzie lokaty bankowe płacą najwyższe odsetki? Czyli do Dolara? A może kapitał ten idzie na spłatę kredytów wcześniej zaciągniętych pod te inwestycje (jest to tak zwany carry-trade). Kredyty na zakup akcji, funduszy, itp zazwyczaj ciążą na walucie o bardzo niskiej stopie procentowej (Frank, Yen japoński, Euro, itp). W Polsce dominował do



DMK Sp. z o.o
ul.Chmielna 85 / 87
00-805 Warszawa
tel.: +48 22 660 38 30
fax: +48 22 660 38 39
e-mail: dmk@wgt.com.pl

niedawna kredyt w CHF. Ale w innych regionach świata bardziej popularna walutą do tego celu był Yen japoński lub Euro.

Oznacza to, że jeśli teraz zaczął się proces odwrotny - czyli inwestorzy zamykają swoje inwestycje i spłacają kredyty, to za każdym razem gdy spłacany jest kredyt w Yenie lub w Euro - to taka waluta się umacnia. Bank bowiem otrzymując od klienta dyspozycję spłaty kredytu, musi w imieniu klienta kupić taką walutę w jakiej był zaciągnięty kiedyś kredyt. I takie zlecenia zakupu waluty podbijają wartość takiej waluty.

Jak na razie mamy bardzo dużo zmiennych, niewiadomych, wiele czynników. Rzeczywistość nie jest zero-jedynkowa. Mamy wiele odcieni, jedni inwestorzy spłacają kredyty, inni uciekają do gotówki, jeszcze inni przenoszą się z rynku na rynek. Wielkość kapitałów na rynkach finansowych jest tak ogromny, że nie sposób jednoznacznie określić modelu przepływu kapitału z miejsca w miejsce.

OK zakończę opis tego co się dzieje na tym etapie. Ale będę do tego jeszcze wielokrotnie wracać.

Teraz przejdę do wniosków.

Jak w tym świetle zachowywać się powinien Złoty? Jak powinni wobec tego zachowywać się importerzy i eksporterze? Jak zabezpieczać lub ubezpieczać swoje przepływy handlowe? Zaraz do tego przejdę.

Tymczasem stawiam tezę następującą:

1. Nawet jeśli inwestorzy globalni wycofują się z rynku akcji, obligacji i kierują się do gotówki lub spłaty kredytów - to i tak nie WSZYSCY! Zawsze zostaną na rynku tacy, którzy nie idą za tłumem.

Pamiętajmy bowiem, iż jeśli jeden inwestor chce sprzedać akcje, to jakiś inny inwestor musi od niego te akcje odkupić. Może się zmniejszyć kapitał zaangażowany w akcje - gdyż ich cena jest niższa - ale zawsze jest ktoś kto te akcje kupuje od tych co akcje się pozbywają. I tak samo dzieje się ze Złotym.

Zakładam, że jeśli na rynkach rozwiniętych rozwinię się bessa (na razie spadki wyglądają na kolejną korektę spadkową), czyli, że indeksy S&P, DAX, Do Jones, itp spadną o więcej niż 20%, to kapitały ulokowane w funduszach spadną o nie więcej niż połowę wartości.

A to by znaczyło, że wartość aktywów ulokowanych w Europe Zone Developed Market spadnie na przykład do 4 bilionów Euro (z obecnych 8 bilionów).

A to oznacza, iż jeśli Polska w tym indeksie będzie miała około 1% udziału, to i tak do Polski napłynie około 40 mld Euro. Na razie tego nie widzimy :)

2. Druga teza to taka - iż jeśli na rynki rozwinięte wróci hossa (indeksy zaczną znowu pięć się w górę), to Złoty bardzo szynko odrobi straty poniesione w ostatnim miesiącu. Stanie się tak, gdyż wtedy

