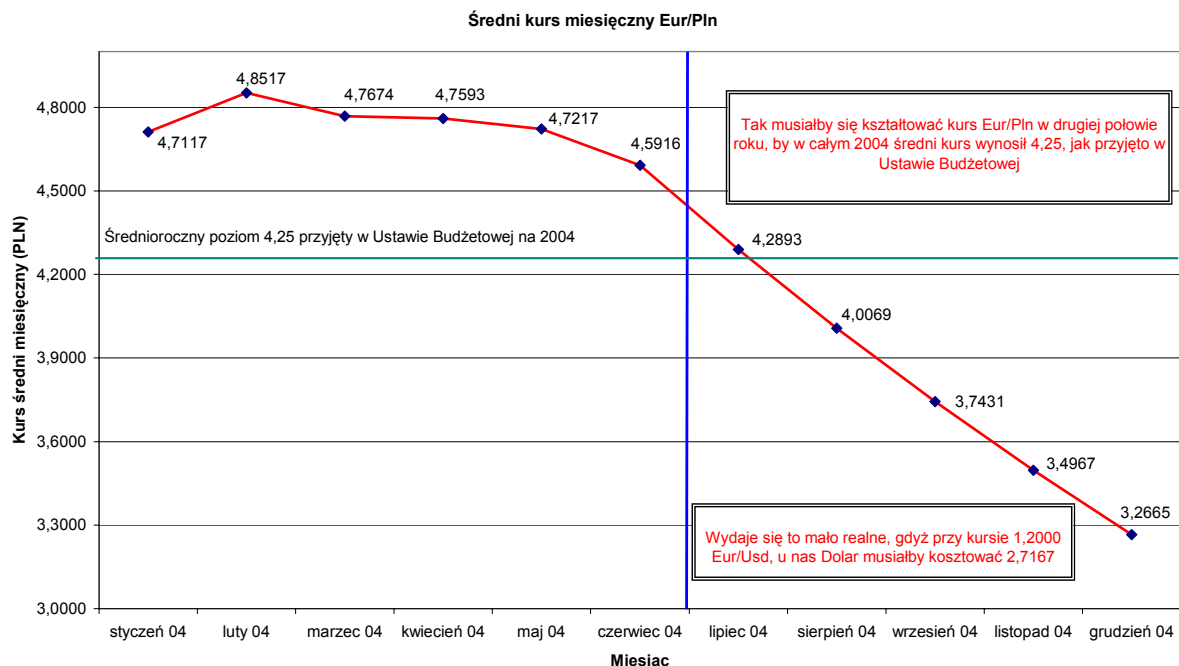




Raport specjalny z rynku walutowego 2004-07-09

Minęło właśnie pół roku. Warto cofnąć się nieco w czasie do chwili, gdy na początku bieżącego roku Ministerstwo Finansów ostatecznie przyjęło założenia do tegorocznej Ustawy Budżetowej. Jak zapewne pamiętają moi najwierniejsi czytelnicy, podczas prac nad tą Ustawą MF przyjęło wiele interesujących założeń, o których wspominałem już na początku roku. Oprócz bardzo optymistycznego założenia dalszego spadku stóp procentowych poniżej 4,50% (dziś pożyczki 5-letnie kosztują już powyżej 7,50% i nic nie zapowiada spadku), urzędnicy założyli także, iż średnioroczny kurs Euro (wykorzystywany do oszacowania kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego) wyniesie 4,25 Złotego.

Przez pierwsze sześć miesięcy bieżącego roku średni kurs w tym okresie wyniósł 4,7336 Złotego, z czego w pierwszym kwartale było to 4,7755, a w drugim 4,6904. Poniższy wykres przedstawia kształtowanie się średnio miesięcznego kursu Eur/Pln w kolejnych miesiącach pierwszego półrocza (po lewej stronie pionowej niebieskiej linii).



Po prawej stronie pionowej linii naniosłem średnio miesięczne kursy, które musiałyby zostać zanotowane, by w całym roku 2004 kurs Eur/Pln był zgodny z założeniami przyjętymi w Ustawie Budżetowej. Co prawda na rynku finansowym niczego nigdy nie można być pewnym. W tym jednak przypadku śmiem twierdzić, iż spełnienie się założeń urzędniczych jest już



niemożliwe do zrealizowania. Na koniec roku kurs Euro musiałby bowiem spaść nieco powyżej poziomu 3,25, co wydaje mi się nierealne.

