

## Komentarz tygodniowy

2007-08-18

### Eur/Usd – szansa na mocne odbicie w górę

Tydzień temu wspominałem, iż: „Po raz pierwszy od sierpnia 1996 stopy procentowe w Japonii wzrosły powyżej 1%. Rynek zaczyna się obawiać, iż stopy w kraju kwitnącej wiśni będą dalej rosnać wprawiając kredytobiorców, którzy korzystając z zerowych stóp pozaciągali pożyczki o sporej sumie w spore kłopoty. Teraz koszt obsługi takiej pożyczki zaczyna gwałtownie rosnać zmuszając inwestorów do spłacania przynajmniej części długu.”.

Jak się przekonałismy w minionym tygodniu, paniczne odkupywanie Yena przez inwestorów (którzy wcześniej pozaciągali pożyczki w japońskiej walucie) doprowadziło do sporego zamieszania nie tylko na rynku walutowym, ale także na rynku akcji oraz na rynku towarowym.

Co teraz? Wydaje się, iż rynek po raz kolejny podniesie się tak, jak to już wiele razy miało miejsce. Yen ponownie zacznie być sprzedawany i wszystko wróci do poprzedniego stanu. Do czasu... Kolejna fala paniki może bowiem przesądzić o odwróceniu się trendów wieloletnich.

Na razie jednak spadające kursy Usd/Jpy, Eur/Jpy, Gbp/Jpy, itp. Zatrzymały się na ważnych wsparciach długookresowych. Podobnie kurs Gbp/Usd oraz Eur/Usd zatrzymały swe spadki na liniach wieloletniego trendu.

Początek tygodnia powinien więc przynieść dość znaczne odreagowanie włącznie z wyjściem kursu Eur/Usd powyżej 1,3600. Gdyby tak się stało i rynek powrócił ponad ten poziom, mogłoby dojść do ponownej euforii i szale zakupu akcji, towarów oraz walut wysoko procentowych (Dolar australijski, nowozelandzki, Funt brytyjski).

Tydzień temu wspominałem jeszcze, iż: „W razie przełamania wsparcia znajdującego się na wysokości 1,3600, rynek powinien zejść w okolice 1,3400, gdzie przebiega linia

wieloletniego trendu rosnącego. Inwestorzy o średnioterminowym horyzoncie inwestycyjnym otrzymaliby wtedy sygnał do odnawiania (otwierania nowych) długich pozycji.”.

Dodałem wtedy jeszcze, iż: „Na razie bardziej prawdopodobny stał się spadek do 1,3400 (niż odbicie od poziomu 1,3600 w górę). Oznacza to, iż osoby nie stroniące od ryzyka powinny wstawić zlecenia stop-sell (czyli otwarcie krótkiej pozycji zleceniem stop) w chwili, gdy kurs spadnie poniżej 1,3590.”.

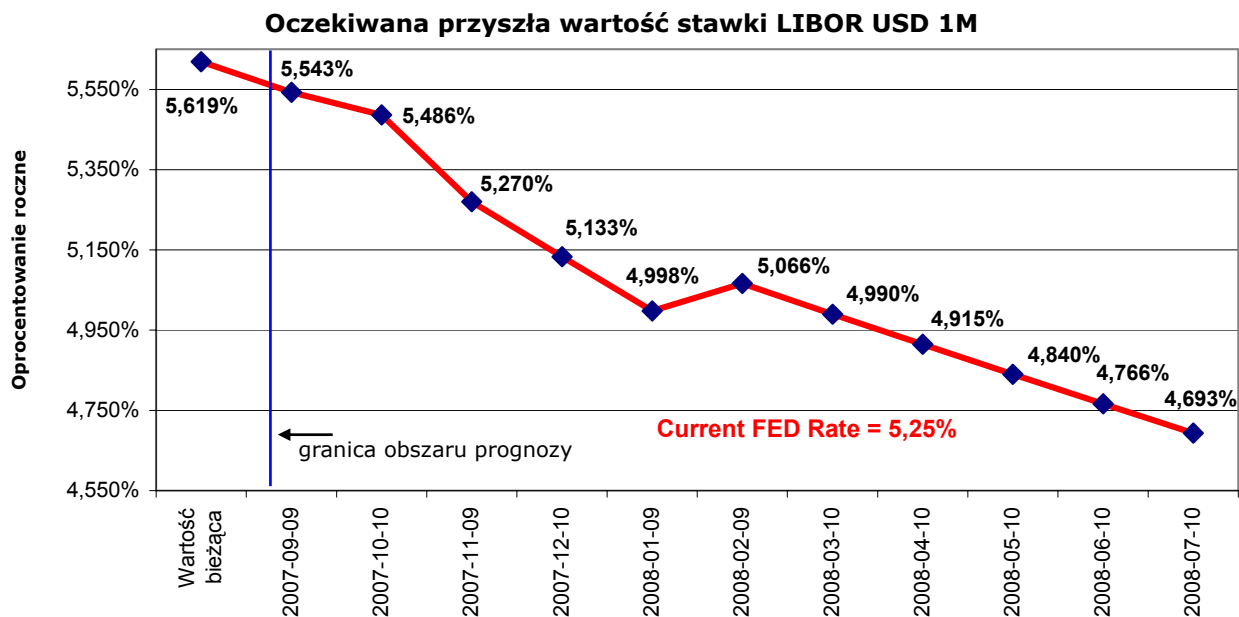
Jak widzimy spadek do 1,3400 (a nawet nieco poniżej tego poziomu) został wypełniony i tym samym pojawił się sygnał do zajmowania długich pozycji dla inwestorów średnioterminowych.

Jak wysoko może dojść korekta zrostowa? Na wysokości 1,3550 znajduje się pierwsze zniesienie Fibonacciego (rynek dotarł tam w piątek po obniżeniu przez FED stopy dyskontowej). Nieco wyżej – na wysokości 1,3600 znajduje się połowa fali spadkowej. To właśnie ten poziom stanie się teraz arcyważny z punktu widzenia analizy technicznej. Jeśli wzrost kursu Eur/Usd zostanie zahamowany tuż poniżej, inwestorzy zaczną na wyścigi wystawiać krótkie pozycje (kupować Dolara). Jeśli jednak poziom 1,3600 uda się przebić od dołu, wszyscy, którzy posiadają krótkie pozycje zaczną je panicznie zamykać zleceniami stop-loss. W takim scenariuszu moglibyśmy podskoczyć nawet do 1,3660 gnani w górę uaktywniającymi się kolejnymi zleceniami stop-loss.

Warto więc zachować czujność. Inwestorzy, dla których zbyt duża zmienność na rynku Eur/Usd daje się we znaki powinni skoncentrować się na spokojniejszej parze Eur/Gbp. Tutaj preferowane są krótkie pozycje – czyli gra na szybsze umocnienie Funta względem Dolara niż waluty europejskiej.

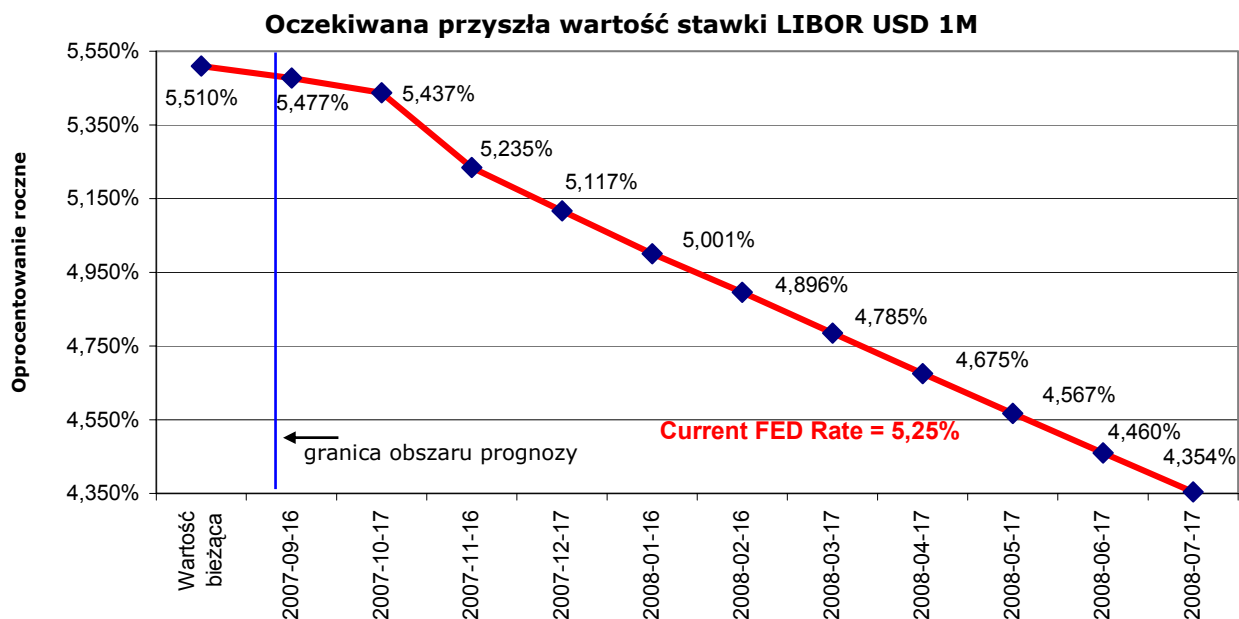


Spójrzmy teraz na oczekiwania uczestników tych dwóch rynków. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp dolarowych (czyli FRA 11x12) osiągnął wartość 4,693%.