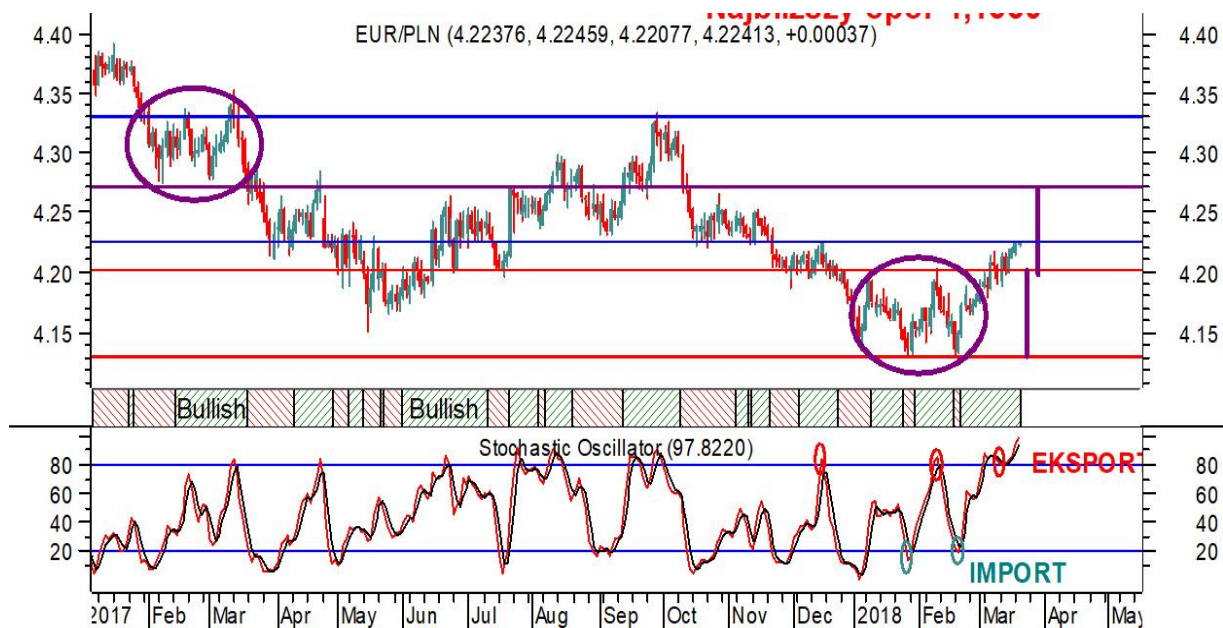
globalni inwestorzy znowu zaczną kupować jednostki uczestnictwa w funduszach a te mając więcej kapitału "pod palcem" zaczną szybko kupować aktywa. A że polskie aktywa są niemal nieobecne w ich portfelach, to im mniej będzie czasu do września 2018, tym szybciej trzeba będzie dopełniać portfel polskimi akcjami, obligacjami, Złotym.

Musimy więc uważnie obserwować zachowanie dwóch indeksów - S&P500 w USA oraz DAX w Niemczech.

Już dziś widoczna jest bardzo wysoka korelacja kursu EUR/PLN i tych indeksów. Gdy indeksy pną się w górę, Złoty zyskuje na wartości. Gdy zaś indeksy spadają, Złoty traci.

Co ciekawe - gdy indeksy spadają bardzo dynamicznie - Złoty traci bardzo wolno. Gdy zaś indeksy odbijają w górę, wtedy Złoty zyskuje bardziej zdecydowanie.

Teraz przejdę do omówienia załączonego wykresu analizy technicznej.



Jest to wykres świec dziennych EUR/PLN.

Na wykresie tym zaznaczyłem kilka wskaźników, które pomagają mi uporządkować chaos, jaki jest na wykresach, gdy ich nie uporządkujemy.

Najistotniejszy dla mnie jest zawsze wskaźnik STOCHASTIC - to ta sinusoida (nieregularna) na dole wykresu.

Wartość wskaźnika STOCHASTIC oscyluje pomiędzy wartością 0 i 100. Rzadko kiedy dochodzi do wyjścia powyżej 80 lub do spadku poniżej 20.

Ileokroć wskaźnik wybija się powyżej 80 lub poniżej 20, tyleokroć mówimy o



DMK Sp. z o.o
ul. Chmielna 85 / 87
00-805 Warszawa
tel.: +48 22 660 38 30
fax: +48 22 660 38 39
e-mail: dmk@wgt.com.pl

WYKUPIONYM stanie rynku (powyżej 80) lub WYPRZEDANYM stanie rynku (poniżej 20).

Moja osobista zasada jest taka, iż zawsze gdy mam długą pozycję (gdy gram na wzrost) a Stochastic wychodzi powyżej 80, to taką pozycję zamykam - czyli sprzedaję to co mam w długiej pozycji.

Gdy zaś Stochastic spada poniżej 20 pkt - wtedy zamykam grę na spadek kursu - czyli kupuję/odkupuję.

Czy ten wskaźnik daje idealne sygnały -czyli zawsze wskazuje idealny szczyt do sprzedania oraz idealny dołek do kupienia? Nie :) Nie daje takie gwarancji.

Ale jeśli prześledzimy na załączonym wykresie okresy gdy Stochastic wychodził powyżej 80 pkt (tak jak to ma miejsce teraz), to zdecydowanie częściej był to dobry moment do sprzedania EUR/PLN, niż do kupienia EUR/PLN.

Natomiast gdy wskaźnik spadał poniżej 20 pkt, to zdecydowanie częściej był to lepszy moment do kupna, niż do dalszej gry na spadek.

