

## Komentarz tygodniowy

2007-10-06

### Eur/Usd – 4-5 centów korekty?

Silna korekta spadkowa o zasięgu 4-5 centów wisi na włosku. W każdej chwili może się ona pojawić. Posiadacze długich pozycji spekulacyjnych na parze Eur/Usd powinni więc ochronić się za pomocą opcji PUT – to lepsze rozwiązanie, niż zamknięcie krótkich pozycji. Umożliwia bowiem dalsze uczestniczenie w zwrocie rynku na wypadek, gdyby korekta okazała się bardzo płytka, lub też gdyby została odsunięta w czasie.

Z punktu widzenia długoterminowego trendu, Dolar jeszcze przez wiele miesięcy jest skazany na osłabienie.

Dolara jest zwyczajnie za dużo w obiegu. Nawet kiper-hossa na surowcach, metalach i na walutach (wzrost kursu Gbp/Usd czy też Eur/Usd można tak samo nazwać hossą, jak wzrost ceny ropy, miedzi, czy też złota – wszystkie te ceny wyrażone są bowiem w Dolarach) nie jest w stanie wchłonąć nadmiaru "zielonych" na rynku.

Dlaczego tak jest? Przedstawię taki oto wywód myślowy:

1. Wcześniej, gdy rósł dług publiczny Stanów, dług prywatny malał. Działo się tak podczas recesji. Firmy oraz gospodarstwa domowe mniej pożyczały pieniędzy, mniej zaciągano kredytów. Gospodarka rozwijała się wolniej. Wpływy z podatkowa były więc mniejsze, co zmuszało władze do zwiększania pożyczek od banków komercyjnych dla rządu.

2. Gdy gospodarka wychodziła z recesji, firmy oraz gospodarstwa domowe więcej zaciągały pożyczek, stymulując tym gospodarkę. Rosły więc wpływy z podatków. Rząd mógł sobie pozwolić na zmniejszenie skali pożyczek od banków.

3. Wszystko się kręciło cyklicznie - gdy zwiększało się zadłużenie prywatne, zmniejszało się zadłużenie publiczne i na odwrót.

4. Teraz sytuacja jest inna. Zadłużenie

prywatne sięgnęło rekordowych poziomów. Zadłużenie publiczne zaś nie zmalało ... niestety wydatki na wojny pochłonęły całą nadwyżkę z podatków.

5. Gdy jednocześnie mamy wysoki poziom długu prywatnego i publicznego, rynek aż dławi się od nadmiaru wykreowanego w ten sposób pieniądza. Pieniądz szuka więc miejsca, gdzie by mógł się schronić - kupuje się więc za Dolary wszystko co się nawinie pod rękę... I to jest właśnie przyczyną słabości Dolara.

Co ciekawe słaby Dolar jest na rękę Stanom Zjednoczonym. Właśnie pojawił się komunikat, iż Singapore Airlines woli zapłacić karę umowną i zerwać kontrakt z Airbusem, by móc teraz kupić nagle "przecenione" samoloty od Boeinga! Interesujące, czyż nie?

Dopóki inwestorzy będą chętnie nabywać amerykańskie obligacje, dopóty władzom USA nie będzie zależeć na tym, by Dolar stał się silny. Być może w pewnym momencie zabraknie popytu na amerykańskie obligacje i władze USA staną w obliczu wielkiego problemu... Ale póki co taka okoliczność wydaje się być odległą w czasie.

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

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

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

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

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

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

Teraz podobnie jak tydzień temu spójrzmy na wykres długoterminowy.

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

Przyjrzyjmy się uważnie wspomnianemu wykresowi. W grudniu 1988 najwyższy poziom notowań to 1,2415. Potem nastąpiła

silna korekta, by na koniec 1990 roku kurs ustanowił nowe maksimum znajdujące się na wysokości 1,3500 – czyli o 11 centów wyższe, niż maksimum zanotowane w 1987 roku.

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

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

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

W styczniu 2008 należałoby więc oczekiwać (idąc tą analogią) silnej korekty spadkowej – podobnej do tej z roku 2005. Lecz po niej powinna pojawić się ostatnia silna fala wzrostowa zakończona gdzieś w okolicach 1,5200



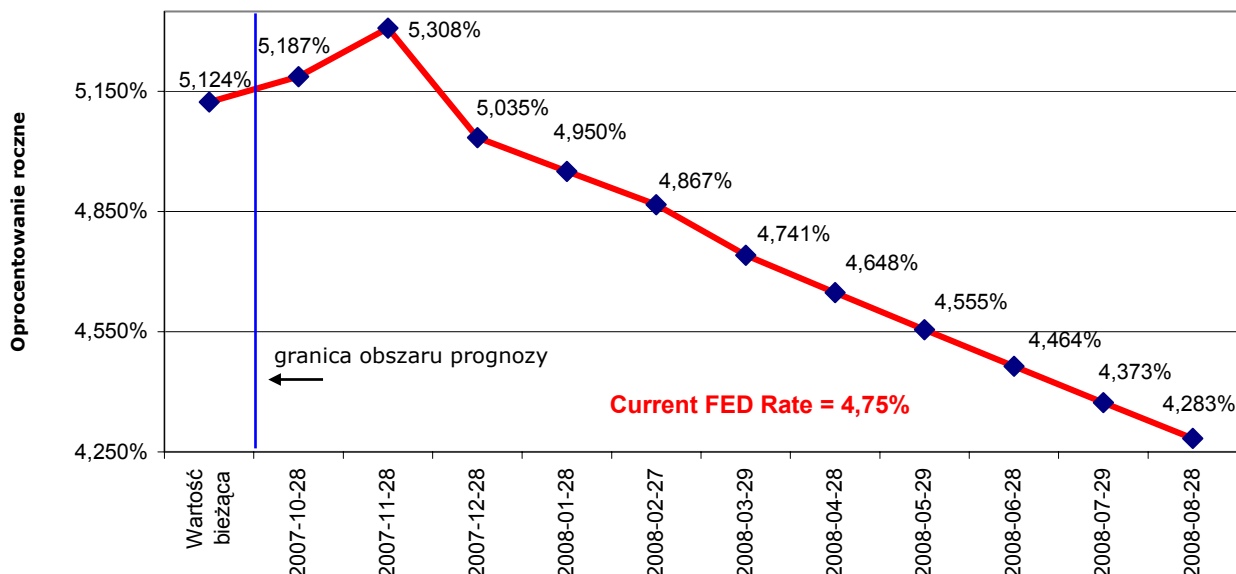
W krótkim terminie możliwa jest jednak silniejsza korekta spadkowa, o czym wspominałem już tydzień temu. MACD obecnie zmienia swoje wskazania i obecnie zachęca do szukania okazji do

otwarcie krótkich pozycji spekulacyjnych. Aby taki sygnał się pojawił, oscylator musi przynajmniej wejść w strefę neutralną, a jeszcze lepiej, aby wszedł w strefę wykupienia.



Spójrzmy teraz na oczekiwania uczestników tych dwóch rynków. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp dolarowych (czyli FRA 11x12) osiągnął wartość 4,283%.

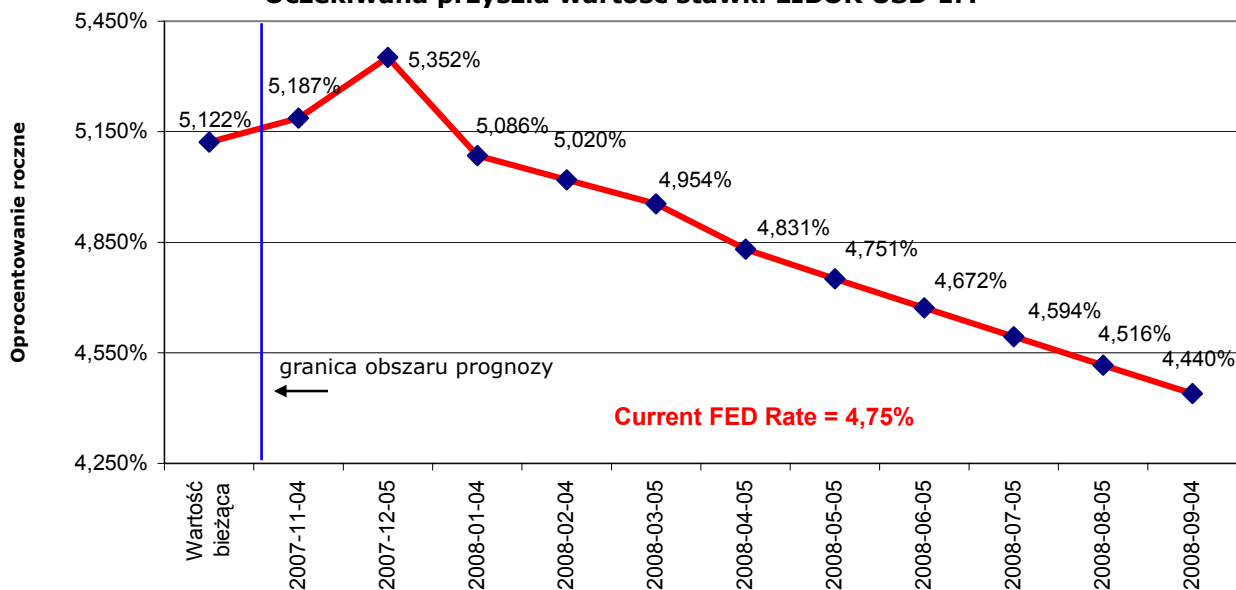
**Oczekiwana przyszła wartość stawki LIBOR USD 1M**