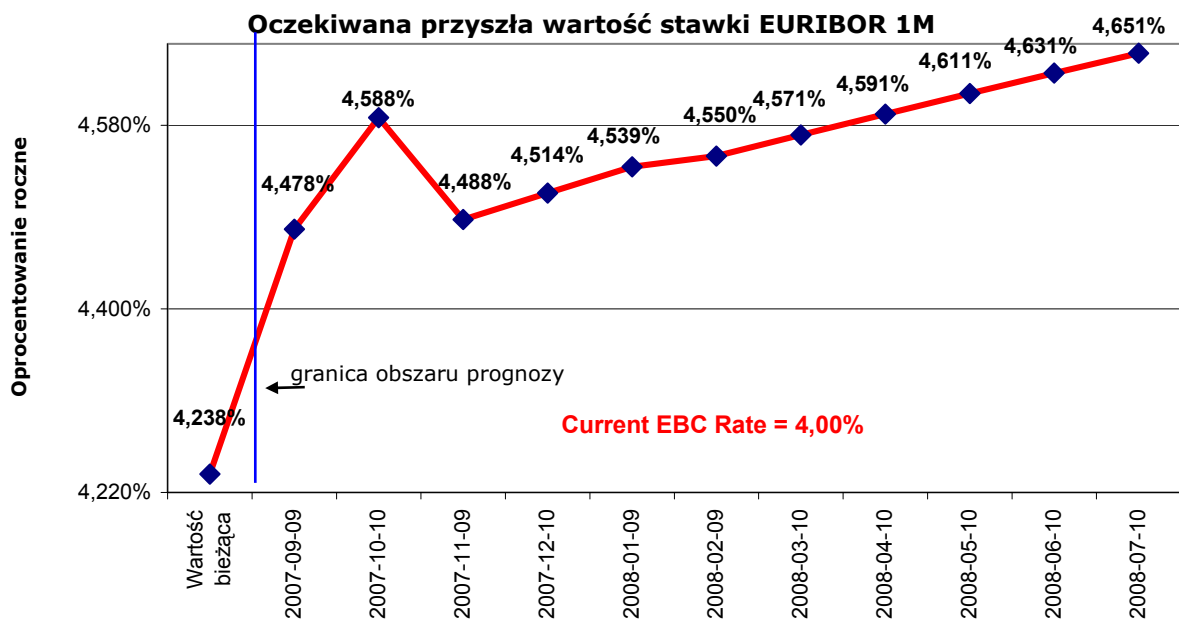


Obecnie (dane z piątku 18 sierpnia 2007) prawy kraniec krzywej poszedł w dół aż o 43,9 punktu bazowego!!, czyli do poziomu 4,354%. Na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy uczestnicy rynku spodziewają się aż czterech obniżek stóp procentowych z poziomu 5,25% do 4,25%.

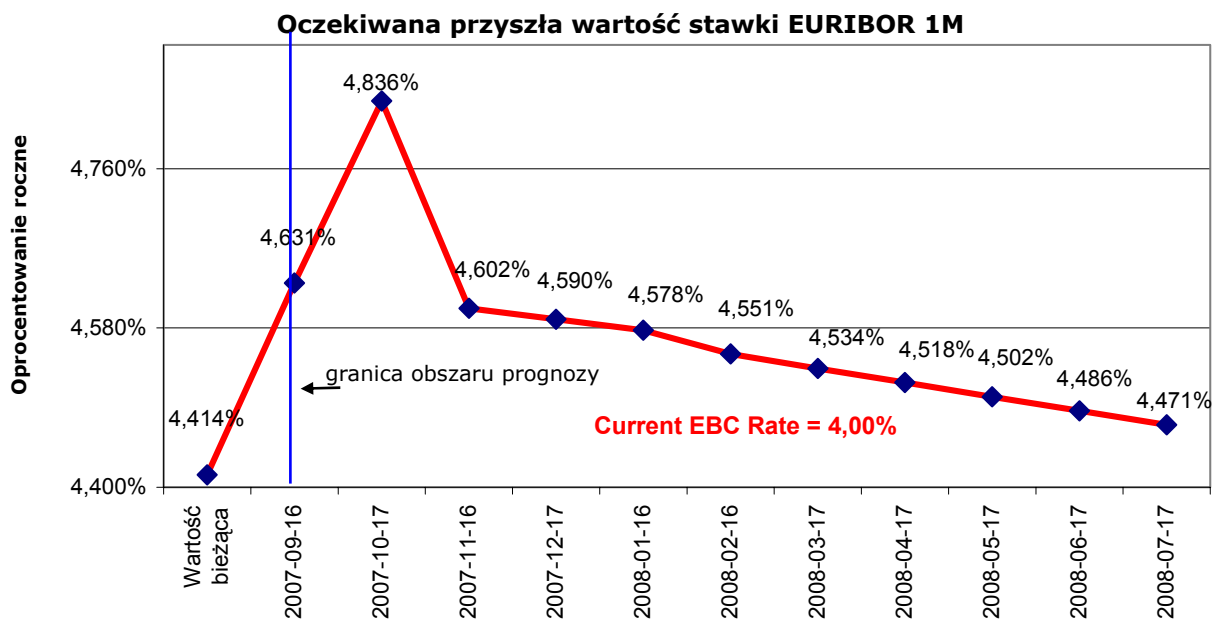
Gdyby scenariusz ten faktycznie zaczął się realizować osłabiłoby to znacząco Dolara, lecz przy okazji ulżyłoby wszystkim kredytobiorcom hipotecznym, którzy wpadli w pułapkę.



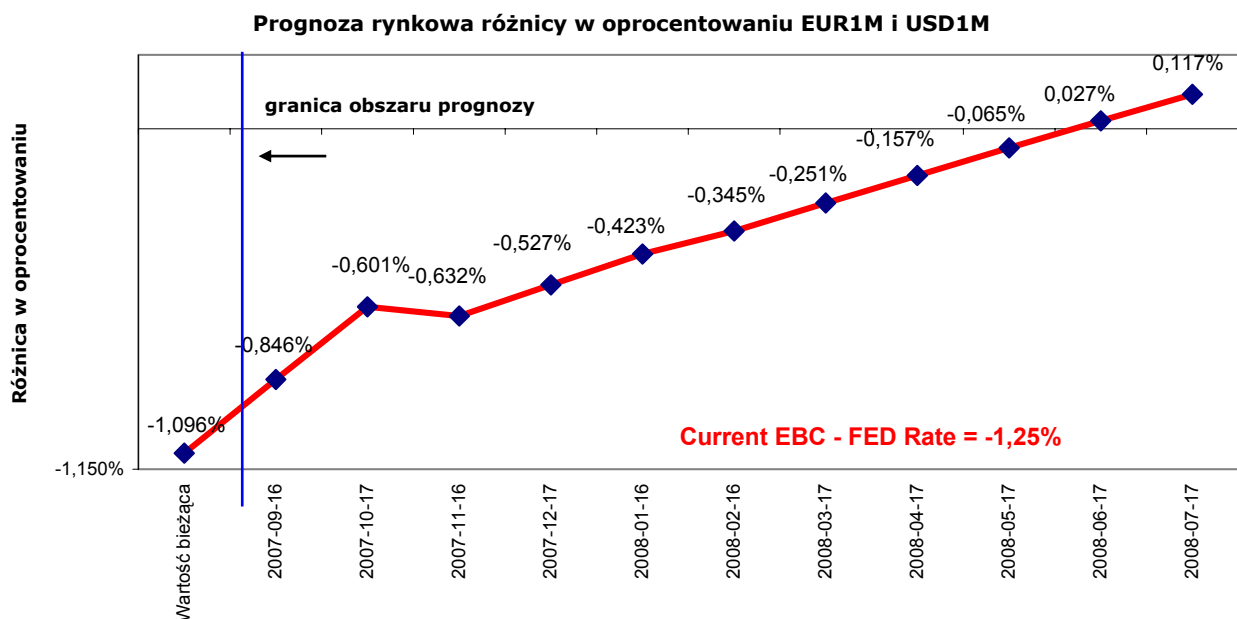
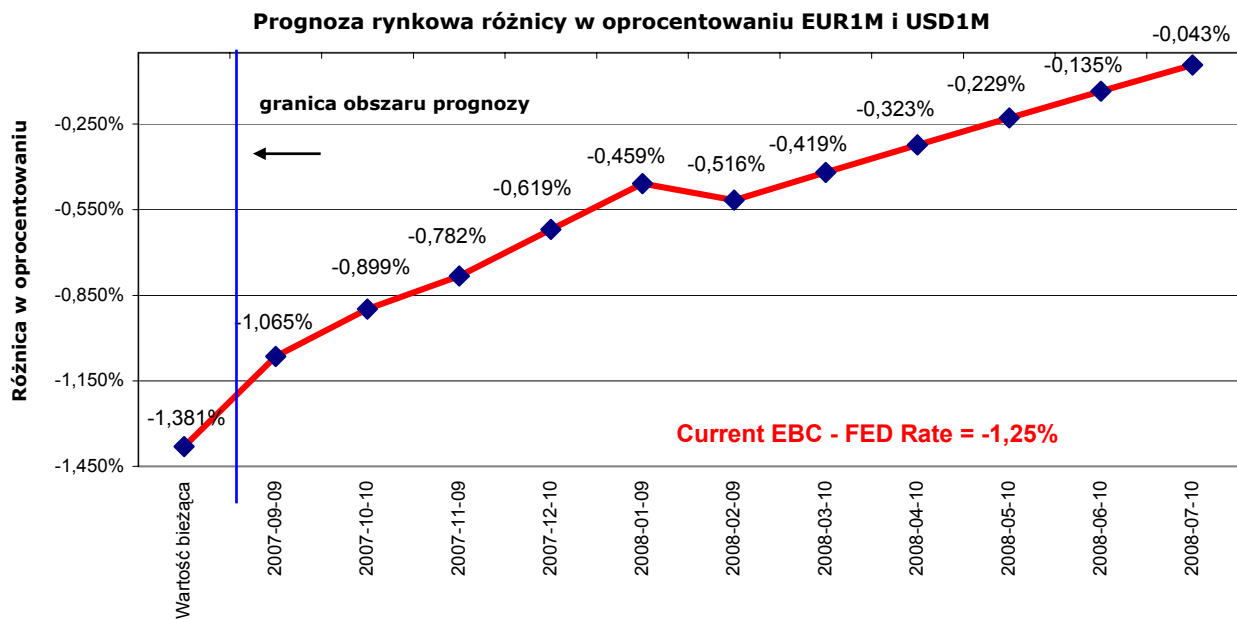
Spójrzmy teraz na dynamikę krótkich stóp terminowych dla Euro. Prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp Euro spadł z 4,651% tydzień temu



do poziomu 4,471% obecnie, czyli o 18,0 punktów bazowych. Oznacza to, iż uczestnicy tego rynku spodziewają się serii najpierw trzech podwyżek stóp dla Euro – do poziomu 4,75% na przestrzeni 3 miesięcy oraz późniejszego stopniowego obniżania stóp przez EBC z poziomu 4,75% do 4,50%..