Na temat prognoz stóp procentowych (a raczej nie prognoz, ale założeń) w wykonaniu urzędników MF nie będę się już w ogóle wypowiadał. Wiadomo, że i tutaj pomylili się dość znacznie.

No właśnie. Pomylili się? Czy może raczej zgubiło ich chciejstwo? Ja też chciałbym zarabiać milion złotych miesięcznie. Ale nigdy nie przyjąłbym takiego założenia przy konstruowaniu domowego budżetu. W przypadku konstruowaniu budżetu Polski sprawy wyglądają zgoła odmiennie. Tutaj chciejstwo gra pierwszoplanową rolę, a zdrowy rozsądek schodzi na drugi plan.

Domyślam się, iż urzędnicy MF sami nie bardzo wierzyli w swe prognozy w chwili ich szacowania. Zapewne wyglądało to tak, iż z góry było wiadomo ile maksymalnie budżet może wydać pieniędzy (między innymi na obsługę długu publicznego) i tak trzeba było dopasować zmienne finansowe (kursy walut, poziomy stóp pożyczek, itp.), aby przy założonych dochodach budżetowych nie zostały przełamane niebezpieczne poziomy deficytu oraz długu publicznego. Mając arkusz kalkulacyjny z wpisanymi częściowo wydatkami budżetowymi, można bardzo łatwo określić, przy jakich kursach walut i stóp procentowych, budżet taki by się „zapinał”. Wystarczyło użyć gotowej funkcji „Solvera” lub „Szukaj wyniku” i ... bach ... wyszło wspomniane 4,50% i 4,25 złotego za Euro. I tak zostało zapisane.

Jeśli budżet pod koniec roku nie będzie się zapinał, jeśli dług publiczny przekroczy kolejne poziomy bezpieczeństwa (55% i 60% PKB), zawsze będzie można zwalić winę na spekulantów, którzy najpierw osłabili złotego, a następnie zaczęli żądać na rynku pożyczek coraz wyższych odsetek i coraz niższych cen zakupu obligacji emitowanych przez Skarb Państwa. Można też zwalić winę na światowy rynek finansowy, na którym Euro zamiast tanieć do dolara, cały czas biło kolejne rekordy notowań (od marca trend się nieco zmienił na szczęście, bo gdyby nie to, to byłoby jeszcze gorzej). Tak oto rynki finansowe spłatały naszemu rządowi figla. Teraz pozostaje jedynie mieć nadzieję, iż zapoczątkowany dwa miesiące temu nowy trend na rynku walutowym, nie skończy się za szybko i trwać będzie dalej. To by częściowo poprawiło sytuację obsługi pożyczek zagranicznych. Musielibyśmy wydać mniej złotych na zakup dolarów i Euro potrzebnych na ich spłatę.

Gorzej sprawy wyglądają w przypadku długu krajowego, który jest przecież sporo wyższy niż dług zagraniczny. Wszystko wskazuje na to, iż bessa na rynku obligacji potrwa jeszcze wiele miesięcy. W tym czasie



oprocentowanie (rentowność) obligacji może skoczyć nawet powyżej 9%. Wysoka rentowność oznacza niskie ceny sprzedaży. MF będzie więc musiało sprzedać więcej obligacji, by uzyskać z ich sprzedaży określoną wcześniej kwotę pieniędzy. W efekcie w latach następnych (gdy przyjdzie spłacać pierwsze odsetki a później wykupić te obligacje) pojawi się jeszcze większy problem z obsługą długu publicznego. Nie martwy się na zapas – zdają się mówić urzędnicy – problemy zaczną się za 5-10 lat. Może do tego czasu stanie się jakiś cud gospodarczy i problemy same się rozwiążą.

No cóż. Może faktycznie nie ma się co martwić. Wystarczy za parę lat wyjechać z tego kraju pozostawiając pozostałych na pastwę długów. I może to jest właśnie rozwiązanie, które wyznają politycy i urzędnicy jaśnie nam panujący.