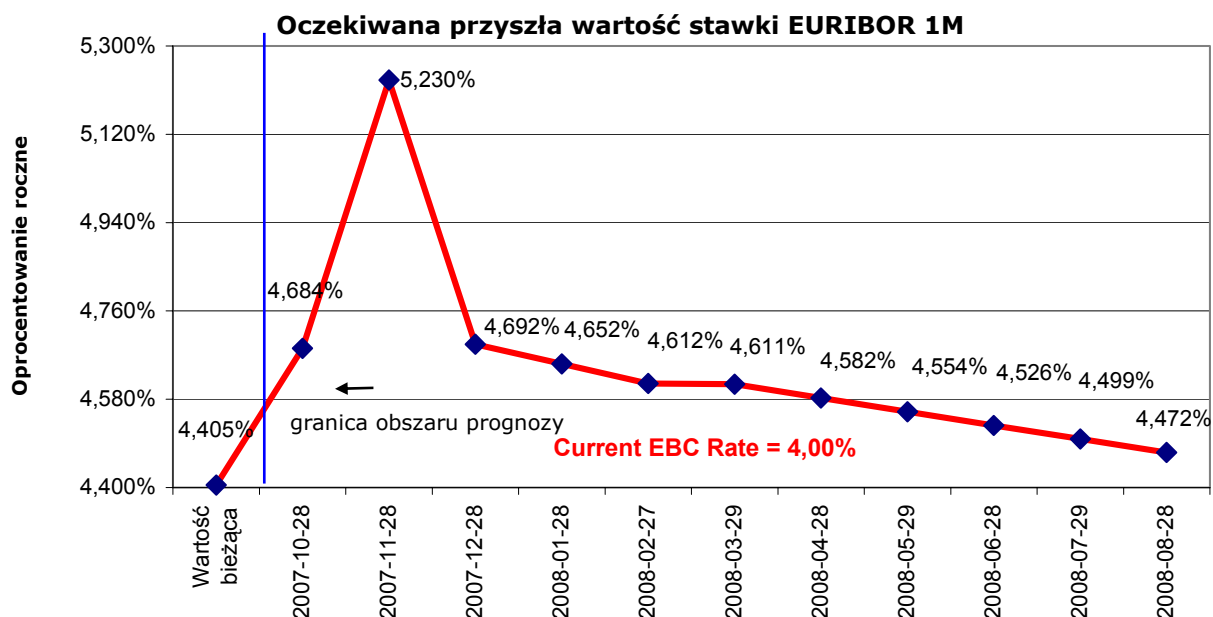
Obecnie (dane z piątku 5 października 2007) prawy kraniec krzywej poszedł w górę o 11,7 punktu bazowego, czyli do poziomu 4,440%. Na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy uczestnicy rynku spodziewają się jeszcze dwóch obniżek stóp procentowych z poziomu 4,75% do 4,25%.

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

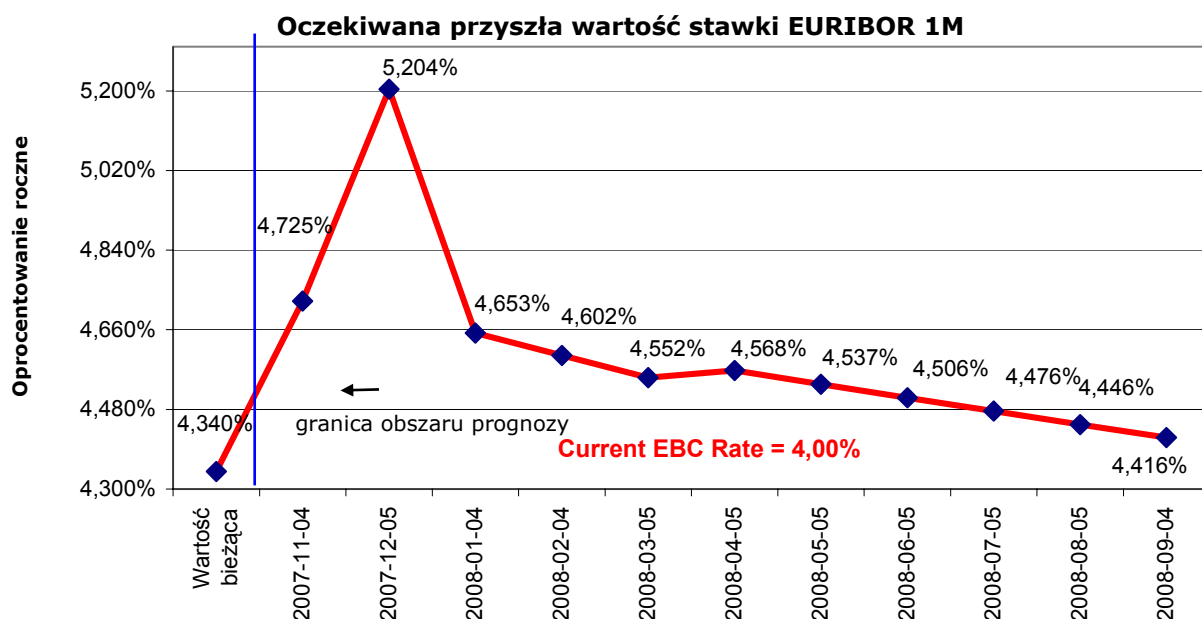
**Oczekiwana przyszła wartość stawki LIBOR USD 1M**



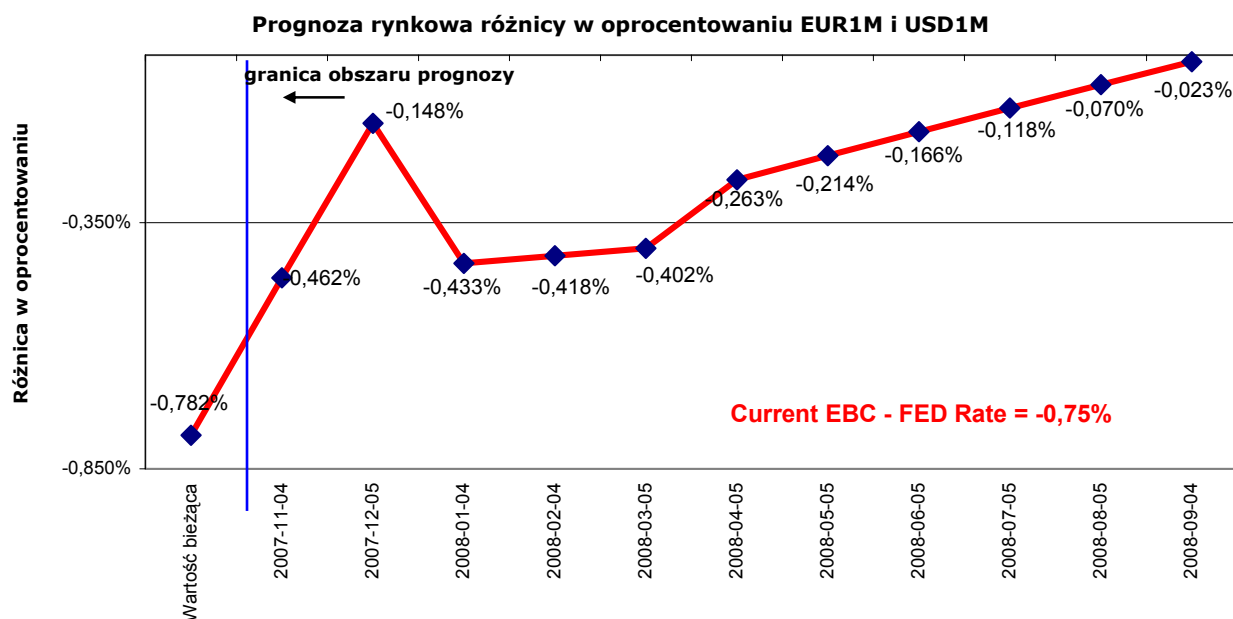
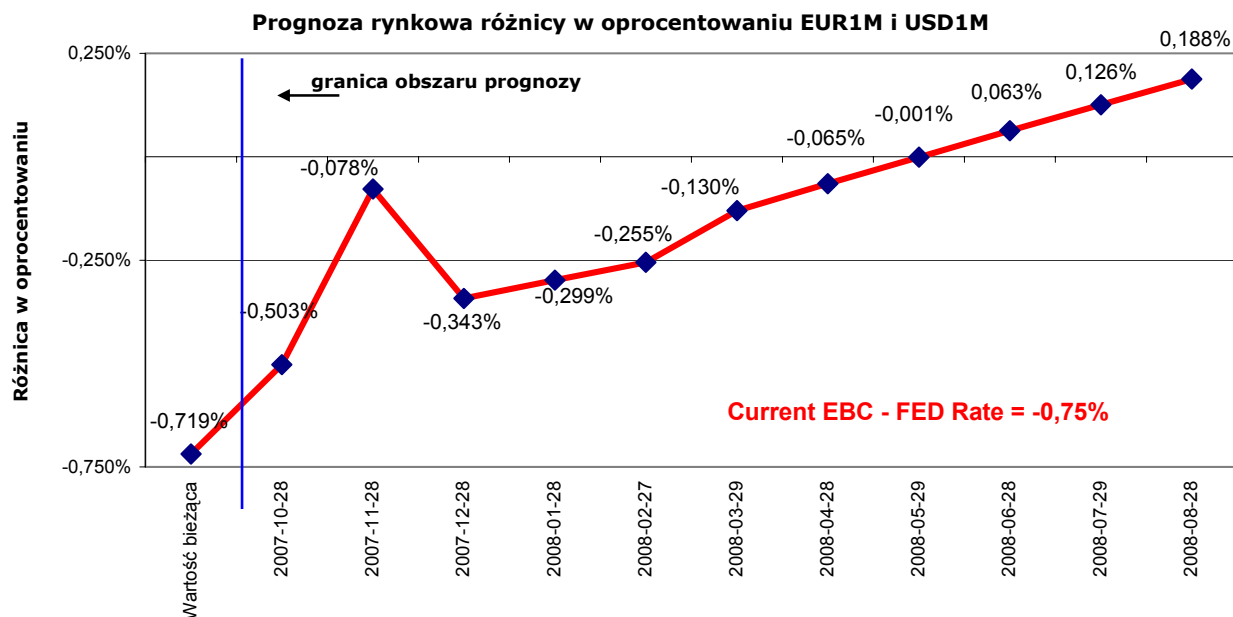
Spójrzmy teraz na dynamikę krótkich stóp terminowych dla Euro. Prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp Euro spadł z 4,472% tydzień temu