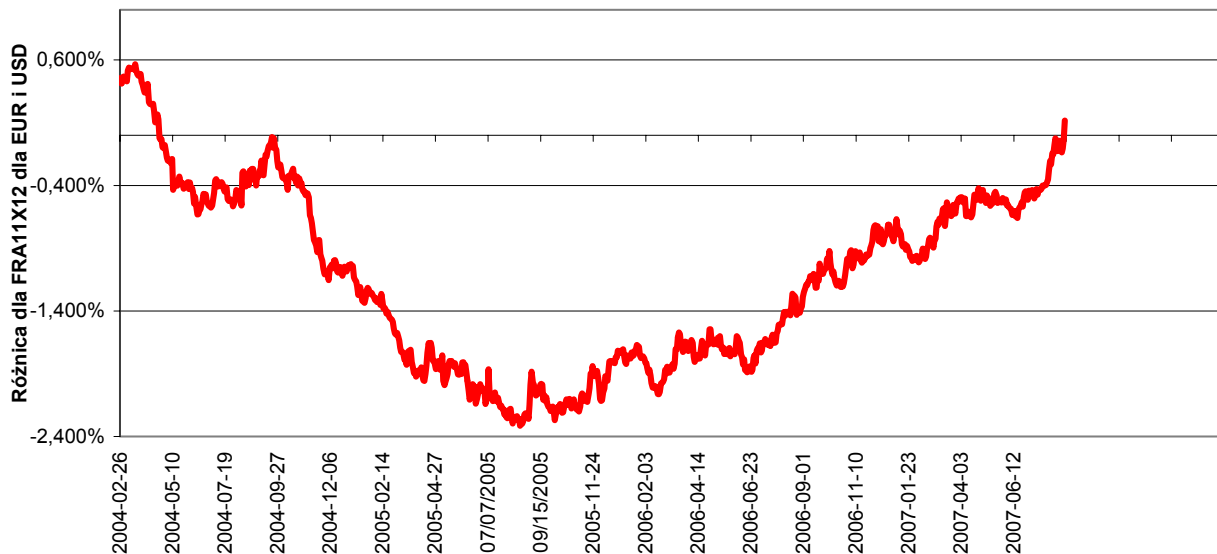
Tym samym prawy kraniec różnicy dwóch krzywych przesunął się w górę o 16,0 punktów bazowych (z -0,043% do +0,117%).



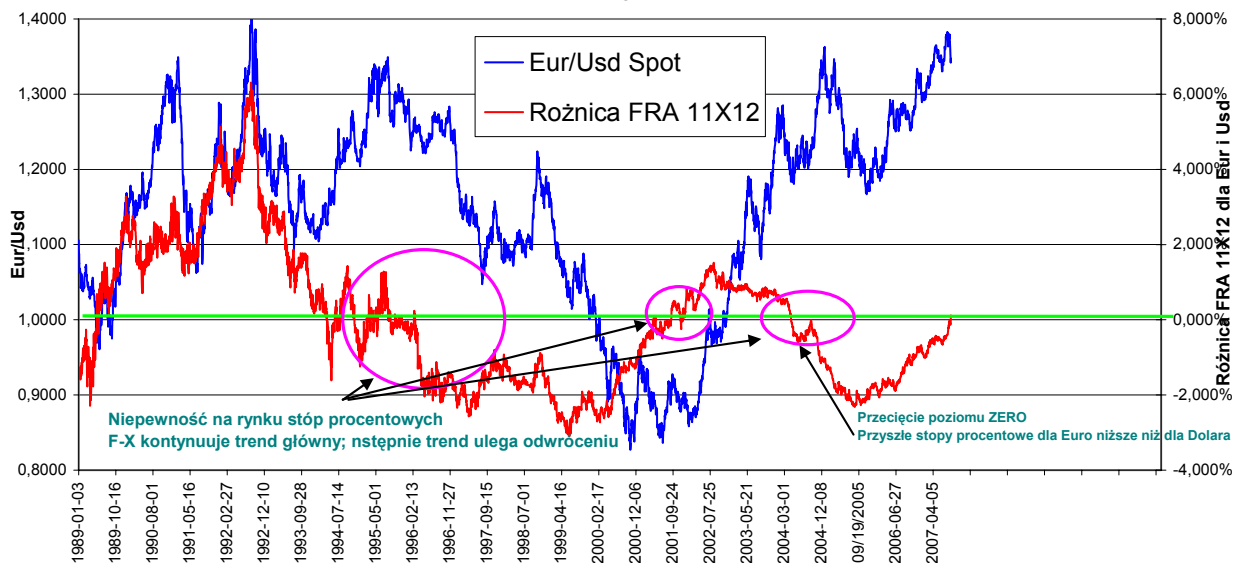
Na zamieszczonym poniżej wykresie możemy zobaczyć dynamikę prawego krańca krzywej z poprzedniego wykresu. Na kolejnym zaś wykresie przedstawiłem to samo w dłuższym horyzoncie. Jeśli krzywa zaznaczona na czerwono na poniższych wykresach na trwałe

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 – w miarę spokojnie

### Diagnoza:

Tydzień temu wspominałem, iż: „Podczas gdy na rynkach finansowych całego świata (w tym również na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie) „lała się krew”, a indeksy gwałtownie spadały, Złoty zachował się nadspodziewanie silnie. Osłabienie oczywiście musiało się pojawić, lecz okazało się ono czysto kosmetyczne. Euro zdrożało bowiem tylko o dwa grosze.”.

Wspominałem też, iż jeśli tylko na rynkach finansowych nie pojawi się jakiś krach, Złoty powinien szybko zacząć się umacniać. Niestety mini-krach na rynku akcji oraz olbrzymie umocnienie Yena (waluta japońska zyskała w ciągu tygodnia ponad 20% na wartości względem koszyka walut) przełożyło się na większe osłabienie naszej waluty krajowej, niż tydzień wcześniej. Nie przełamaliśmy jednak ważnych poziomów 3,86 oraz 2,90 zanotowanych w czerwcu. Można więc nadal stawiać tezę, iż wieloletni trend umacniania Złotego nie został odwrócony. Możemy jednak teraz być świadkami ukształtowania się szerokiej konsolidacji o szerokości 3,74-3,86 Złotego za Euro.

### Zalecenia:

1. Krótkoterminowo:
  - ✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla eksporterów – eksporterzy Euro oraz dolarowi

Mini-krach na rynkach akcji oraz gwałtowne 20-procentowe umocnienie Yena na świecie doprowadziło do kilkugroszowego osłabienia Złotego. Warto jednak zwrócić uwagę, iż osłabienie to było naprawdę niewielkie w porównaniu do tego, jak osłabiły się inne waluty naszego regionu.

W czwartek w pewnym momencie indeks WIG na WGPW spadał o ponad 8% w ciągu dnia, a od szczytu sprzed paru tygodni obniżka cen wynosiła już ponad 20%. Kilkadziesiąt spółek notowanych na tamtejszej giełdzie traciło wtedy na wartości ponad 25%. Dla posiadaczy tych akcji był to prawdziwy krach. Tylko dzięki nie tak dużym spadkom pozostałych spółek, indeks spadł „tylko” o

pozabezpieczali się na długie okresy przy znacznie wyższych poziomach cenowych. Dlatego też obecną korektę wykorzystywali jedynie do spekulacyjnego otwarcia nadmiarowych zabezpieczeń, które w razie pojawienia się kolejnej fali umocnienia Złotego będzie można zamknąć z zyskiem .

- ✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla importerów – przy cenie 2,85-2,86 Złotego za Dolara importerzy posiadający korytarz opcyjny 2,64-2,84 mogli śmiało zamknąć wszystkie posiadane długie pozycje futures/forward pozostawiając sobie opcje CALL 2,84, która zabezpiecza przed wzrostem kursu powyżej 2,84. W ten sposób można było zrealizować 10-11 groszowy zysk z długich pozycji futures (otwartych po cenie 2,75) i cierpliwie poczekać na cofnięcie kursu w kierunku 2,80, gdzie zaczniemy odbudowywać portfel zabezpieczeń.
- 2. Długoterminowo:
  - ✓ Oszczędności. W dalszym ciągu utrzymujemy w portfelach Złote.
  - ✓ Kredyty. Ostatnie gwałtowne umocnienie Yena oraz jednocześnie osłabienie Złotego było doskonałą okazją do przewalutowania kredytów złotych na kredyty nominowane w Yenach japońskich.

wspomniane 8%. Pod koniec czwartkowych notowań pojawiło się odreagowanie, które było kontynuowane w piątek po decyzji FED obniżającej stopę dyskontową z poziomu 6,00% do poziomu 5,50%.

Proszę sobie wyobrazić wzrost kursu Euro o 25 groszy w ciągu jednego dnia. Wzrost z 3,80 do 4,05 byłby katastrofą dla wielu importerów ze strefy Euro. Proszę sobie wyobrazić, iż takie załamanie przeżyły firmy działające w Nowej Zelandii, czy też Australii, które importują surowce oraz towary z Japonii. W ciągu jednego dnia waluty tych krajów straciły w relacji do Yena ponad 6-7%. Aby określić dokładniej skalę tego zjawiska trzeba wspomnieć, iż w ciągu



miesiąca Yen zdrożał w Nowej Zelandii i w Australii o jeszcze więcej – o ponad 20%. To tak, jakby Euro zdrożało w Polsce w ciągu miesiąca o 75 groszy – czyli do poziomu 4,50!