Na zakończenie tej części komentarza proponuję zerknąć na poniższe tabele, w których zamieściłem oczekiwania uczestników rynku międzybankowego (banki głównie) rynku pożyczek krótkoterminowych. Oczekiwania te dotyczą kształtowania się przyszłych stóp procentowych w naszym kraju. Tabela została wyznaczona już po ostatniej decyzji Rady Polityki Pieniężnej. Widać wyraźnie, iż w przypadku najkrótszych pożyczek 1-miesięcznych dealerzy bankowi spodziewają się wzrostu oprocentowania do poziomu prawie 7,50% na przestrzeni najbliższych 11 miesięcy. Pożyczki 3-miesięczne oraz 6-miesięczne (wykorzystywane do przeszacowywania kosztów kredytów długoterminowych) mają wzrosnąć nieco mniej – do 7,38% (w ciągu 9 miesięcy) i do 7,27% (w ciągu 6 miesięcy).

WIBOR w dniu :		02-lip-04										
Wartość bieżąca	5,94%	6,06%	6,18%	6,30%	6,42%	6,54%	6,61%	6,68%	6,75%	6,83%	6,92%	7,00%
Prognozy na dzień	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2004-08-01	6,15%	6,27%	6,39%	6,51%	6,63%	6,69%	6,75%	6,82%	6,90%	6,98%	7,06%	
2004-09-01	6,36%	6,47%	6,59%	6,71%	6,76%	6,82%	6,88%	6,96%	7,04%	7,12%		
2004-10-01	6,56%	6,68%	6,80%	6,83%	6,87%	6,93%	7,01%	7,08%	7,16%			
2004-11-01	6,76%	6,88%	6,88%	6,91%	6,96%	7,04%	7,12%	7,20%				
2004-12-01	6,95%	6,90%	6,93%	6,98%	7,06%	7,14%	7,22%					
2005-01-01	6,81%	6,88%	6,94%	7,04%	7,14%	7,22%						
2005-01-31	6,90%	6,97%	7,08%	7,18%	7,27%							
2005-03-03	7,00%	7,13%	7,23%	7,31%								
2005-04-02	7,22%	7,30%	7,38%									
2005-05-03	7,33%	7,41%										
2005-06-02	7,44%											

Dla porównania na innych rynkach oczekiwania te wyglądają podobnie. Oznaczałoby to, iż prawie cały świat wchodzi teraz w cykl podwyżek stóp procentowych. Nawet taką walutę, jak Frank szwajcarski będzie coraz trudniej pożyczyć z uwagi na rosnący poziom stóp procentowych w tym kraju.



Spójrzmy może po kolei. Na pierwszy ogień – rynek Dolara amerykańskiego. Tutaj rynek spodziewa się wzrostu stopy 1-miesięcznej z obecnego poziomu 1,36% do 3,116%. Stopa 3-miesięczna i 6-miesięczna miałyby wzrosnąć do 2,981% (z obecnego 1,60%) oraz do 2,773% (z obecnego 1,881%).

LIBOR USD w dniu : 02-lip-04												
Wartość bieżąca	1,360%	1,471%	1,600%	1,694%	1,788%	1,881%	1,958%	2,034%	2,111%	2,187%	2,264%	2,340%
Prognozy na dzień	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2004-08-01	1,581%	1,718%	1,803%	1,892%	1,983%	2,055%	2,128%	2,202%	2,276%	2,351%	2,426%	
2004-09-01	1,853%	1,912%	1,994%	2,081%	2,147%	2,216%	2,288%	2,360%	2,434%	2,508%		
2004-10-01	1,967%	2,061%	2,154%	2,217%	2,286%	2,357%	2,429%	2,502%	2,576%			
2004-11-01	2,150%	2,244%	2,297%	2,361%	2,430%	2,502%	2,575%	2,648%				
2004-12-01	2,333%	2,366%	2,427%	2,496%	2,568%	2,641%	2,714%					
2005-01-01	2,394%	2,470%	2,545%	2,621%	2,697%	2,773%						
2005-01-31	2,540%	2,616%	2,692%	2,767%	2,843%							
2005-03-03	2,686%	2,761%	2,837%	2,912%								
2005-04-02	2,830%	2,906%	2,981%									
2005-05-03	2,974%	3,049%										
2005-06-02	3,116%											