do poziomu 4,416% obecnie, czyli o 5,6 punktów bazowych. Oznacza to, iż uczestnicy tego rynku spodziewają się maksymalnie dwóch podwyżek stóp procentowych w wykonaniu EBC – do poziomu 4,50% - w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Co ciekawe stawki rynkowe utrzymują się na jeszcze wyższym poziomie (w porównaniu do stopy EBC Rate) niż w Stanach Zjednoczonych. W Eurolandzie bowiem stawki rynkowe utrzymują się prawie 100 punktów powyżej EBC Rate. Płynność sektora bankowego w Europie jest jeszcze gorsza niż w USA. Czyżbyśmy wkrótce dowiedzieli się o jakimś „trupie w szafie” przechowywanym w Deutsche Banku, czy też innym dużym banku europejskim? Gdyby tak się stało, odwrót od Euro mógłby być równie silny, jak niedawny odwrót od Dolara oraz od Funta. Radzę zachować więc czujność – stąd sugestia o zakupie opcji PUT Eur/Usd lub/i opcji CALL Usd/Pln



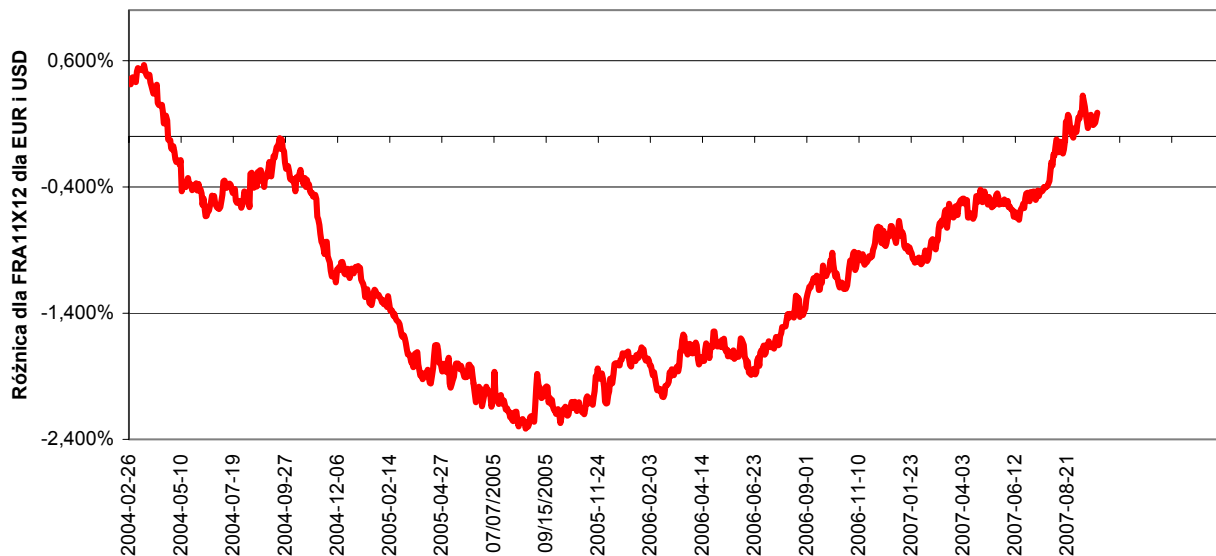
Spójrzmy teraz na wykres obrazujący różnicę pomiędzy terminowymi stopami procentowymi dla Euro i Dolara. Prawy kraniec tej krzywej przesunął się w dół o 21,1 punktów bazowych (z **+0,188%** do **-0,023%**).



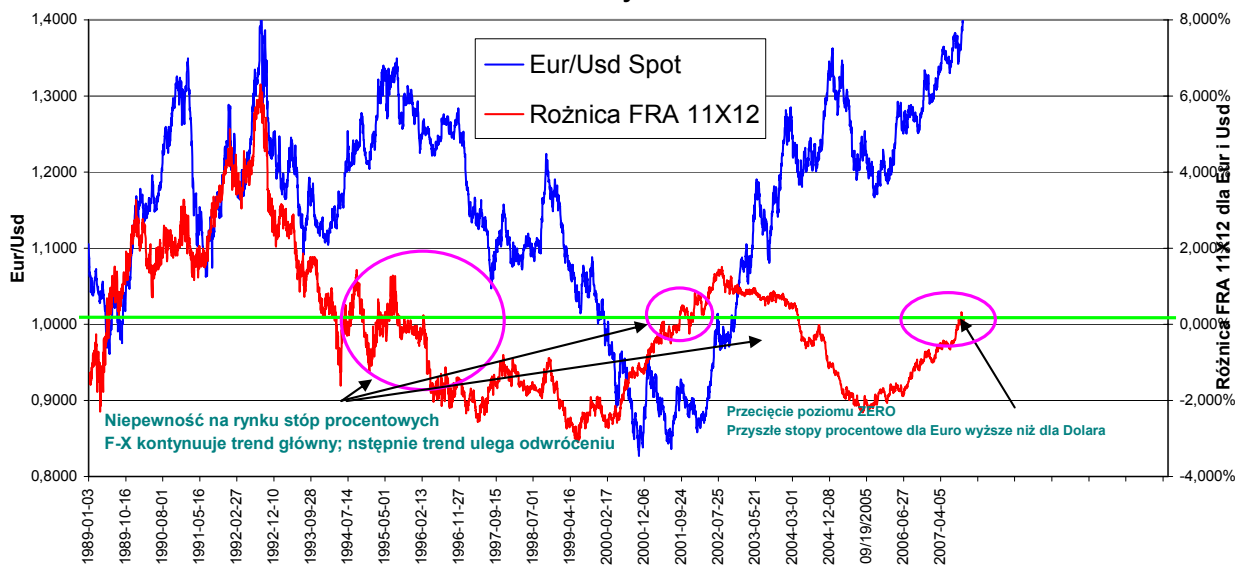
Na zamieszczonym poniżej wykresie możemy zobaczyć dynamikę prawego krańca krzywej z poprzedniego wykresu. Na kolejnym zaś wykresie przedstawiłem to samo w dłuższym horyzoncie. Jeśli krzywa zaznaczona na czerwono na poniższych wykresach na trwałe

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 – konsolidacja 3,20-3,23

### Diagnoza:

Kurs Koszyka, wszedł w okres stabilizacji w przedziale 3,20-3,23. Do ogłoszenia wyników wyborów parlamentarnych możemy więc przebywać w tej konsolidacji. Po wyborach rynek powinien ruszyć mocniej w którąś stronę wybijając się ze wspomnianej konsolidacji górą lub dołem. Z uwagi na

bliskość końca roku bardziej prawdopodobne staje się wybiecie z konsolidacji dołem. W końcówce roku bowiem Złoty niemal zawsze bywał najsilniejszy w porównaniu z pozostałymi okresami roku kalendarzowego.