Tamtejsze firmy w 99% zabezpieczają się przed ryzykiem kursowym, gdyż jest to tradycją od 1980 roku, kiedy to na rynku walutowym wahania były jeszcze większe niż obecne. Nie odczuły więc na bieżąco skutków tego zamieszania. Jeśli za parę miesięcy sytuacja się uspokoi, importerzy nie będą już o tym wydarzeniu pamiętać. Eksporterzy zaś z pewnością wykorzystali fakt osłabienia swej lokalnej waluty do tego, by sprzedać przyszłe przychody eksportowe po znacznie wyższych kursach niż jeszcze miesiąc temu.

Zachęcam więc wszystkich polskich importerów oraz eksporterów, by nie bagatelizować tego tematu i starać się przynajmniej częściowo zabezpieczać przed ryzykiem kursowym oraz stopy procentowej.

Korzystając z pojawiającej się okazji, w czwartek i piątek przeprowadziliśmy kilka transakcji. Klienci AFS, którzy współpracują z nami od dłuższego czasu przy cenie 3,8400 zdecydowali się na zabezpieczenie pierwszego kwartału 2008 za pomocą korytarza 3,74-3,94, który wygasa w grudniu. W ten sposób firmy takie zagwarantowały sobie, iż do marca 2008 nie sprzedadzą Euro taniej niż 3,74, ale też nie drożej niż 3,94. Taki szeroki korytarz jest najlepszym rozwiązaniem, gdy waga się losy trendu średnioterminowego.

Niestety niektórzy eksporterzy wbrew zaleceniom postanowili zamknąć swe krótkie pozycje futures otwierane po cenach 3,80 oraz 3,82 licząc na to, iż uda się sprzedać Euro po cenie wyższej. Teraz firmy te mają problem. Zamknęły swe zabezpieczenia ze stratą mając jedynie nadzieję, iż kurs podskoczy do 3,86 lub wyżej, i tam uda się Euro sprzedać ponownie po lepszej cenie. Problem w tym, iż takiej pewności na wzrost nie ma. Co będzie, jeśli kurs zacznie spadać w kierunku 3,80 lub 3,75? Raz źle przeprowadzona transakcja pod wpływem emocji skutkuje często całą serią źle przeprowadzonych transakcji.

Przypomnijmy może genezę otwarcia krótkich pozycji po cenie 3,80. Kiedy na początku roku w marcu mieliśmy kurs Euro na poziomie

3,95 zachęcaliśmy eksporterów do otwarcia korytarza na cały rok o szerokości 3,90-4,00. W naszej ocenie był to idealny moment na zabezpieczenie się do końca 2007 roku. Firma taka miałaby możliwość sprzedawania Euro po cenie z przedziału 3,90-4,00 do końca roku. Dlaczego wybraliśmy wtedy korytarz, a nie zwykłą krótką pozycję futures/forward? Dlatego, iż byliśmy mocno przeświadczeni o tym, iż kurs Euro zdoła dojść do poziomu 4,00. Stąd ten wybór – gdyby faktycznie kurs podskoczył do poziomu 4,00, eksporter mógłby sprzedawać walutę po tej cenie. Zabezpieczenie się kontraktem futures/forward po cenie 3,95 odebrałoby tę szansę. Jak się później okazało otwarcie zabezpieczenia już przy cenie 3,95 (zamiast czekania na wzrost do 4,00) stało się zbawienne. Dziś eksporterzy tacy mają zagwarantowaną cenę 3,90 do końca roku.

Warto jeszcze wspomnieć, iż bardziej przezorni eksporterzy zabezpieczyli się na cały 2007 roku jeszcze w lipcu 2006, kiedy to kurs spot Euro-Złoty osiągnął poziom 4,10.

Niestety nie wszyscy zdecydowali się zabezpieczyć swe przychody po cenie 3,95. Wielu liczyło wtedy na więcej czekając aż kurs wzrośnie powyżej 4,00. Firmy te czekały tak długo, aż strach zajrzał im w oczy, gdy kurs spadł poniżej 3,75. Wtedy to na pierwszej korekcie podjęli decyzję o zabezpieczeniu się na poziomie 3,80-3,82.

Nie była to optymalna decyzja rzecz jasna, ale jedynie ratująca marżę przed totalną katastrofą, która mogła się wydarzyć w razie trwałego przełamania wsparcia znajdującego się na wysokości 3,7350. Gdyby firma zabezpieczyła się w marcu po cenie 3,95, nie byłoby potrzeby zabezpieczać się po cenie 3,80 i tym samym dziś nie byłoby próby odbezpieczania się. Niestety źle podjęta decyzja w marcu skutkowała źle podjętą decyzją przy zabezpieczeniu się na wysokości 3,82 (a raczej wymusiła podjęcie jedynej możliwej decyzji). Teraz widząc osłabiającego się Złotego, firma taka po raz trzeci podjęła decyzję pod przymusem a nie na skutek korzystania z okazji.

Tak więc racjonalnie działający sprzedawali w czwartek i piątek walutę, podczas gdy inny musieli tę walutę kupić.



Mowa tutaj także o grupie importerów, którzy nie wstawili zleceń stop-loss na cenę 2,7550 Usd/Pln oraz 3,7800 na Eur/Pln, które powinny być wtedy wstawione bezwzględnie. Gdyby takie zlecenia zostały wtedy złożone, dziś importer taki nie martwił by się mając kupione Dolary po 2,7550 oraz Euro po 3,7800.

Wszyscy uczymy się na błędach. Oby ta nauka nie poszła w las.

Wracając do bieżących spraw. Na rynku Złotego stopniowo zaczyna się uspokajać. Kurs Euro spadł poniżej 3,83 a Dolara poniżej 2,83. Importerzy, którzy byli przezorni i posiadali spore ilości zabezpieczeń mogli w czwartek lub piątek śmiało zamknąć wszystkie długie pozycje futures pozostawiając sobie jedynie opcje CALL 2,84 Usd/Pln (będące górą korytarza 2,64-2,84) oraz opcje CALL 3,76 Eur/Pln sfinansowane zero-kosztowo za pomocą wystawionych opcji PUT wygasających w czerwcu o podwójnym nominale i kursie wykonania 3,56. Opcje CALL przejmują teraz rolę zabezpieczenia przed dalszym wzrostem gwarantując, iż importer nie kupi waluty drożej niż po cenie 2,84 za Dolara oraz 3,76 za Euro. Długie pozycje futures w tym momencie stają się zbędne.

Wielu importerów pozbyło się więc w ostatnich dniach kontraktów futures/forward po cenie 3,8350 Eur/Pln oraz 2,85 Usd/Pln i zrealizowało w ten sposób zysk w wysokości 7 groszy w przypadku Eur/Pln oraz 10-11 groszy w przypadku Usd/Pln.

Teraz z uwagą będziemy przyglądać się zachowaniu rynku. Jeśli kurs Usd/Pln przebieje się przez poziom 2,9000 (co powinno towarzyszyć spadkowi kursu Eur/Usd na świecie poniżej dzisiejszych minimów 1,3360), a na rynku Eur/Pln przełamiemy 3,8700, pojawi się pierwszy sygnał zwiastujący odwrócenie trendu na naszym rynku Złotego.

Wtedy to cały plan działania dla eksporterów i importerów trzeba będzie przemodelować. Od tej pory importerzy zaczną wydłużać swój horyzont czasowy zabezpieczeń, a eksporterzy zaczną go skracać. W najbliższych dniach będziemy mieli przygotowany plan działania dla każdej firmy

z osobna. Prosimy więc dzwonić do nas celem przedyskutowania tych strategii.

Powinniśmy wiedzieć, jak działać w razie przełamania wspomnianych ważnych oporów. Trzeba to ustalić już teraz, aby nie potem działać w popłochu.

Być może jednak cała ta panika przeminie i opracowany plan działania trzeba będzie wyrzucić do kosza nie realizując ani jednego punktu tam zawartego. Oby tak było. Łatwiej jest bowiem realizować sprawdzający się od trzech lat stary plan i tylko nieznacznie go modyfikować w trakcie realizacji, niż zmieniać tok myślenia o 180 stopni.

Mam my nadzieję, iż do 16 listopada wszystko się wyklaruje tak, byśmy mogli na spokojnie spotkać się w Puszczy Białowieskiej i omówić plany działania na rok 2008 (oraz porozmawiać w szerokim gronie) nie zaprzatając sobie głowy bieżącymi wahaniem kursów.

W nawale informacji opisujących krach na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, bez echa przeszła wiadomość podana przez Ministerstwo Finansów, a dotycząca wykonaniu budżetu. Wiadomość ta usłyszana w innych okolicznościach doprowadziłaby do euforii na naszym rynku. Cóż takiego zakomunikowało MF? Otóż po raz pierwszy od 1989 roku zanotowaliśmy nadwyżkę budżetową, zamiast planowanego deficytu. Według planu do końca lipca mieliśmy mieć około 16 miliardów Złotych deficytu. Okazało się, iż zamiast tego pojawiła się nadwyżka w wysokości nieco ponad 600 milionów Złotych.

To rewelacyjna wiadomość. Oznacza ona, iż MF z całą pewnością zmniejszy emisję obligacji oraz bonów skarbowych w końcówce roku. A to oznacza, iż polskie banki cierpiące na nadpłynność będą „wydzierać sobie z rąk” sprzedawane na przetargach papiery skarbowe oraz starać się dokupić większe ilości na rynku wtórnym. Jest więc spora szansa na wzrosty cen (spadek rentowności) papierów o dłuższym terminie do wykupu. To zaś powinno przyczynić się do umocnienia Złotego. Oczywiście wszystko to przy założeniu, że na rynku akcji nie pojawi się WIELKI KRACH – czyli na przykład spadek indeksu WIG o kolejne 20-25%.

Jeśli taki krach się nie pojawi, Złoty ponownie zacznie być silnie pożądaną walutą przez inwestorów zagranicznych.

Z punktu widzenia AT sytuacja nieco się skomplikowała. Z jednej strony wyszliśmy górą ponad opadającą linie rocznego trendu spadkowego. Z drugiej zaś zatrzymaliśmy się

poniżej ważnego oporu technicznego znajdującego się na wysokości 3,38 Złotego za Koszyk.