Kto wie, czy teraz nie będzie podobnie. Musi tylko pojawić się jakiś KATALIZATOR który nada rynkowi większej dynamiki i obudzi ze snu :)

Na wykresie zaznaczyłem dużą fioletową elipsą okres sprzed roku i okres obecny. Zastanawiałem się bowiem, czy to co się dzieje obecnie na rynku, to coś wyjątkowego, czy może już coś takiego widzieliśmy wcześniej.

I byłem mocno zdumiony widząc, że rok temu rynek zmieniał się niemal identycznie w okresie luty-marzec jak teraz w tym samym mniej więcej okresie.

Proszę spojrzeć. Rok temu w okresie luty-marzec budowała się bardzo podobna konsolidacja. Tyle tylko że wtedy dół tej konsolidacji to było 4,27 a góra 4,33. Co więcej - w dniu 13 marca 2017 kurs Euro wybił się powyżej tej konsolidacji (dochodząc do 4,36 - czyli 3 groszowe wybicie). Jak się potem okazało, wybicie to było FAŁSZYWE, gdyż zaraz potem kurs nagle zaczął spadać i aż do końca marca 2017 spadliśmy w okolice 4,21 (czyli o 15 groszy). W kwietniu była lekka korekta rosnąca, a potem do połowy maja znowu spadaliśmy do poziomu 4,15.

Dziś sytuacja wydaje się być podobnej natury. Ale rzecz jasna pewności nie mamy. Za dużo zewnętrznych czynników - o czym już pisałem - może zaburzyć nam tę prawidłowość.

Jeśliby prawidłowość sprzed roku miała zadziałać i teraz, to powinno się rozegrać to w taki sposób:

a) coś musi nadać dynamikę kursu EUR/PLN - czyli muszą pojawić się gwałtowniejsze wahania

b) potem musiałyby się okazać, że wybicie górą z konsolidacji było



DMK Sp. z o.o
ul. Chmielna 85 / 87
00-805 Warszawa
tel.: +48 22 660 38 30
fax: +48 22 660 38 39
e-mail: dmk@wgt.com.pl

pułapką, fałszywym wybiciem.

c) następnie Złoty musiałby się dynamicznie umacniać przynajmniej do końca kwietnia.

To jeden z możliwych scenariuszy.

Drugi scenariusz natomiast byłby bardziej klasyczny. Mianowicie jeśli założyć, że rok temu fałszywe wybicie w górę było ewenementem, spotykanym raz na dziesięć razy, a w tym roku wszystko odbędzie się bardziej klasycznie, to:

a) teraz musielibyśmy przyspieszyć ruch w górę w region 4,27 - byłoby to zgodne z klasycznym zasięgiem wybicia z konsolidacji.

Skoro konsolidacja miała szerokość 7 groszy (4,20-4,13), to od 4,20 ruch w górę o 7 groszy daje zasięg 4,27.

I to byłby klasyczny ruch.

b) po osiągnięciu zasięgu wybicia (4,27) korekta wzrostowa byłaby w pełni wypełniona i wtedy moglibyśmy znowu wrócić do trendu zapoczątkowanego w grudniu 2016 roku - trendu silnego Złotego.

Amator rynków finansowych pomyśli w tym momencie: "Co to za analiza???! Wynika z niej, że może być tak lub siak... ;-)" i uśmiechnie się on na końcu ironicznie :)

Zawodowiec natomiast pomyśli: "Cóż, robi się nerwowo na rynku i każdy z tych dwóch scenariuszy jest realny! A to oznacza, że trzeba teraz szybko REAGOWAĆ, a nie stawiać jednokierunkowych prognoz".

I teraz ZALECENIA:

1. Importerzy EUR - zrobmy tak, że jeszcze tylko do końca marca będziemy się SWAPOWAĆ, kub korzystać z kredytu w rachunku bieżącym EURO.

Obliczajmy za każdym razem średnią ważoną kursu po jakim zaciągnięty został kredyt w rach bieżącym EUR (lub kurs średni forwardów SWAP).

Na tych pozycjach nie próbujemy zarobić. Ale może nam się udać wyjść na ZERO czyli bez zysku i bez straty. I taki sobie cel powinniśmy teraz postawić. Wyjść z tych krótkich pozycji EUR/PLN bez straty.

Na razie nie zmieniamy strategii. Ale jeśli w ciągu najbliższych 2 tygodni obraz się nie zmieni - wtedy podam nowy plan. Będzie to polegało na ZASTĄPIENIU forwardów wystawionymi opcjami CALL. Jedno i drugie jest zobowiązaniem na rzecz banku, tyle tylko, że na forwardach mamy 2 grosze kwartalnie "górkę", a wystawienie opcji CALL EUR/PLN i zamknięcie forwardu da nam dodatkowy zapas około 4 groszy.

Będę o tym bardziej szczegółowo pisać w kolejnych raportach, gdy okaże się że trzeba będzie sięgnąć po tę metodę restrukturyzacji.