#### Zalecenia:

1. Krótkoterminowo:
  - ✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla eksporterów – eksporterzy Euro – Wykorzystujemy posiadane zabezpieczenia czynione po kursach wyższych niż 3,80. Nadmiarowe zabezpieczenia trzymamy aż do grudnia i dopiero wtedy podejmiemy decyzję, czy je zamknąć bez dostawy waluty, czy też wykorzystać je w pierwszym kwartale nowego roku. Parę dni temu osiągnęliśmy poziom 3,7800. Wykorzystaliśmy to do otwarcia korytarza 3,74-3,82 chroniącego pierwszy kwartał 2008.
  - ✓ Eksporterzy dolarowi wykorzystują posiadane zabezpieczenia czynione po cenach z okolic 2,86 oraz wyższych. W razie pojawienia się wzrostu kursu w okolicie 2,76, warto zabezpieczyć przychody spodziewane w pierwszym kwartale 2008 roku. W razie silnego spadku w okolicie 2,60 warto odkupić wystawione opcje CALL 2,80 za gotówkę, lub też przerzucić ryzyko w dół – czyli odkupić opcje CALL 2,80 i jednocześnie wystawić opcje PUT 2,40. Transakcja taka będzie transakcją zero-kosztową,

dzięki której rozproszymy ryzyko wystawionych opcji.

- ✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla importerów – importerzy dolarowi po cenie 2,7150 kupili październikowe opcje CALL 2,70 i sfinansowali ich zakup czerwcowymi opcjami PUT 2,56 o podwójnym nominale. Teraz czekamy na spadek do 2,60 i tam powiększamy zabezpieczenia. O kolejny miesiąc – listopad.
  - ✓ Importerzy Euro po cenie 3,7600 kupili październikowe opcje CALL 3,74 i sfinansowali to czerwcowymi opcjami PUT 3,64 o podwójnym nominale. Teraz czekamy na spadek do 3,70, by tam zabezpieczyć płatności listopadowe. Płatności grudniowe będziemy starali się zabezpieczyć dopiero po cenie 3,65.
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.

Zgodnie z moimi oczekiwaniami, w piątek tuż po godzinie 14:30 pary walutowe związane z Dolarem wykazały bardzo dużą zmienność. Najpierw Kurs Euro-Dolar gwałtownie spadł do poziomu 1,4035 (spadek z poziomu 1,4130 przed danymi), by godzinę później powrócić do poziomu 1,4130. Właśnie takiego scenariusza się spodziewałem. Dolar nadal jest wyprzedawany na świecie i to pomimo dobrych danych z rynku pracy.

Warto w tym momencie zwrócić uwagę na zachowanie się kursu Złotego. Dawniej takie gwałtowne ruchy na parze Eur/Usd wywoływały osłabienie Złotego. Tym razem stała się rzecz zaskakująca dla wielu uczestników rynku. Spadający kurs Eur/Usd (zaraz po danych o 14:30) ściągał w dół kurs Eur/Pln, przy jednoczesnym niewielkim wzroście kursu Usd/Pln. W efekcie tego, kurs całego Koszyka spadał, co oznaczało umocnienie Złotego.

Z informacji jakie uzyskałem podczas Konferencji Zarządzania Ryzykiem (na której występowali szefowie dealing roomów oraz szefowie departamentów skarbu największych banków w Polsce) można było wyciągnąć wnioski, iż wszystkie polskie banki (z małymi wyjątkami) utrzymują długą pozycję w walutach – czyli przetrzymują na swoim portfelu walutę, którą te banki kupiły od swych klientów (eksporterzy sprzedali bankom walutę, a banki nie odsprzedały tej waluty na rynku międzybankowym). To pierwsza ważna informacja. Banki komercyjne utrzymują długą pozycję w walutach grając na osłabienie Złotego. Powoli jednak dealerzy bankowi zbliżają się do swych maksymalnych limitów utrzymywania walut obcych w portfelu banku. Jeśli więc korekta osłabienia Złotego nie przyjdzie w najbliższych dwóch tygodniach, banki będą zmuszone sprzedać na rynku walutę bez względu na cenę.

To pierwsza ważna informacja. Druga interesująca informacja, jaką wyłowilem z wypowiedzi jednego z szefów departamentu rynku pieniężnego, była informacja na temat utrzymującej się awersji do ryzyka na polskim rynku papierów skarbowych ze strony inwestorów zagranicznych. Nie będę tutaj wdawać się w szczegóły tej wypowiedzi. Istotą tej informacji było to, że:

1. W lipcu bieżącego roku, rynek nisko wyceniał poziom ryzyka polskich papierów skarbowych. Mieliśmy do czynienia wręcz z euforią ze strony zagranicznych inwestorów portfelowych. Wtedy to kurs Euro/Złoty wynosił 3,75.

2. Bomba w postaci kryzysu na rynku kredytów hipotecznych wystraszyła inwestorów portfelowych, którzy uciekli z naszego rynku, a koszt zabezpieczenia się przed ryzykiem spadku cen obligacji doszedł do poziomów odpowiadających stanowi paniki (od euforii do paniki). Wtedy to kurs Euro/Złoty doszedł do 3,85.

3. Dziś koszt ubezpieczenia przed ryzykiem spadku cen polskich obligacji nadal utrzymuje się na wysokich poziomach bliskich stanowi paniki. Oznacza to, iż kapitał portfelowy nie powrócił jeszcze do polski i nie odkupił sprzedanych papierów. Kurs Euro/Złoty jest jednak ponownie bliski ceny 3,7500 (dziś 3,7580).

Oznacza to, iż spadek kursu Eur/Pln z poziomu 3,85 do 3,75 jest wynikiem przepływu kapitału w inwestycje trwałe/rzeczowe, nie zaś kapitału portfelowego.

Teraz pojawia się pytanie, czy ten kapitał portfelowy powróci do Polski i ponownie zacznie kupować polskie papiery (nie koniecznie akcje – w tym momencie myślę raczej o odkupie polskich obligacji)? A jeśli tak, to po jakim kursie walutowym inwestorzy zagraniczni zaczną kupować Złotego.

Prawdopodobnie poczekają na ewentualną korektę osłabienia Złotego, by powrócić na nasz rynek po tych samych cenach, po jakich wychodzili z naszego rynku.

Jeśli jednak korekta się nie pojawi, będą zmuszeni kupić Złotego oraz wypełnić swe portfele (proporcjonalnie do przyjętego

udziału polskich papierów w globalnym portfelu) bez względu na cenę Złotego.

To bardzo interesująca informacja. Widzimy więc, iż bardzo duża grupa uczestników rynku walutowego czeka na korektę osłabienia naszej waluty, by móc sprzedać Euro, Dolary, Funt, by kupić za nie Złotego.

Jeśli tak, to ewentualna korekta (jeśli w ogóle się pojawi ... w naszej ocenie prawdopodobieństwo wystąpienia takiej korekty jest coraz mniejsze) będzie bardzo płytka i krótkotrwała. Za duża podaż waluty wisi nad rynkiem.

Jeśli zaś korekta w ogóle nie przyjdzie, możemy być świadkami prawdziwej paniki ze strony posiadaczy długich pozycji spekulacyjnych (w tym również niezabezpieczonych eksporterów, gdyż niezabezpieczony eksporter ma długą pozycję spekulacyjną w walutach) i wyprzedazy waluty za wszelką cenę. Właśnie na taką panikę warto cierpliwie poczekać.

Importerzy, którzy zabezpieczyli swe płatności do końca października powinni więc być przygotowani na to, by pod koniec października wykorzystać ewentualną panikę na rynku i zabezpieczyć swe płatności listopadowe oraz grudniowe.

Eksporterzy, którzy posiadają zabezpieczenia otwierane na wyższych poziomach, nie powinni śpieszyć się z ich „przymykaniem”. Portfele zabezpieczeń zredukujemy dopiero w chwili gdy panika będzie sięgać zenitu (3,60 Eur/Pln? 2,45 Usd/Pln?).

Eksporterzy, którzy nie mają już żadnych zabezpieczeń (wyczerpali swe zabezpieczenia), lub też ich zabezpieczenia nie są wystarczające, powinni bezwzględnie zabezpieczyć się TERAZ. Wczoraj czwartek było wyłapać cenę 3,78 Eur/Pln. W piątek rano była szansa na 3,77.

W obydwu przypadkach można było kupić opcje PUT 3,80 wygasającą w piątek 5 października o godzinie 16:00 na Warszawskiej Giełdzie Towarowej i wystawić grudniowe opcje CALL 3,84 w pojedynczym nominale, lub CALL 3,90 w podwójnym nominale.

Jeśli ktoś taką transakcję przeprowadził, od poniedziałku będzie mógł sprzedawać Euro po cenie 3,80 (kupiona opcja PUT 3,80 wygasa bowiem w cenie zamieniając się w krótką pozycję futures z kursem wykonania 3,80). Do grudnia na rachunku eksportera będzie widniało zobowiązanie w postaci wystawionej opcji CALL. Eksporter będzie więc musiał sprzedać w grudniu walutę po cenie 3,84 lub 3,90, jeśli w dniu wygasania opcji CALL kurs spot będzie wyższy niż 3,84 lub 3,90.