MACD dzienne wskazuje na trend rosnący, lecz oscylator zawijając się w dół w obrębie strefy wykupienia dał sygnał do zamykania długich pozycji spekulacyjnych.



Spójrzmy na wykres świec tygodniowych. Od wielu tygodni przestrzegam przed możliwością wyłamania się kursu góra z formacji opadającego KLINA. W ubiegłym tygodniu naruszyliśmy tę formację, co stwarza zagrożenie wystąpienia bardzo dużej korekty średnioterminowej, której zasięg można określić do wysokości 3,55-3,60 – zasięg wynikający z wysokości podstawy KLINA.

Przyznam szczerze, iż takiego rozwoju wydarzeń spodziewałem się dopiero na wiosnę przyszłego roku. Zachowajmy więc należyta ostrożność. Ważą się teraz losy trendu średnioterminowego (długoterminowy jest niezagrożony póki co). Jeśli szybko zejdziemy poniżej opadającej kreskowanej linii czerwonej – Złoty bardzo szybko powróci do trendu umacniania. Jeśli jednak przebijemy się powyżej 3,38 na Koszyku (3,87 za Euro oraz 2,90 za Dolara), możemy być świadkami wielomiesięcznego średnioterminowego trendu rosnącego.

Gdyby do tego doszło, musielibyśmy całkowicie zrewidować plan działania, jaki nam towarzyszy od ponad trzech lat. Obecnie zgodnie z tym planem importerzy zabezpieczają się jedynie na 1-3 miesiące przed korektami, a eksporterzy zabezpieczają się na 6-12 miesięcy przed niesprzyjającym trendem.

Gdyby doszło do przełamania 3,38 na Koszyku, importerzy zaczęli się zabezpieczać na 3-6 miesięcy (czyli dwukrotnie wydłużą horyzont zabezpieczeń), a eksporterzy o połowę skrócą swój horyzont zabezpieczeń – czyli zabezpieczając się jedynie na 3-6 miesięcy podobnie jak importerzy.

Wychodzę bowiem z założenia, iż w razie powstania krótkoterminowego trendu osłabienia Złotego importerzy i eksporterzy powinni zabezpieczać się w podobny sposób.

Bądźmy więc przygotowani do działania. W licznych rozmowach telefonicznych przygotowaliśmy już eksporterów oraz importerów na taką ewentualność. Mamy już rozpisany plan działania, który miejmy nadzieję pozostanie jedynie na papierze, gdyż sytuacja na naszym rynku uspokoi się i Złoty ponownie zacznie zyskiwać na wartości.

W każdym razie przeznaczyliśmy zawsze ubezpieczenie. Panicznej reakcji nie będzie ze strony Klientów AFS-BGC. Ewentualne przemodelowanie struktury portfeli zabezpieczających będzie wymagało cierpliwości, odpowiedniego działania w odpowiednim momencie z wykorzystaniem wszystkich dostępnych na rynku instrumentów finansowych takich jak opcje, futures oraz struktury opcyjne.

Podczas indywidualnych rozmów wyjaśniam szczegółowo taki plan awaryjny.

**Ważna wiadomość!** Z uwagi na bardzo duże zainteresowanie szybko wygasającymi opcjami, Zarząd Warszawskiej Giełdy Towarowej S.A. na wniosek domów maklerskich wprowadził do obrotu nowy rodzaj opcji – tak zwane opcje tygodniowe. Ich żywot jest ograniczony do jednego tygodnia. W ten sposób możliwe stało się „unoszenie” oraz „obniżanie” kursu sprzedaży/zakupu waluty co tydzień, a nie jak było dotychczas raz w miesiącu.

Drugą ważną wiadomością jest wprowadzenie do obrotu giełdowego kontraktów terminowych na Koronę szwedzką oraz norweską. Dzięki temu importerzy oraz eksporterzy będą mogli kupować/sprzedawać waluty skandynawskie po cenach z rynku międzybankowego, gdzie spread utrzymuje się na 3-4 pips. Przykładowa cena korony szwedzkiej 0,4137/0,4140. Oznacza to, iż eksporter mógł sprzedać SEK po cenie 0,4137 a importer kupić po cenie 0,4140.



|                           |                                |        |         |         |         |         |
|---------------------------|--------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
|                           | Kurs bieżący (bid)             | 3,3330 | 3,8264  | 2,8396  | 2,3570  | 5,6300  |
| Poziom Eur/Usd - constans | 1,3475                         | Koszyk | Eur/Pln | Usd/Pln | Chf/Pln | Gbp/Pln |
| Eksport                   | Trzeci poziom oporu (bid)      | 3,5000 | 4,0181  | 2,9819  | 2,4751  | 5,9121  |
|                           | Drugi poziom oporu (bid)       | 3,4500 | 3,9607  | 2,9393  | 2,4397  | 5,8276  |
|                           | Pierwszy poziom oporu (bid)    | 3,3800 | 3,8803  | 2,8797  | 2,3902  | 5,7094  |
| Import                    | Pierwszy poziom wsparcia (bid) | 3,2700 | 3,7541  | 2,7859  | 2,3124  | 5,5236  |
|                           | Drugi poziom wsparcia (bid)    | 3,2400 | 3,7196  | 2,7604  | 2,2912  | 5,4729  |
|                           | Trzeci poziom wsparcia (bid)   | 3,2300 | 3,7081  | 2,7519  | 2,2842  | 5,4560  |

Oznaczenia poziomów wsparć i oporów jako horyzont zabezpieczeń:

**Import:**

Pierwszy poziom wsparcia - zabezpieczenie na 6 tygodni płatności

Drugi poziom wsparcia - zabezpieczenie na 10 tygodni płatności

Trzeci poziom wsparcia - zabezpieczenie na 4 miesiące płatności

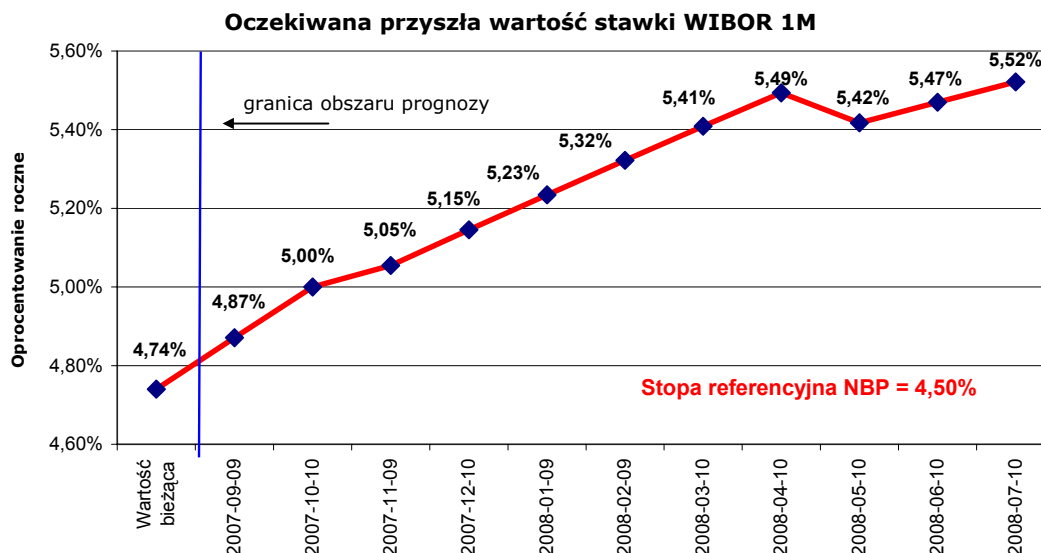
**Eksport:**

Pierwszy poziom oporu - zabezpieczenie na 4 miesiące przychodów

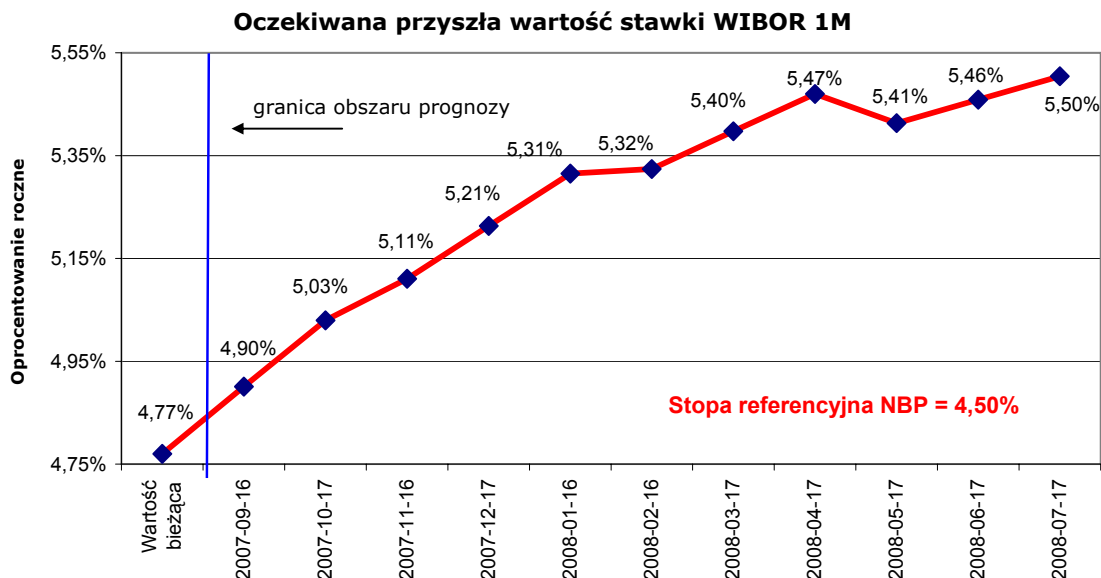
Drugi poziom oporu - zabezpieczenie na 12 miesięcy przychodów

Trzeci poziom oporu - zabezpieczenie na 18 miesięcy przychodów

Zerknijmy teraz na rynek lokat międzybankowych. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD (FRA 11X12) znajdował się na poziomie 5,52%



Natomiast w piątek 18 sierpnia przesunął się w dół o 2 punkty bazowe czyli do poziomu 5,50%. Takiego poziomu stóp procentowych (30 dniowych) w Polsce spodziewają się za rok inwestorzy w dniu dzisiejszym. Kształt krzywej FORWARD wyraźnie wskazuje, iż uczestnicy rynku pieniężnego zaczęli powoli obstawiać scenariusz mocniejszej podwyżki stóp o 100 punktów (do poziomu 5,50%) w ciągu nadchodzącego roku.