W przypadku Euro oczekiwania na wzrost stóp procentowych są nieco mniejsze. Stopa 1-miesięczna ma wzrosnąć do 2,656% z obecnego 2,075%. Stopa 3-miesięczna i 6-miesięczna odpowiednio do 2,605% (z obecnego 2,116%) oraz 2,527% (z obecnego 2,17%). Co ciekawe, uczestnicy rynku spodziewają się, iż do końca bieżącego roku pożyczki 6-miesięczne będą droższe w przypadku Dolara (2,773%) niż dla Euro (2,527%). Gdyby tak w istocie miało się to rozwijać, jak tego oczekują dealerzy bankowi (którzy głosują w ten sposób pieniędzmi wydając je na kupno kontraktów terminowych), to kredyty w Euro staną się niżej oprocentowane niż dla Dolara. A to może odwrócić cały obecny trend na rynku Eur/Usd i zacząć umacniać walutę amerykańską. Jak zwykle czas pokaże.

EURIBOR w dniu : 02-lip-04												
Wartość bieżąca	2,075%	2,094%	2,116%	2,136%	2,157%	2,177%	2,209%	2,240%	2,272%	2,303%	2,335%	2,366%
Prognozy na dzień	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2004-08-01	2,109%	2,133%	2,153%	2,173%	2,194%	2,227%	2,260%	2,292%	2,324%	2,356%	2,388%	
2004-09-01	2,152%	2,171%	2,191%	2,211%	2,246%	2,281%	2,314%	2,347%	2,380%	2,412%		
2004-10-01	2,186%	2,206%	2,226%	2,266%	2,302%	2,337%	2,371%	2,404%	2,436%			
2004-11-01	2,222%	2,242%	2,288%	2,327%	2,363%	2,397%	2,430%	2,463%				
2004-12-01	2,258%	2,317%	2,358%	2,394%	2,428%	2,461%	2,493%					
2005-01-01	2,372%	2,403%	2,434%	2,465%	2,496%	2,527%						
2005-01-31	2,429%	2,460%	2,491%	2,523%	2,554%							
2005-03-03	2,486%	2,517%	2,548%	2,579%								
2005-04-02	2,543%	2,574%	2,605%									
2005-05-03	2,600%	2,631%										
2005-06-02	2,656%											



Spójrzmy teraz na Franka szwajcarskiego. Nawet tutaj rynek oczekuje wyżki (i to mocnej) stóp procentowych w tym kraju. Gdyby scenariusz miał się rozwinąć tak, jak oczekują tego inwestorzy robiący zakłady na rynku kontraktów terminowych, to mimo tej oczekiwanej wyżki stóp, kredyty nominowane w CHF byłyby znacznie tańsze niż kredyty w USD i EUR.

Przy okazji. Wiele osób pyta mnie dlaczego odradzam zaciąganie kredytów w EUR. Przecież za parę lat zamienimy Złote na Euro i zniknie nam ryzyko kursowe. Ha! I tutaj jest wielki problem. Ryzyko zniknie nam w dniu przejścia z PLN na EUR (może to będzie dzień 1 stycznia 2009 lub 2010), ale w tym dniu całe to ryzyko zostanie zrealizowane, a my nie będziemy mieli na to żadnego wpływu. A co się stanie jeśli akurat w dniu przejścia na Euro kurs Złotego będzie niski? Przecież tego nie można wykluczyć. Według mnie jest to olbrzymie ryzyko. Bezpieczniej jest więc zaciągnąć kredyt w innej walucie. Jeśli bowiem w dniu wejścia do strefy Euro kurs Złotego będzie niski, będziemy mogli spokojnie poczekać (spłacając kredyt w USD lub w CHF) aż trend znowu się odwróci i przewalutować kredyt na Euro wtedy, gdy będzie nam to pasować. Według mnie jest to zdecydowanie bezpieczniejsze.

LIBOR CHF w dniu : 02-lip-04												
Wartość bieżąca	0,390%	0,420%	0,491%	0,573%	0,655%	0,737%	0,797%	0,858%	0,918%	0,979%	1,039%	1,100%
Prognozy na dzień	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2004-08-01	0,450%	0,541%	0,633%	0,721%	0,806%	0,865%	0,924%	0,984%	1,044%	1,104%	1,164%	
2004-09-01	0,632%	0,725%	0,811%	0,894%	0,947%	1,003%	1,060%	1,118%	1,176%	1,235%		
2004-10-01	0,818%	0,900%	0,981%	1,026%	1,077%	1,131%	1,187%	1,244%	1,301%			
2004-11-01	0,981%	1,063%	1,094%	1,141%	1,193%	1,247%	1,304%	1,361%				
2004-12-01	1,143%	1,150%	1,193%	1,244%	1,300%	1,356%	1,414%					
2005-01-01	1,156%	1,217%	1,277%	1,337%	1,398%	1,458%						
2005-01-31	1,276%	1,336%	1,396%	1,457%	1,517%							
2005-03-03	1,395%	1,455%	1,515%	1,575%								
2005-04-02	1,513%	1,574%	1,634%									
2005-05-03	1,632%	1,692%										
2005-06-02	1,749%											