Podczas wspomnianej wcześniej Konferencji, pracownicy banków skrytykowali moje podejście do zarządzania ryzykiem mówiąc, iż namawiam firmy na spekulację. Ich zdaniem bowiem zobowiązanie się do sprzedania w grudniu podwójnego nominalu Euro po kursie 3,90 jest spekulacją.

Co ciekawe jednocześnie kategorycznie zaprzeczyli, jakoby opcje PUT wyłączające się w chwili osiągnięcia bariery (przywoływane przeze mnie wielokrotnie tak zwane opcje barierowe), spekulacją w żadnym wypadku nie jest.

No cóż ... Każdy sam musi sobie odpowiedzieć na pytanie, czy bardziej ryzykowne jest bycie zmuszonym do sprzedania Euro w grudniu po cenie 3,84 lub 3,90, czy też bardziej ryzykowne jest utracenie zabezpieczenia w chwili, gdy kurs Euro spadnie do 3,70 ... Ciekawy jestem Państwa opinii w tej sprawie. Dlatego też proszę o przesłanie do mnie e-mail z krótkimi uwagami.

Wracając do sprawy przetrzymywania długich pozycji spekulacyjnych przez sporą grupę uczestników rynku. Trudno w tej chwili określić, jak wiele waluty znajduje się na rachunkach dewizowych eksporterów, od jak wielu miesięcy waluta ta nie była sprzedawana na bieżąco. Spodziewamy się jednak, iż jest tego całkiem sporo. Ta waluta trafi na rynek po wyborach bez względu na to czy korekta się pojawi (czyli waluta zostałaby

wtedy sprzedana na wzrostach wyhamowując impuls wzrostowy), czy też korekta się nie pojawi (wtedy waluta zostanie sprzedana na spadkach wzmacniając impuls spadkowy).

Warto jeszcze zwrócić uwagę, iż w dniu 26 września kurs Koszyk/Złoty wynosił 3,2250 przy kursie Euro-Dolar 1,4130.

W piątek kurs Eur/Usd podobnie jak wtedy wynosił 1,4130, lecz Koszyk kosztował jedynie 3,2060. Oznacza to, iż spadający kurs Eur/Usd nie osłabia naszej waluty krajowej. Wysoki kurs Usd/Jpy (okolice 117,00) również nie sprzyja osłabieniu Złotego (inwestorzy stosujący carry-trade powiększają bowiem swoje portfele inwestycyjne). A to oznacza, iż obecna lekka niepewność widoczna na naszym rynku jest wynikiem trwającej kampanii wyborczej. Czyli korekta jednak jest! Tyle tylko, że jest ona bardzo słaba i idzie w bok, a nie w dół.

Spójrzmy teraz na wykresy. Z punktu widzenia analizy technicznej na wykresie świec dziennych widzimy wąską konsolidację o szerokości 3,20-3,23. Wyłamanie się z tej konsolidacji wywoła ruch o 3 grosze zgodny z kierunkiem wybicia. Jeśli więc z konsolidacji wyjdziemy góra, czekałby nas 3-groszowy wzrost kursu Koszyka (3,78 Eur/Pln oraz 2,69-2,70 Usd/Pln).

Jeśli jednak wybicie z konsolidacji będzie w dół, czeka nas spadek kursu Koszyka o 3 grosze (Euro 3,73 oraz Dolara do 2,6200). To oczywiście minimalne zasięgi wybicia. Faktyczny ruch może być nieci większy.

MACD dzienne wskazuje na trend spadkowy, a oscylator znajduje się w strefie neutralnej nie dając sygnału do zamykania krótkich pozycji spekulacyjnych. Oznacza to, iż importerzy mogą jeszcze troszkę poczekać i nie zabezpieczać się po obecnych cenach, lecz dopiero po kilku-groszowym spadku kursów.



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

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

formacji brakuj więc jeszcze spadku kursu Koszyka o 5 groszy. MACD tygodniowe wskazuje na trend spadkowy, a oscylator zbliża się do strefy wyprzedzenia. Jeszcze 1-3 tygodnie spadków kursu koszyka i powinien pojawić się sygnał do zamknięcia krótkich pozycji spekulacyjnych i do zrealizowania z nich zysków – będzie to zarazem sygnał dla importerów do otwarcia zabezpieczeń na miesiąc listopad.



|                           |                                |        |         |         |         |         |
|---------------------------|--------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
|                           | Kurs bieżący (bid)             | 3,2065 | 3,7556  | 2,6574  | 2,2575  | 5,4230  |
| Poziom Eur/Usd - constans | 1,4133                         | Koszyk | Eur/Pln | Usd/Pln | Chf/Pln | Gbp/Pln |
| Eksport                   | Trzeci poziom oporu (bid)      | 3,3100 | 3,8769  | 2,7431  | 2,3304  | 5,5980  |
|                           | Drugi poziom oporu (bid)       | 3,2600 | 3,8183  | 2,7017  | 2,2952  | 5,5135  |
|                           | Pierwszy poziom oporu (bid)    | 3,2300 | 3,7832  | 2,6768  | 2,2740  | 5,4627  |
| Import                    | Pierwszy poziom wsparcia (bid) | 3,2000 | 3,7480  | 2,6520  | 2,2529  | 5,4120  |
|                           | Drugi poziom wsparcia (bid)    | 3,1900 | 3,7363  | 2,6437  | 2,2459  | 5,3951  |
|                           | Trzeci poziom wsparcia (bid)   | 3,1500 | 3,6895  | 2,6105  | 2,2177  | 5,3274  |

Oznaczenia poziomów wsparć i oporów jako horyzont zabezpieczeń:

**Import:**

Pierwszy poziom wsparcia - zabezpieczenie na 1 miesiąc płatności

Drugi poziom wsparcia - zabezpieczenie na 2 miesiące płatności

Trzeci poziom wsparcia - zabezpieczenie na 3 miesiące płatności

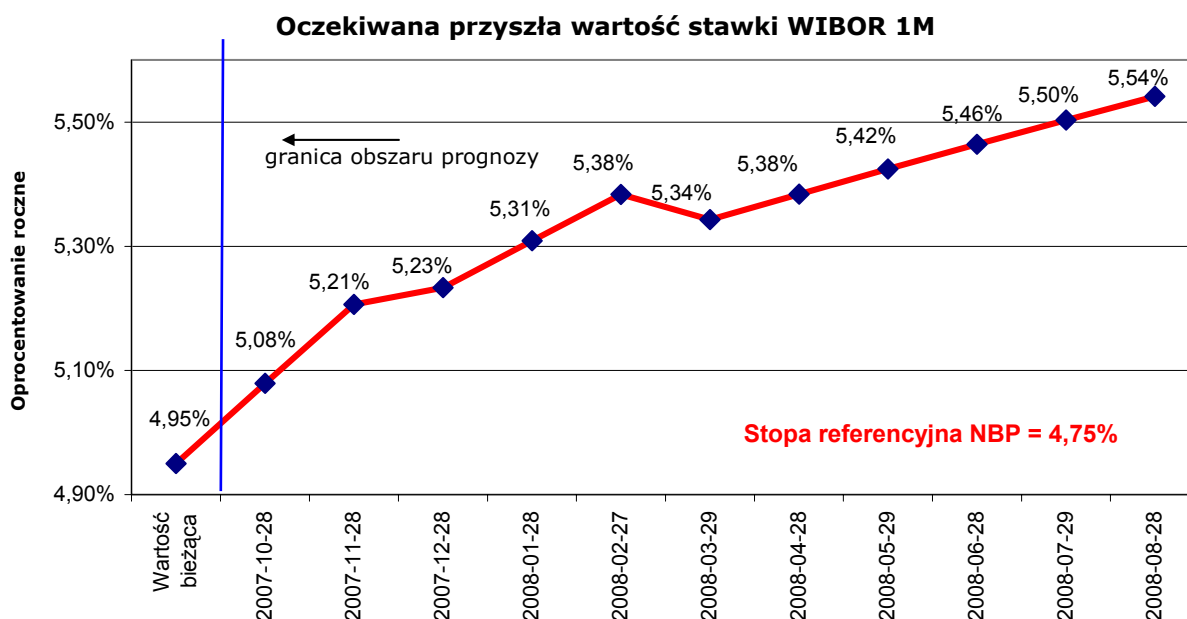
**Eksport:**

Pierwszy poziom oporu - zabezpieczenie na 4 miesiące przychodów

Drugi poziom oporu - zabezpieczenie na 12 miesięcy przychodów

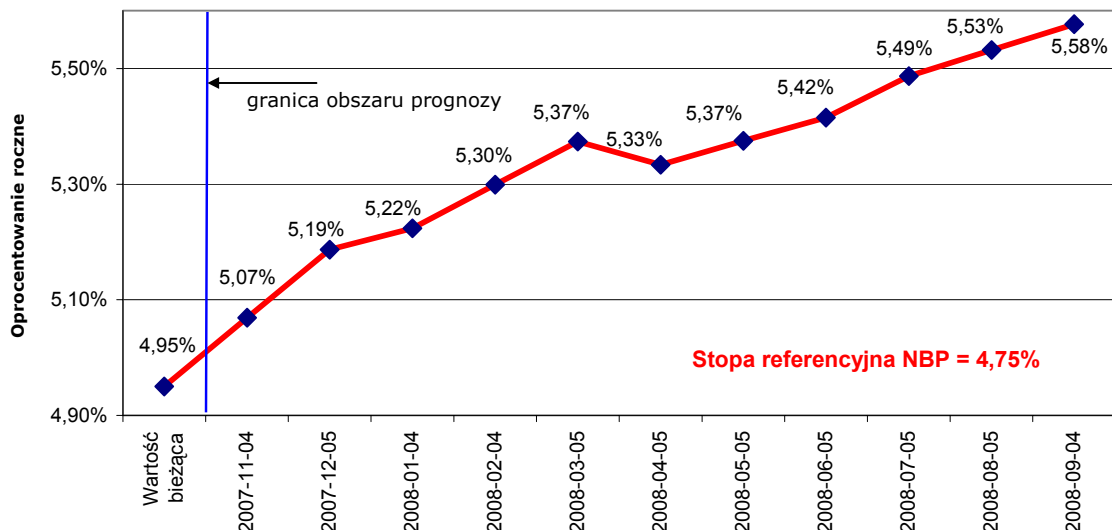
Trzeci poziom oporu - zabezpieczenie na 18 miesięcy przychodów

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



Natomiast w piątek 5 października wzrósł do poziomu 5,58% - czyli o 4 punkty bazowe. Takiego poziomu stóp procentowych (30 dniowych) w Polsce spodziewają się za rok inwestorzy w dniu dzisiejszym. Kształt krzywej FORWARD wyraźnie wskazuje, iż uczestnicy rynku pieniężnego zakładają dalsze podwyżki stóp o 75 punktów (do poziomu 5,50%) w ciągu nadchodzącego roku.

### Oczekiwana przyszła wartość stawki WIBOR 1M



Na rynku polskich obligacji ceny ustabilizowały się, a rentowność 5-letnich obligacji oscyluje w okolicy 5,50%. Powinniśmy przyjąć założenie, iż na rynku pojawił się trend horyzontalny o szerokości 4,80-5,70%. Po raz pierwszy od lutego bieżącego roku MACD wskazuje na trend spadku rentowności – czyli wzrostu cen obligacji. Taki stan rzeczy może być sygnałem dla inwestorów o dłuższym horyzoncie inwestycyjnym, do odnawiania oraz powiększania swych portfeli

obligacyjnych. Dla zagranicznych inwestorów, którzy jakiś czas temu zredukowali swoje portfele w Polsce, jest to sygnał do powrotu na Polski rynek.

Na rynku amerykańskich obligacji po spadku cen (wzrostu rentowności), dotarliśmy do pierwszego zniesienia Fibonacciego (38,2%). Teraz czekać nas powinien ponowny ruch w kierunku 4,30%. W oparciu o tygodniowe MACD i oscylator jesteśmy blisko pojawienia się sygnału do kupna amerykańskich obligacji.





## **Eur/Pln – w kierunku 3,74**

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

Dziś opór techniczny umiejscawiam niżej – bo na poziomie 3,78. Przy tej cenie eksporterzy powinni więc starać się wydłużyć swój horyzont zabezpieczenia. W ostatnich dniach minionego tygodnia można było przy tej cenie kupić opcje PUT 3,80 wygasające w ciągu 2-3 dni, a zakup tych opcji sfinansować wystawieniem grudniowych opcji CALL 3,84 lub 3,92 o podwójnym nominale.

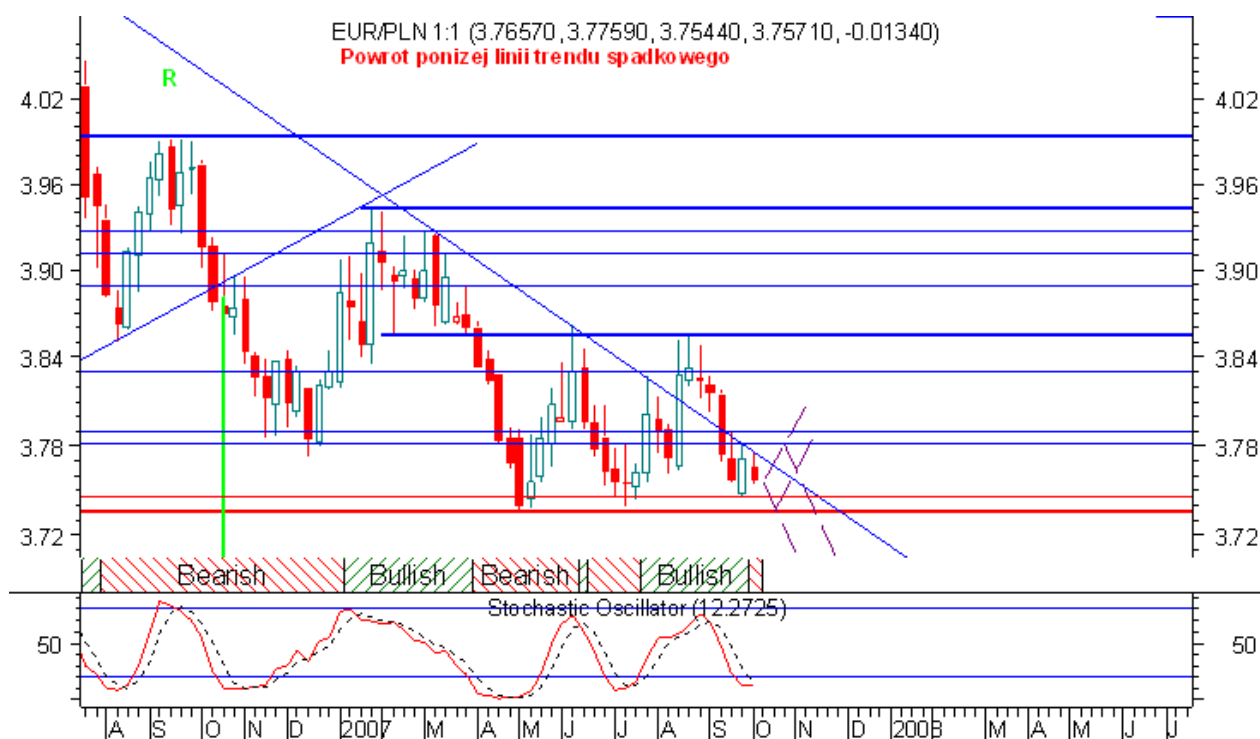
Dzięki temu do końca roku można było zagwarantować sobie cenę 3,80 do bieżącej sprzedaży Euro. Jeśli okazja taka pojawi się w nadchodzącym tygodniu, trzeba będzie ją

bezwzględnie wykorzystać! Sugeruję wręcz, by transakcje takie przeprowadzić już przy cenie 3,7700.

Z punktu widzenia AT mamy sygnał do utrzymywania krótkich pozycji spekulacyjnych. MACD dzienne wskazuje bowiem na trend spadkowy, a oscylator nie wszedł jeszcze w strefę wyprzedania.

Gdyby w nadchodzących tygodniach kurs Euro spadł poniżej 3,74, wrócą obawy eksporterów posiadających tak zwane opcje binarne. Opcje te przestają chronić przed spadkiem, jeśli osiągnięty zostanie określony niski poziom notowań. Przypominam wszystkim, którzy takie dziurawe zabezpieczenia posiadają, by nałożyć na nie odwrócony korytarz, jako łatę.

Dziś jeszcze takie transakcje mają sens. Jeśli jednak spadniemy poniżej 3,73, uchronienie się przed katastrofą będzie prawie niemożliwe.



## Usd/Pln – korekta do 2,75 na horyzoncie

Tydzień temu wspomniałem, iż: „Sytuacja jest dość interesująca. Ruch w kierunku 2,56 wydaje się być obecnie najbardziej prawdopodobny. Spekulacyjnie można więc nadal utrzymywać krótkie pozycje (czyli importerzy nie muszą się spieszyć z przeprowadzaniem kolejnych transakcji zabezpieczających, które zamknęłyby spekulację).”.

Korekta wzrostowa wisi jednak na włosku, a jej zasięg może wynosić nawet 10 groszy. Bardziej prawdopodobne jest jednak, iż najpierw spadniemy w okolice 2,60-2,61 i dopiero z tego poziomu doczekamy się korekty 15 groszowej.

Niezależni od tego z jakiego poziomu zaczniesz korektę – z obecnego poziomu 2,66, czy też dopiero z poziomu 2,60 – jej zakończenia można będzie upatrywać w okolicach 2,75-2,76.

Być może będzie to ostatnia okazja dla spóźnialskich eksporterów, by zabezpieczyć swe przychody spodziewane w okresie listopad-styczeń, kiedy to kurs Dolar-Złoty może spaść nawet w okolice 2,45.