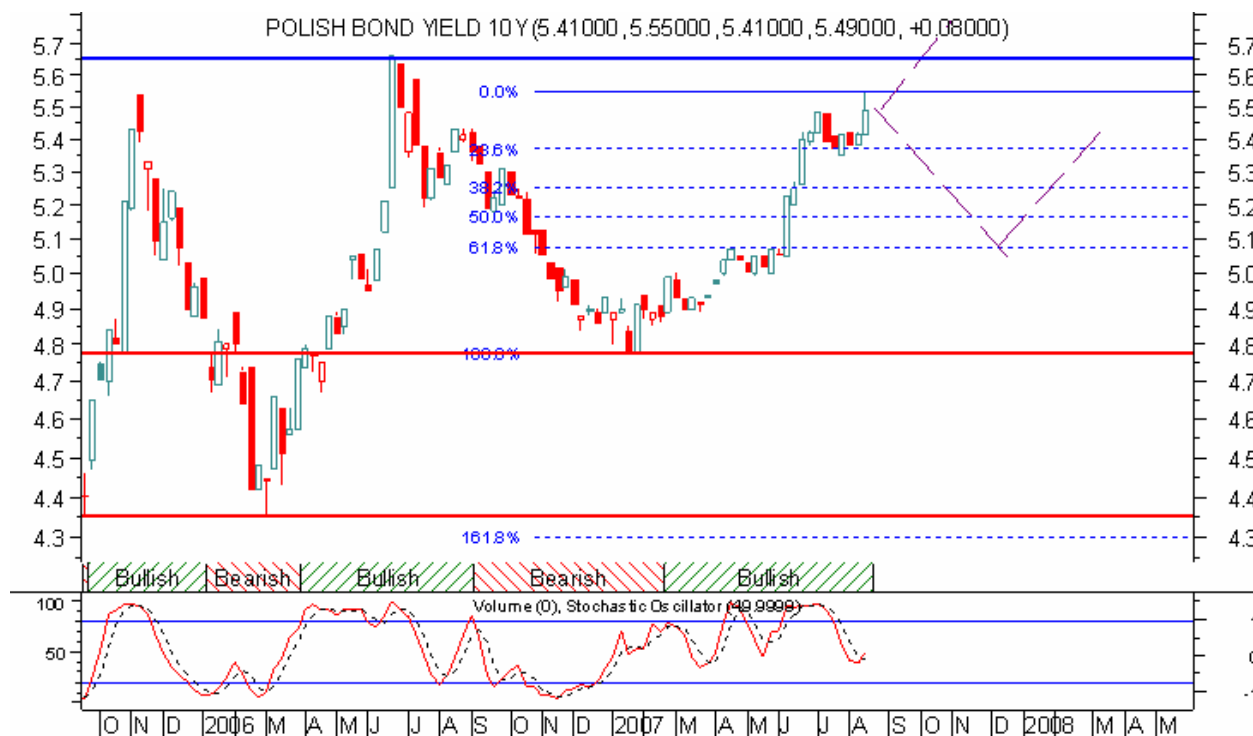


Na rynku polskich obligacji w Polsce ceny nieznacznie spadły. Nie widać jednak objawów paniki, jaka ma miejsce na rynku akcji. Popyt na polskie obligacje podobnie jak na Złotego jest spory. Jedynie znacznie

przewartościowane akcje nie mogą na razie znaleźć nabywców.

Obligacje amerykańskie nadal drożeją i zbliżyliśmy się do poziomu 4,60% rentowności.





## Eur/Pln – na rozdrożu

W części dotyczącej Koszyka opisałem dość szczegółowo możliwe scenariusze rozwoju wydarzeń oraz plan działania na wypadek przełamania poziomu 3,38 na Koszyku – co odpowiada poziomowi 3,87 na wykresie Euro-Złoty.

Teraz kilka słów uzupełnienia. Według danych statystycznych podawanych przez NBP na rachunkach dewizowych przedsiębiorstw utrzymywana była do niedawna rekordowo wielka kwota walut obcych. Jest to dowód na to, iż przeważająca część polskich eksporterów nie zarządza ryzykiem walutowym, lecz kumuluje przychody eksportowe na rachunku dewizowym mając nadzieję, że w przyszłości kurs waluty wzrośnie i uda się ją sprzedać po wyższej cenie. Na temat takiej formy spekulacji – noszącej miano „spekulacją na czekaniu” – rozpisywałem się w ostatnich miesiącach wielokrotnie. Tym razem spekulantom takim szczęście dopisało. Jeśli nie zostali zmuszeni sprzedać walutę w dołku (brak Złotych na opłacenie zobowiązań – ZUS, wynagrodzenia

pracowników, podatki, itp.), dziś oddychają z ulgą. Stres minął. Co ciekawe taki stres mógł w ogóle nie wystąpić, gdyby firma na bieżąco zabezpieczała się przed ryzykiem.

Nie będę się jednak rozwodzić nad tym tematem – wielokrotnie o tym już pisałem w poprzednich raportach tygodniowych, więc wielu pewnie jest już tym znudzonych.

Dlaczego o tym piszę? Z niecierpliwością będę wyczekiwać na publikację nowych danych statystycznych z NBP na temat stanu kont dewizowych przedsiębiorstw. Jestem dość mocno przekonany, iż nawis podaży jeszcze nie zniknął. Tak bowiem było poprzednim razem. Eksporterzy zdecydowali się sprzedać walutę nie podczas wzrostu w okolice 3,95 (w marcu), lecz dopiero przy spadku w okolice 3,75. Dopiero wtedy nagle zmniejszyła się wartość depozytów walutowych na rachunkach firm. Takie wyprzedanie walut było dla wielu spekulujących inwestorów sygnałem do rozpoczęcia silnej korekty wzrostowej.





Teraz powinno być podobnie. Eksporterzy, którzy nie zabezpieczają się przed ryzykiem kursowym nadal nie sprzedają waluty licząc na wzrost przynajmniej do poziomu 3,90.

Ciekawe, czy w razie pojawiania się spadku do 3,75 (nie wiem, czy taki spadek nastąpi, dlatego piszę o takiej ewentualności w trybie warunkowym) eksporterzy zareagują w podobny sposób jak pół roku temu i w odruchu paniki sprzedadzą nagromadzone z pół roku przychody. Obserwujemy więc napływające dane statystyczne z NBP, gdyż takie gwałtowne wyrzucenie na rynek olbrzymiej kwoty Euro, Dolarów, Funtów byłoby sygnałem do tego, że rynek znalazł ponownie lokalny dółek i szykuje się do korekty wzrostowej.

Wróćmy do spraw bieżących. Przy cenie 3,84 Euro-Złoty eksporterzy mogą zabezpieczyć się do końca roku za pomocą korytarza 3,74-3,94. W ten sposób zabezpieczą sobie, iż najgorszy możliwy kurs w tym roku, to 3,74 – czyli taki, jaki już trzy razy w tym roku widzieliśmy. Zabezpieczenie takie nie odbiera szansy na sprzedanie Euro po cenie z okolic 3,94, choć osobiście mało wierzę w aż taki silny wzrost kursu. Korytarz 3,74-3,94 byłby

dodatkowo dobrym rozwiązaniem na pierwszy kwartał 2008. Pozwoliłoby to ze spokojem wejść w nowy rok ze świadomością, iż przychody eksportowe będą zamieniane na Złote po kursie nie gorszym niż 3,74. Mając takie zabezpieczenie będzie można ze spokojem wyczekiwać na wiosenną korektę (która od wielu już lat się pojawia), podczas której będzie można wydłużyć horyzont zabezpieczenia na pozostałą część roku 2008.

Wróćmy do analizy technicznej pary Eur/Pln. Na wykresie świec dziennych widzimy, iż rynek przełamał opadającą linię trendu (przerzywana linia czerwona). Wzrosty zatrzymały się tuż poniżej oporu technicznego związanego ze szczytem z początku czerwca - 3,8600.

Jeśli teraz rynek nie zdoła szybko zejść poniżej 3,80, czekać nas będzie konsolidacja w zakresie 3,80-3,86. Jeśli zejdziemy poniżej 3,80, możliwa jest szersza konsolidacja w przedziale 3,74-3,86.

Jeśli zaś przełamiemy opór 3,87, najprawdopodobniej odwróci nam się średnioterminowy trend i trzeba będzie uruchomić plan awaryjny – o czym wspominałem w części dotyczącej Koszyka.





## Usd/Pln – okazja dla eksporterów

Cierpliwość płać. Ze spokojem mogli jednak czekać cierpliwie tylko zabezpieczeni eksporterzy, którzy posiadali opcje PUT 2,90 lub 2,74 (korytarze 2,90-3,16 oraz 2,74-3,06 otwierane w styczniu oraz marcu bieżącego roku przy kursie spot 3,05 oraz 2,90). Posiadacze takich korytarze mogli ze spokojem wstrzymać się ze sprzedawaniem walut mając zagwarantowaną cenę nie gorszą niż 2,90 lub 2,74. Teraz podskok w okolice 2,86-2,87 został wykorzystany do sprzedania nagromadzonych z dwóch miesięcy przychodów (poprzednio nagromadzone waluty zostały w podobny sposób ze spokojem sprzedane po kursie 2,88-2,90 w czerwcu).