Spójrzmy jeszcze na inne waluty. Dolar Australijski. To jeden z niewielu rynków, gdzie jego uczestnicy nie spodziewają się wzrostu stóp procentowych w najbliższych miesiącach.



LIBOR AUD w dniu : 02-lip-04												
Wartość bieżąca	5,400%	5,438%	5,488%	5,521%	5,554%	5,588%	5,613%	5,639%	5,665%	5,691%	5,717%	5,743%
Prognozy na dzień	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2004-08-01	5,450%	5,506%	5,536%	5,568%	5,600%	5,624%	5,648%	5,673%	5,698%	5,723%	5,748%	
2004-09-01	5,537%	5,554%	5,581%	5,612%	5,633%	5,655%	5,679%	5,702%	5,727%	5,751%		
2004-10-01	5,545%	5,578%	5,611%	5,630%	5,653%	5,676%	5,700%	5,724%	5,749%			
2004-11-01	5,585%	5,617%	5,633%	5,653%	5,676%	5,699%	5,723%	5,748%				
2004-12-01	5,624%	5,631%	5,650%	5,672%	5,696%	5,720%	5,744%					
2005-01-01	5,612%	5,637%	5,662%	5,687%	5,712%	5,737%						
2005-01-31	5,635%	5,660%	5,685%	5,711%	5,736%							
2005-03-03	5,659%	5,684%	5,709%	5,734%								
2005-04-02	5,682%	5,707%	5,731%									
2005-05-03	5,704%	5,729%										
2005-06-02	5,727%											

W przypadku Dolara kanadyjskiego jest już inaczej. Tutaj także oczekuje się 150 punktowego wzrostu stóp.

LIBOR CAD w dniu : 02-lip-04												
Wartość bieżąca	2,065%	2,093%	2,138%	2,197%	2,255%	2,313%	2,386%	2,458%	2,530%	2,602%	2,674%	2,747%
Prognozy na dzień	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2004-08-01	2,118%	2,171%	2,237%	2,299%	2,359%	2,435%	2,510%	2,584%	2,657%	2,731%	2,804%	
2004-09-01	2,221%	2,292%	2,355%	2,415%	2,494%	2,570%	2,646%	2,720%	2,794%	2,867%		
2004-10-01	2,359%	2,417%	2,475%	2,557%	2,635%	2,711%	2,786%	2,860%	2,934%			
2004-11-01	2,470%	2,528%	2,618%	2,699%	2,776%	2,852%	2,926%	3,000%				
2004-12-01	2,581%	2,687%	2,770%	2,847%	2,922%	2,996%	3,069%					
2005-01-01	2,787%	2,858%	2,930%	3,001%	3,072%	3,144%						
2005-01-31	2,923%	2,994%	3,065%	3,136%	3,208%							
2005-03-03	3,058%	3,129%	3,200%	3,271%								
2005-04-02	3,192%	3,263%	3,334%									
2005-05-03	3,325%	3,395%										
2005-06-02	3,457%											

W przypadku Funta brytyjskiego oczekiwania na wzrost stóp są umiarkowane. Nie powinniśmy przekroczyć pułapu 5,50%