Eksporterzy, którzy posiadają zabezpieczenia do końca 2007 roku (posiadają opcje PUT 2,90 lub krótkie pozycje futures 2,90), powinni taką ewentualną październikową korektę wykorzystać do zabezpieczenia przychodów spodziewanych w styczniu.

Jeśli powtórzy się historia z ubiegłego roku, to na przełomie stycznia i lutego powinna nam się pojawić jeszcze silniejsza korekta wzrostowa, którą moglibyśmy wykorzystać do zabezpieczenia całego roku 2008 – tak jak to zrobiliśmy na w styczniu bieżącego roku. Wtedy to przy kursie spot 3,0550 otworzyliśmy korytarze opcyjnie na cały 2007 rok. Transakcja była zero-kosztowa. Kupiliśmy wtedy opcje PUT 2,90 i wystawiliśmy opcje CALL 3,14.

To właśnie te opcje PUT 2,90 dają nam komfort i możliwość sprzedawania Dolarów do końca roku po cenie 2,90.

Od lipca bieżącego roku, kiedy to stało się jasne, że Dolar będzie coraz słabszy należało jednak rozpocząć działania zmierzające do obniżenia kosztów na przyszły rok, wynegocjowania nowych warunków handlowych z zagranicznymi odbiorcami, należało rozpocząć inwestycje umożliwiające zwiększenie efektywności produkcji tak, aby utrzymać się na rynku nawet przy kursie Dolara na poziomie 2,70.

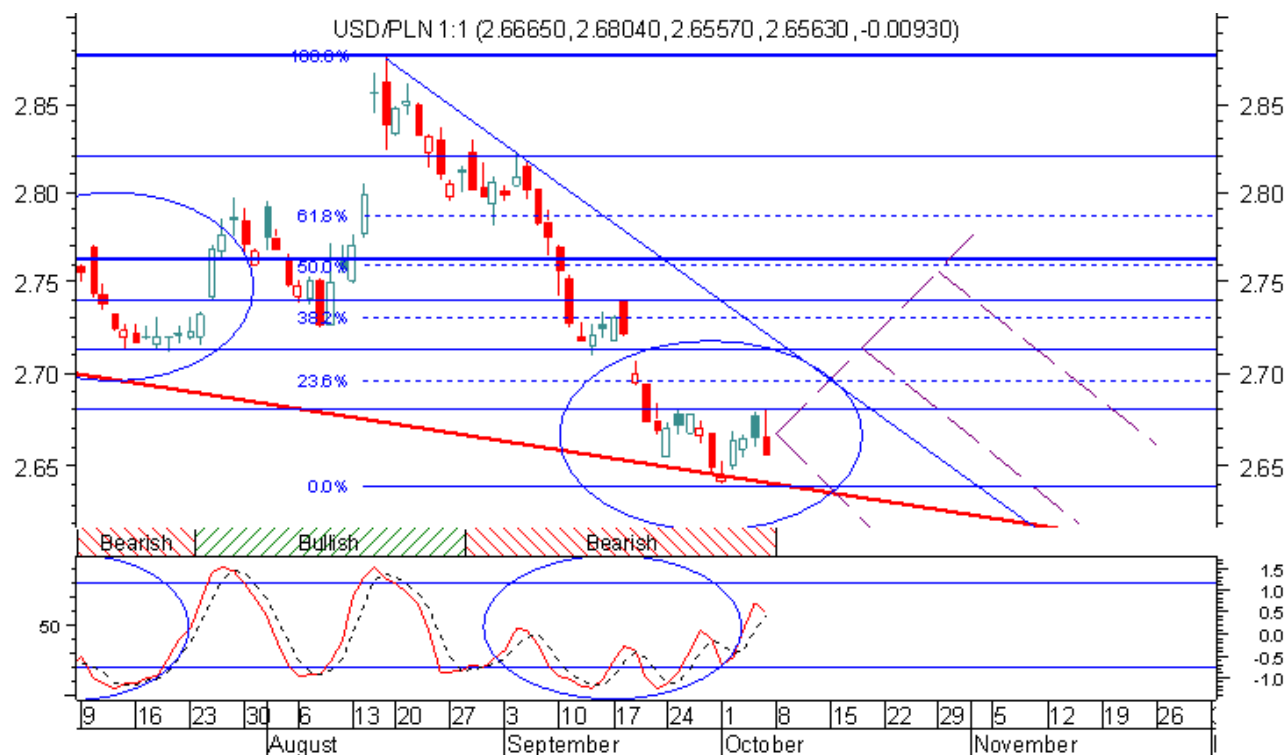
Obecnie posiadane zabezpieczenie dało nam pół roku czasu na przystosowanie się do nowych poziomów cenowych Dolara na polskim rynku walutowym.

Właśnie w tym celu dokonuje się długoterminowych zabezpieczeń za pomocą korytarzy opcyjnych. Dzięki temu bowiem zyskujemy czas spokoju, podczas którego przygotowujemy się do gorszego okresu w przyszłości. Wysoki kurs, po jakim przez ten czas zamieniamy Dolary na Złote pozwala nam działać ze spokojem i bez pośpiechu.

Spójrzmy teraz na wykresy. Wykres świec dziennych wskazuje nam na wyraźny trend spadkowy. Widzimy jednak budującą się konsolidację 2,6400-2,6800. Istnieje więc szansa na wybiecie się z tej konsolidacji górą (pod warunkiem, że na rynku Eur/Usd zacznie się korekta spadkowa). Gdyby z konsolidacji udało się wybić górą, czekałby nas wzrost równy szerokości konsolidacji 0 czyli gdzieś w okolice 2,71-2,72.

Jeśli jednak z konsolidacji wyjdziemy dołem, spadek do 2,60-2,61 stanie się nieuchronny. Wtedy moglibyśmy się spodziewać nieco większej korekty z niższego poziomu – czyli wzrostu w okolice 2,75-2,76.

Wykres świec tygodniowych także wskazuje nam na bliskość wystąpienia korekty wzrostowej. Kurs Dolara dotarł bowiem do dolnej linii nawrotu kilkuletniego kanału spadkowego, który do tej pory aż sześć razy powstrzymywał rynek przed dalszym spadkiem.



## Gbp/Pln – szansa na korektę do 5,48

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

Eksporterzy, którzy parę miesięcy temu zabezpieczyli się korytarzem 5,80-6,00 nie zwracają sobie rzecz jasna głowy obecnymi wahaniami kursu. Mają bowiem do końca roku zagwarantowany kurs 5,80 z szansą na 6,00. Wszelkie korekty wzrostowe wykorzystują do otwarcia nadmiarowych spekulacyjnych krótkich pozycji z myślą o ich

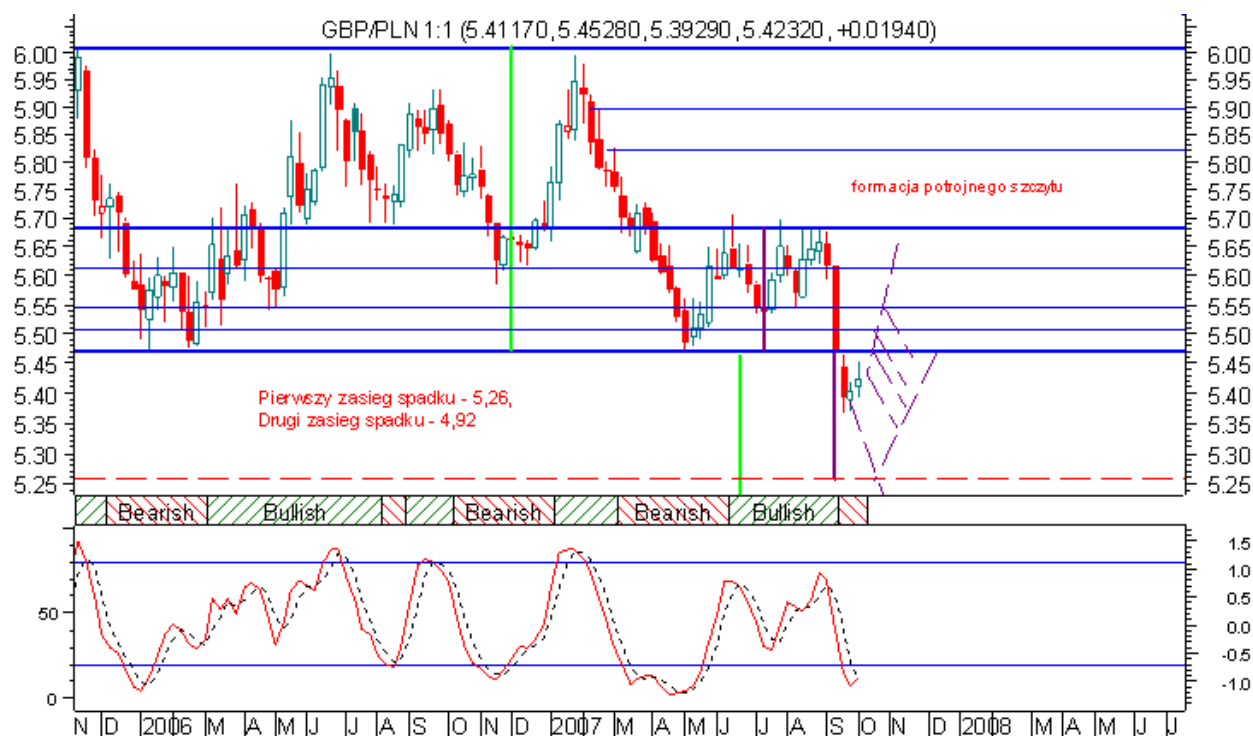
zamknięciu po mocnym spadku i do zrealizowania zysku. I zgodnie z tą strategią postępujemy.