Importerzy zaś, którzy przy kursie 2,74 zabezpieczyli się za pomocą korytarza 2,64-2,84 (kupili opcje CALL 2,84 i wystawili opcje PUT 2,64) mogli ostatnią silną zwyżkę kursu Dolara wykorzystać do pozbycia się wszystkich długich pozycji futures/forward otwieranych po cenach z przedziału 2,75-2,80. Ryzyko takiej spekulacji (pozbycie się zabezpieczenia jest bowiem forma spekulacji noszącej miano

„spekulacją nadmiarowym zabezpieczeniem”) jest minimalne. W dalszym ciągu bowiem importerzy posiadają opcje CALL 2,84, które chronić ich będą w razie przeciągnięcia się w czasie fali wzrostu kursu Dolara. Mając zapewnione kupno Dolarów po kursie nie wyższym niż 2,84 (opcje CALL 2,84 dają bowiem prawo kupić Dolary po kursie nie wyższym niż 2,84) można było ze spokojem pozbyć się długich pozycji futures/forward realizując z nich 10-11 groszy zysku.

Raz na kwartał udaje się w ten sposób dorobić troszkę dzięki wspomnianej spekulacji – przypomnę, iż jest to o wiele bezpieczniejsza forma spekulacji, niż spekulacja na czekanie z zakumulowanymi na rachunku walutami.

Z punktu widzenia AT rynek dojrzał do mocniejszej korekty spadkowej. Oscylator wyszedł bowiem dołem ze strefy wykupienia dając sygnał spekulującym do zamknięcia długich pozycji. Uderzające jest podobieństwo obecnej sytuacji do tej z początku czerwca – zaznaczyłem to na wykresie dwiema elipsami.



## Gbp/Pln – pod oporem 5,70

Na temat rekordowych notowań Funta na rynku światowym sprzed kilku tygodni napisałem wiele w poprzednich raportach tygodniowych.

Eksporterzy, którzy parę miesięcy temu zabezpieczyli się korytarzem 5,80-6,00 nie zawracali sobie głowy obecnymi wahaniami kursu. Mają bowiem do końca roku zagwarantowany kurs 5,80 z szansą na 6,00. Wszelkie korekty wzrostowe można więc wykorzystać do otwarcia nadmiarowych spekulacyjnych krótkich pozycji z myślą o ich zamknięciu po mocnym spadku i do zrealizowania zysku. I tak też uczyniliśmy.

Eksporterzy, którzy nie posiadają zabezpieczenia w postaci korytarza 5,80-6,00 wykorzystali ostatnie wzrosty w okolice 5,70 do otwarcia zabezpieczenia - korytarza 5,50-5,90. W ten sposób będzie można spokojnie przeczekać ewentualne kolejne zejście w okolice 5,50. Ten kurs bowiem będzie teraz gwarantem spokoju. Nie odebraliśmy sobie rzecz jasna sprzedania Funtów nawet po

cenie 5,90 – jeśli tylko rynek stworzy nam taką szansę, wykorzystamy to. Ale 5,50 mamy już w kieszeni w najgorszym razie.

Widzimy więc, iż rynek co jakiś czas stwarza kolejne okazję dla eksporterów, którzy jeśli tylko chcą mogą z tych okazji skorzystać.

Warto zwrócić uwagę na kształt wykresu Gbp/Usd przedstawionego pod koniec raportu sprzed kilku tygodni. Wykres świec kwartalnych wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo rozpoczęcia silnej fali spadkowej. Gdyby tak się stało, kurs Gbp/Pln również powinien bardzo sztywno spadać – szybciej nawet niż kurs Dolar-Złoty – nawet do poziomu 5,00.

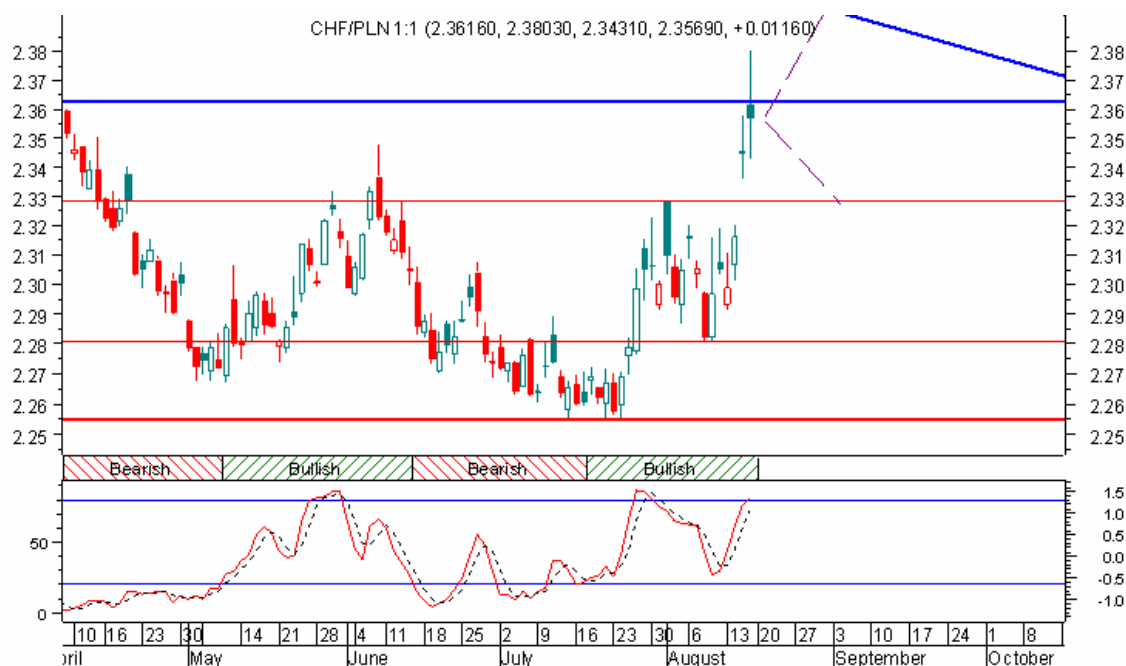
Wykres świec tygodniowych wskazuje na szeroką konsolidację 5,48-6,00. Wyłamanie się dołem z tej konsolidacji skutkowałoby spadkiem o wysokość formacji, czyli o ponad 50 groszy. Gdyby zaś kurs wyłamał się góra, czekałby nas wzrost do 6,50.





## Chf/Pln – okazja dla kredytobiorców

Kurs Chf/Pln dotarł do poziomu 2,38. Na taką okazję czekali wszyscy, którzy mają zaciągnięte kredyty hipoteczne w Złotych (zgodnie z zaleceniami podawanymi przeze mnie od pół roku – mówię o kredytobiorcach, którzy zaciągali takie kredyty w ostatnich miesiącach; posiadacze takich kredytów sprzed kilku lat rzecz jasna cały czas spłacali kredyty we Franku – tytułem przypomnienia). Teraz można było przewalutować się na Franka szwajcarskiego lub jeszcze lepiej na Yena japońskiego. Kilka banków zaczęło niedawno udzielać kredyty w walucie japońskiej. Teraz właśnie pojawiła się super okazja do tego, by taki kredyt w Yenach zaciągnąć. .





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

| MACD-weekly | 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  |      | SELL | 3   | 1    | 2      | 2    |
| JPY         | BUY  | BUY | BUY  | BUY  |      | 4   | 0    | 4      | 1    |

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



Obecnie:

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

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

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

W legendzie pod tabelami znajduje się wyjaśnienie znaczenia poszczególnych kolorów.

W ubiegłym tygodniu na rynku Eur/Usd **utrzymał się najwyższy poziom szumu** (niebieski) dla trendu krótkoterminowego. Oznacza to, iż inwestorzy krótkoterminowi powinni nadal transakcje przeprowadzać często, z małym lewarem, szerokim stop-loss, wąskim take-profit. W krótkim terminie w chwili obecnej preferowane krótkie pozycje otwierane podczas głębokich korekt wzrostowych (1,3650?).

Dla trendu średnioterminowego poziom szumu zmniejszył się o jeden poziom (z niebieskiego na żółty). Przy średnioterminowej spekulacji transakcje powinno się więc wykonywać często, z

małym lewarem, szerokim stop-loss oraz wąskim take-profit. W średnim terminie w chwili obecnej preferowane długie pozycje otwierane podczas głębokich korekt spadkowych (1,3400?). Pod koniec ubiegłego tygodnia pojawił się więc sygnał do zajęcia długiej pozycji o średnioterminowym horyzoncie inwestycyjnym.

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

Wróćmy teraz do klasycznej jednowymiarowej AT. Dwa tygodnie temu wskazywałem, iż na wszystkich parach związanych z Yenem pojawiły się sygnały do otwierania krótkich pozycji. Podparłem to

wskazaniem wykresu Frank-Yen. Sygnał otwierania krótkich pozycji na tej parze pojawił się przy cenie z okoli 100 Franków za Yena.



Jak widzimy, transakcja taka okazała się słuszną decyzją. Oczywiście nie sposób było przewidzieć, iż kurs Yena wzrośnie aż tak bardzo, jak to miało miejsce. Zyski z krótkich pozycji były więc znacznie mniejsze, niż to wynika z wykresów. Mało tego. Przy poziomie 97,50 wielu zdecydowało się zapewne na odwrócenie pozycji z krótkiej na długą, w efekcie czego ucieczka zleceniem stop-loss mogła odebrać cały zysk wypracowany wcześniej na krótkiej pozycji. Teraz szykuje się bardzo mocne odbicie w kierunku 97,50. Unikałbym jednak na razie spekulacji na rynku Yena do czasu, aż sytuacja się nie uspokoi.



Na wykresie Euro-Yen rynek nie zdołał trwale przełamać kilkuletniej linii trendu rosnącego. Poziom 150 Yenów za Euro wydaje się być silnym wsparciem.