LIBOR GBP w dniu : 02-lip-04												
Wartość bieżąca	4,598%	4,720%	4,826%	4,890%	4,955%	5,019%	5,057%	5,096%	5,134%	5,173%	5,211%	5,250%
Prognozy na dzień	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2004-08-01	4,824%	4,922%	4,969%	5,025%	5,083%	5,114%	5,147%	5,182%	5,217%	5,253%	5,289%	
2004-09-01	4,999%	5,021%	5,071%	5,128%	5,152%	5,180%	5,212%	5,245%	5,279%	5,314%		
2004-10-01	5,022%	5,086%	5,149%	5,168%	5,195%	5,225%	5,258%	5,292%	5,327%			
2004-11-01	5,128%	5,191%	5,195%	5,216%	5,244%	5,275%	5,308%	5,343%				
2004-12-01	5,232%	5,207%	5,223%	5,251%	5,282%	5,316%	5,351%					
2005-01-01	5,159%	5,197%	5,234%	5,272%	5,310%	5,347%						
2005-01-31	5,212%	5,249%	5,287%	5,324%	5,362%							
2005-03-03	5,264%	5,301%	5,338%	5,376%								
2005-04-02	5,315%	5,352%	5,389%									
2005-05-03	5,366%	5,403%										
2005-06-02	5,415%											

Wreszcie rynek japoński. Tutaj także stopy powinny pozostać bliskie zeru jeszcze przez wiele miesięcy.



LIBOR JPY w dniu : 02-lip-04												
Wartość bieżąca	0,039%	0,043%	0,053%	0,057%	0,061%	0,065%	0,070%	0,074%	0,079%	0,084%	0,088%	0,093%
Prognozy na dzień	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2004-08-01	0,047%	0,059%	0,063%	0,066%	0,070%	0,075%	0,080%	0,084%	0,089%	0,093%	0,098%	
2004-09-01	0,071%	0,070%	0,073%	0,076%	0,080%	0,085%	0,089%	0,094%	0,099%	0,103%		
2004-10-01	0,069%	0,073%	0,078%	0,083%	0,088%	0,092%	0,097%	0,102%	0,107%			
2004-11-01	0,078%	0,082%	0,087%	0,092%	0,097%	0,102%	0,107%	0,111%				
2004-12-01	0,086%	0,092%	0,097%	0,102%	0,107%	0,111%	0,116%					
2005-01-01	0,098%	0,102%	0,107%	0,112%	0,116%	0,121%						
2005-01-31	0,107%	0,112%	0,116%	0,121%	0,126%							
2005-03-03	0,116%	0,121%	0,126%	0,130%								
2005-04-02	0,126%	0,130%	0,135%									
2005-05-03	0,135%	0,140%										
2005-06-02	0,144%											

Spójrzmy jeszcze na długoterminowe wykresy kursów najważniejszych par walut.

Eur/Usd wydaje się być w mega trendzie wzrostowym. Przydałaby się jednak jakaś głębsza korekta na tym rynku, dzięki czemu udałoby się zebrać siły na kolejny atak nawet na historyczne maksimum 1,40 zanotowane na początku lat 90-tych.



Usd/Chf. Tutaj mamy nałożone dwa silne trendy spadkowe. Frank powinien się więc dalej umacniać względem Dolara. Ale i tutaj przydałaby się jakaś większa korekta.



Usd/Jpy. Mega trend, to oczywiście trend spadkowy. Ale od 1994 roku mamy długoterminowy trend boczny bez wyraźnego kierunku.



Na koniec Gbp/Usd. Mega trend spadkowy. Po pokonaniu 1,74 zanegowaliśmy nieco krótszy trend spadkowy. Teraz spodziewam się głębszej korekty ale następnie atak na poziom 2,00.



I to wszystko w dzisiejszym raporcie specjalnym. Życzę wszystkim samych rozsądnych decyzji inwestycyjnych.

Jacek Maliszewski – EKSPERT Instytutu Sobieskiego
mail to: Jacek.Maliszewski@sobieski.org.pl

Przedstawione, w dystrybuowanych przez serwis raportach, poglądy, oceny i wnioski są wyrazem osobistych poglądów autorów i nie mają charakteru rekomendacji autora lub serwisu www.efixpolska.com 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 21 sierpnia 1997r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz. U. Nr 118, poz. 754, z późn. zm.) Wyłączną odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne, podjęte lub zaniechane na podstawie raportu lub z wykorzystaniem wniosków w nim zawartych, ponosi inwestor. Autorzy serwisu są również właścicielami majątkowych praw autorskich do raportów. W szczególności zabronione jest kopiowanie, przedrukowywanie, udostępnianie osobom trzecim i rozpowszechnianie raportów w całości lub we fragmentach bez zgody autorów serwisu. Zgodę taką można uzyskać po prostu pisząc na adres sobieski@sobieski.org.pl