DMK Sp. z o.o
ul.Chmielna 85 / 87
00-805 Warszawa
tel.: +48 22 660 38 30
fax: +48 22 660 38 39
e-mail: dmk@wgt.com.pl

Na razie jednak do końca marca trzymamy się metody, którą obecnie stosujemy, czyli

a) jeśli trzeba na przykład dziś kupić 100 tys EUR by zapłacić za faktury importowe, to tę kwotę 100 tys EUR bierzemy z kredytu w rachunku bieżącym i płacimy za faktury importowe.

b) jeśli nie mamy dostępu do kredytu w EUR, a możemy zawierać firwardy, to 100 tys EUR kupujemy na rynku spot i jednocześnie sprzedajemy 100 tys EUR na termin w ramach transakcji forward - termin forwardu wrzesień 2018.

2. Eksporterzy EUR:

Cały czas stosujemy metodę 50/500, czyli jeśli mamy na rachunku kwotę 100 tys EUR z eksportu i chcemy to zamienić na PLN, to 50 tys EUR zamieniamy na rynku spot po bieżącej wyższej cenie, a drugie 50 tys EUR zamieniamy poprzez rozliczenie posiadanych forwardów z niższym kursem.

Nie otwieramy żadnych nowych forwardów, dopóki saldo starych forwardów nie spadnie nam o połowę.

Ze sprzedażą waluty możemy się wstrzymywać - pomocny będzie sygnał STOCHASTIC ale oparty o świece 4 godzinowe, Taki sygnał pojawia się co tydzień.

Bezpośredni opiekunowie z mojego zespołu będą prowadzić Państwo za rękę indywidualnie przez te strategie.

W trakcie pisania tego długiego raportu pojawiła się nieco większa zmienność kursu EUR/PLN. Być może jest to ten pierwszy czynnik, którego mi brakuje, by rynek zacząć zachowywać się bardziej klasycznie.

Przypominam jeszcze o kolejnych zaplanowanych na rok 2018 szkoleniach w innych miastach:

1. 22-23 Marzec 2018 - Poznań - Organizator: Polska Izba Importerów Eksporterów i Kooperacji.

[link do strony zgłoszeniowej](#)

2. 19-20 Kwiecień 2018 - Toruń - Organizator: Toruńska Agencja Rozwoju Regionalnego.

[link do strony zgłoszeniowej](#)

3. 24-25 Maj - Kraków - Organizator: Małopolska Agencja Rozwoju Regionalnego.

4. 14-15 Czerwiec - Kielce - Organizator: Staropolska Izba Przemysłowo Handlowa.



DMK Sp. z o.o
ul. Chmielna 85 / 87
00-805 Warszawa
tel.: +48 22 660 38 30
fax: +48 22 660 38 39
e-mail: dmk@wgt.com.pl

5. Wrzesień 2018 - Łódź - Organizator: Łódzka Fundacja Rozwoju
Przedsiębiorczości.

Dokładny adres miejsca szkoleń oraz linki do stron zgłoszeniowych u
organizatorów podam, gdy tylko zostanie to oficjalnie opublikowane na
stronach organizatorów szkoleń.

Jacek Maliszewski
Główny Ekonomista

DMK Sp. z o.o.
ul. Chmielna 85/87 Budynek WARTA TOWER
00-805 Warszawa, Polska

=====
Prezentowany raport został, przygotowany w Departamencie Inwestycji i
Zarządzania Ryzykiem DMK Sp. z o.o. tylko i wyłącznie w celach
informacyjnych i nie stanowi analizy inwestycyjnej, ani analizy
finansowej, ani też rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia
Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. (Dz.U. 2005, poz. 206
nr 1715) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz.U. 2005, Nr 183, poz.
1538 z późn. zm.). Przedstawiony raport jest wyłącznie wyrazem wiedzy i
poglądów autora według stanu na dzień sporządzenia i w żadnym wypadku
nie może być podstawą... działań,, inwestycyjnych Klienta. Przy
sporządzaniu raportu spółka DMK działała z należytą starannością oraz
rzetelnością. DMK Sp. z o.o. i jej pracownicy nie ponoszą jednak
odpowiedzialności za działania lub zaniechania Klienta podjęte na
podstawie niniejszego raportu, ani za szkody poniesione w wyniku tych
decyzji inwestycyjnych.
=====

„DMK” Sp. z o. o. z siedzibą w Warszawie, ulica Chmielna 85 / 87,
wpisana do Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem 0000198746,
prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy XII Wydział Gospodarczy,
kapitał zakładowy w wysokości 1 010 000,00 PLN, kapitał wpłacony w wysokości 1 010 000,00 PLN,
NIP 113-21-97-980, REGON 750187153.