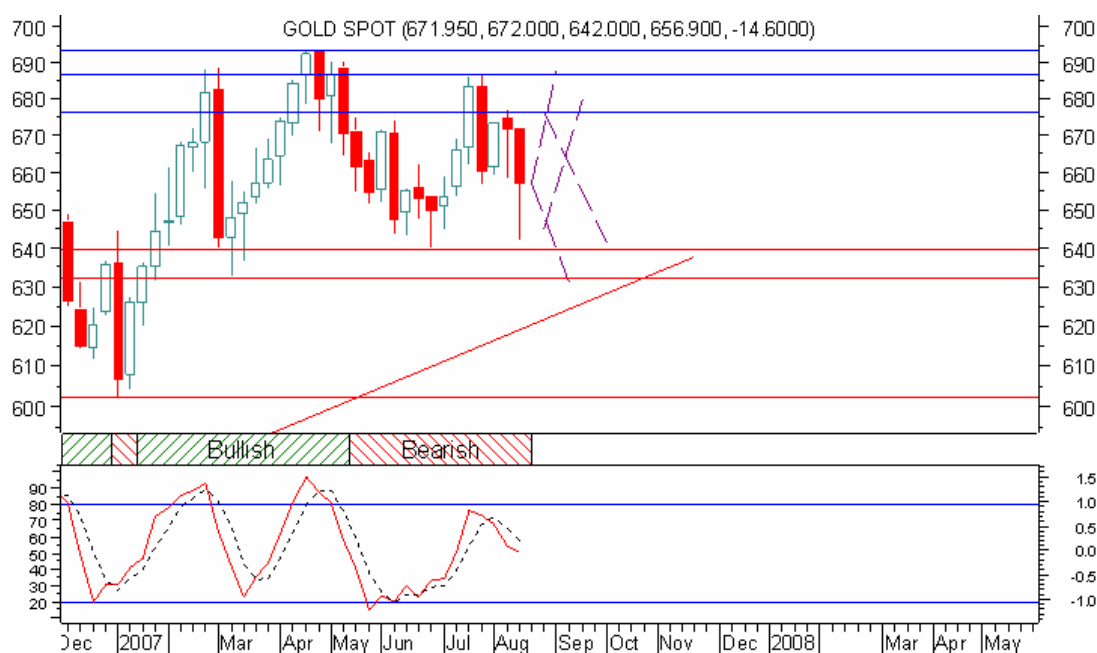
W przypadku Dolar-Yen świeca tygodniowa zamknęła się powyżej ważnego poziomu 114 Yenów za Dolara. Oscylator dał właśnie sygnał do zamykania krótkich pozycji. Możliwe jest więc silne odbicie w kierunku 116-117.



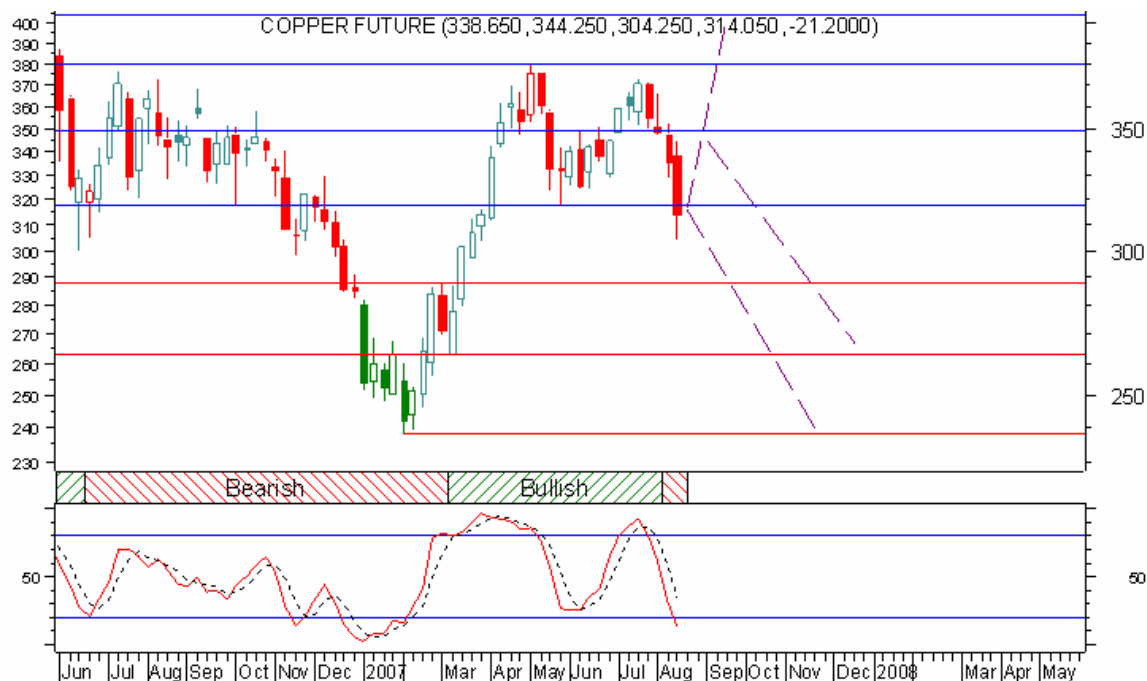
Na wykresie Funt-Dolar kilkuletnia linia trendu rosnącego również nie została przebita. Rynek odbił od poziomu 1,9600 i całkiem prawdopodobna wydaje się korekta nawet do poziomu 2,0100.



Na rynku Złota na wykresie świec dziennych tygodniowych widzimy konsolidację o szerokości 630-690. Gra od bandy do bandy powinna teraz dać najlepsze efekty. W razie wzrostu do 690 otwieramy więc krótkie pozycje, w razie spadku do 640 otwieramy pozycje długie.



Pora na rynek miedzi. Tutaj mamy do czynienia z wyłamaniem się poniżej wsparcia 320. Rynek ten najprawdopodobniej więc wejdzie w nową falę bessy z ruchem w kierunku 240 włącznie. Pojawienie się silniejszej korekty wzrostowej wykorzystałbym do otarcia średnioterminowych krótkich pozycji.



Rynek ropy. Wykres świec dziennych wskazuje na trend spadkowy. Oscylator jednak dociera do strefy wyprzedania

generując sygnał zamykania krótkich pozycji. Na chwilę obecną nie zalecam spekulacji na tym rynku.



Od dnia lutego AFS-BGC wprowadziła nową usługę – zarządzanie rachunkiem Klienta. Wobec powyższego osiągane wyniki będą publikowane w zmienionej formie – zgodnie z wymogami NFA oraz CFTC. Po okresie słabych wyników doczekaliśmy się końca złej passy. **Czerwcowy zysk w wysokości 8,5% (po korekcie wynikającej z zamiany rozliczeń w USD na rozliczenia w PLN) pozwolił odrobić prawie wszystkie straty zanotowane od lutego do maja.**

Przedstawiam wyniki za sześć miesięcy:

| 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   | -1,54%                | -4,77%            |

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

Jeszcze jedna uwaga. Dzięki wejściu firmy AFS w struktury kapitałowe Cantor Fitzgerald ([www.cantor.com](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.



## PODSUMOWANIE roku 2006 i plany na rok 2007

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

Jeśli chodzi o transakcje zabezpieczające dla importerów, to:

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

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

Jeśli chodzi o transakcje zabezpieczające dla eksporterów, to:

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

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

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

niektórych przypadkach kursy sprzedaży (eksport) i kupna (import) były gorsze niż podane w tabeli.

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

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

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

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

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

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

|                |               | min (bid)     | max (bid)     | zmiana (%)    | średni NBP    | najtaniej kupione | najdrożej kupione | średnio kupione | najtaniej sprzedane | najdrożej sprzedane | średnio sprzedane |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|-------------------|-----------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| <b>Import</b>  | Euro          | 3,7475        | 4,1320        | -0,21%        | 3,9030        | 3,6800            | 3,8500            | 3,8000          |                     |                     |                   |
|                | Dolar         | 2,8520        | 3,3100        | -10,65%       | 3,1000        | 2,9000            | 3,1000            | 3,0500          |                     |                     |                   |
|                | <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              | 4,2000              | 4,0400            |
|                | Dolar         | 2,8520        | 3,3100        | -10,65%       | 3,1000        |                   |                   |                 | 3,1600              | 3,3800              | 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  
Kurs spot  
Pkt SWAP 1 dzień

2006-07-03  
4,0700  
0,6

Zabezpieczenie rocznego planu finansowego

Eksporter EUR

4,21

4,20

4,19

-CALL

4,18

4,097

4,091

4,086

4,080

4,070

+PUT

3,96

3,96

3,96

3,96

F15  
F12  
F9  
F6  
Spot

Data waluty

3 lipiec 2006

21 grudzień 2006

21 marzec 2007

21 czerwiec 2007

21 wrzesień 2007

Alpha Financial Services

Członek Rozliczający Warszawskiej Giełdy Towarowej S.A.  
[www.alphafs.com.pl](http://www.alphafs.com.pl) ; e-mail: [afs@wgt.com.pl](mailto:afs@wgt.com.pl)



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

Zabezpieczenie rocznego planu finansowego

Eksporter USD

|      |       |                |                     |       |       |
|------|-------|----------------|---------------------|-------|-------|
|      |       |                |                     | 3,16  | 3,14  |
| F15  | -CALL |                |                     |       |       |
| F12  |       |                |                     |       |       |
| F9   |       | -FUT 2,99-3,00 | Nie wystawiono CALL | 3,038 |       |
| F6   |       |                |                     |       | 3,032 |
| Spot | 3,052 |                |                     |       |       |
|      | +PUT  |                |                     | 2,90  | 2,90  |

Data waluty 26 styczeń 2007 21 marzec 2007 21 czerwiec 2007 21 wrzesień 2007 21 grudzień 2007

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

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

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

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

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

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

5. Kurs Chf/Pln. Tutaj maksymalny kurs nie powinien przekroczyć poziomu 2,55, zaś minimum oceniam na 2,20. Jeśli więc zbliżymy się w okolice 2,50 warto będzie przewalutować kredyty hipoteczne ze 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 Funt w Polsce. Sądzę, iż Funt będzie silny podobnie jak Dolar. A to oznacza, iż nie należy się spodziewać spadku poniżej 5,45. Wzrosty zaś nie powinny być większe niż do 6,00. Najbardziej prawdopodobne w mojej ocenie jest utrzymanie się w okolicach 5,65.

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

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

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

*Jacek Maliszewski*

mail to: [JMaliszewski@bqcfx.com](mailto:JMaliszewski@bqcfx.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)