Teraz ewentualna korekta wzrostowa nie powinna przekroczyć poziomu 5,48-5,50. Gdyby taki podskok się pojawił, warto zastanowienia będzie spekulacyjny zakup opcji PUT 5,36 wygasających w grudniu z jednoczesnym wystawieniem grudniowych opcji CALL 5,56. Dzięki temu transakcja będzie zero-kosztowa. Jeśli na koniec roku kurs Funta spadnie poniżej 5,00, zanotujemy pokaźny 36 groszowy zysk z otwartych pozycji.

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

Bądźmy więc przygotowani do działania.

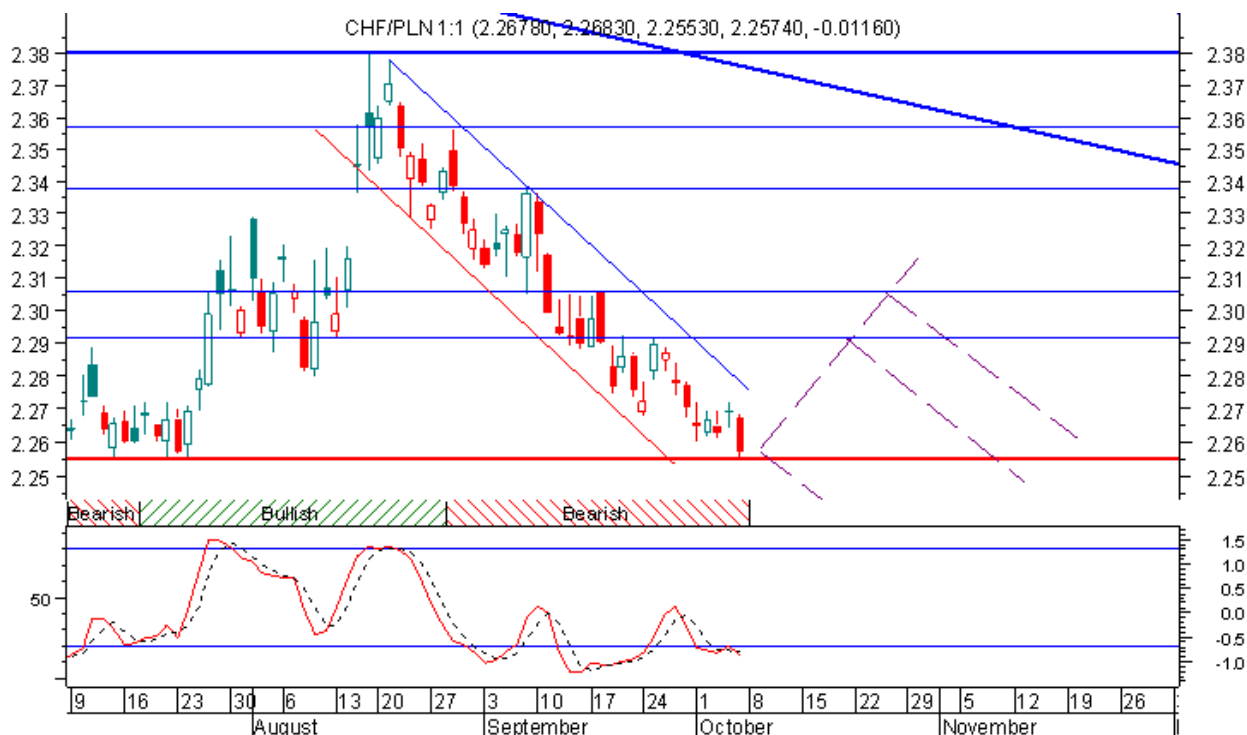




## Chf/Pln – w kierunku 2,25

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

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





## POZOSTAŁE RYNKI – powiązania między krosowe MACD

Podobnie jak tydzień temu proponuję na początek zaznajomić się z poniższymi macierzami sygnałów MACD, które określają kierunek trendu na poszczególnych crossach walutowych. Dla porównania zmian zachodzących na rynkach zamieściłem macierz z dwóch ostatnich tygodni.

Tydzień temu:

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

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

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

Obecnie:

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

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

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

W legendzie pod tabelami znajduje się wyjaśnienie znaczenia poszczególnych kolorów.

W ubiegłym tygodniu na rynku Eur/Usd **gwałtownie zwiększył się poziom szumu** (z poziomu zielonego na niebieski) dla trendu krótkoterminowego. Oznacza to, iż inwestorzy krótkoterminowi powinni teraz transakcje przeprowadzać bardzo często, z bardzo małym lewarem, bardzo szerokim stop-loss, bardzo wąskim take-profit. W krótkim terminie w chwili obecnej preferowane krótkie pozycje otwierane podczas głębokich korekt wzrostowych (1,4280?). Jeśli ktoś posiada długą pozycję otwartą po cenie 1,3560, warto ochronić ją opcjami PUT, lecz długie pozycje futures nadal trzymać. Jest bowiem szansa na dalszy ruch w kierunku 1,45 bez żadnej korekty.

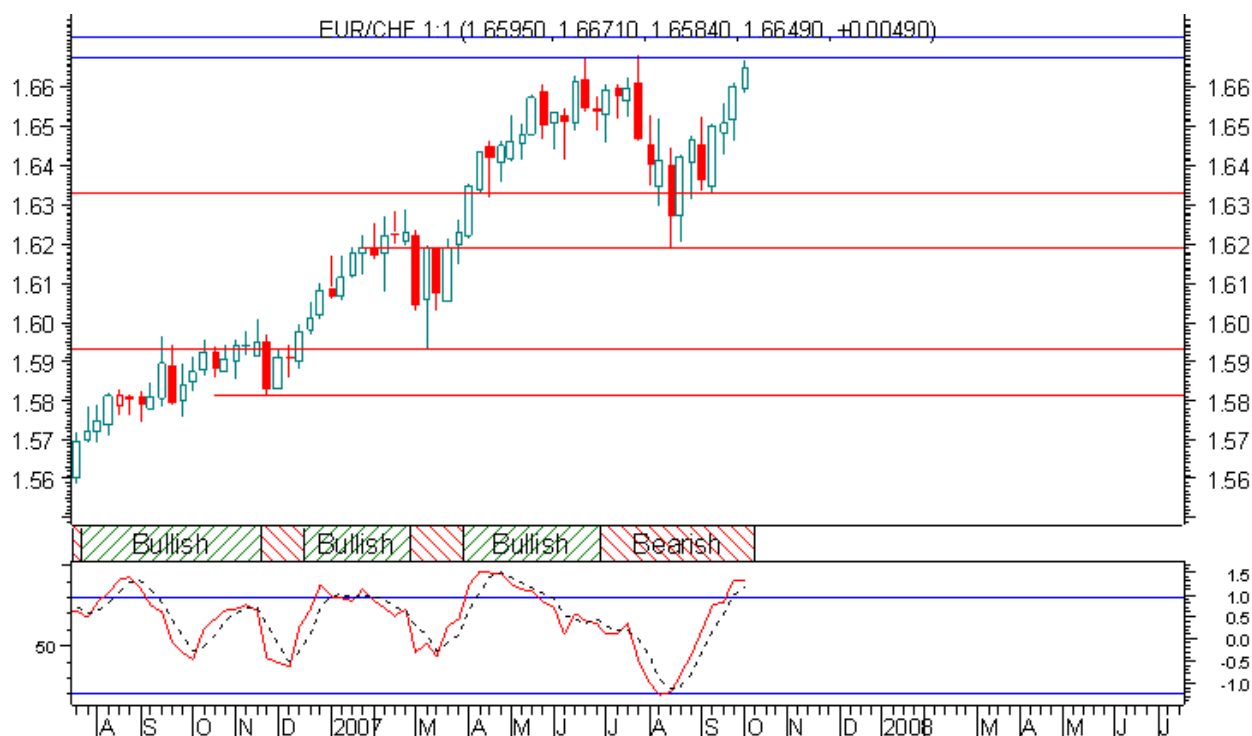
Dla trendu średnioterminowego poziom szumu trzymał się na wcześniejszym poziomie (niebieski). Przy średnioterminowej spekulacji transakcje powinny się więc wykonywać bardzo często, z bardzo małym lewarem, bardzo szerokim stop-loss oraz bardzo wąskim take-profit. W średnim terminie w chwili obecnej preferowane długie pozycje otwierane podczas głębokich korekt spadkowych (1,3800?).

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

Wróćmy teraz do klasycznej jednowymiarowej AT.

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

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



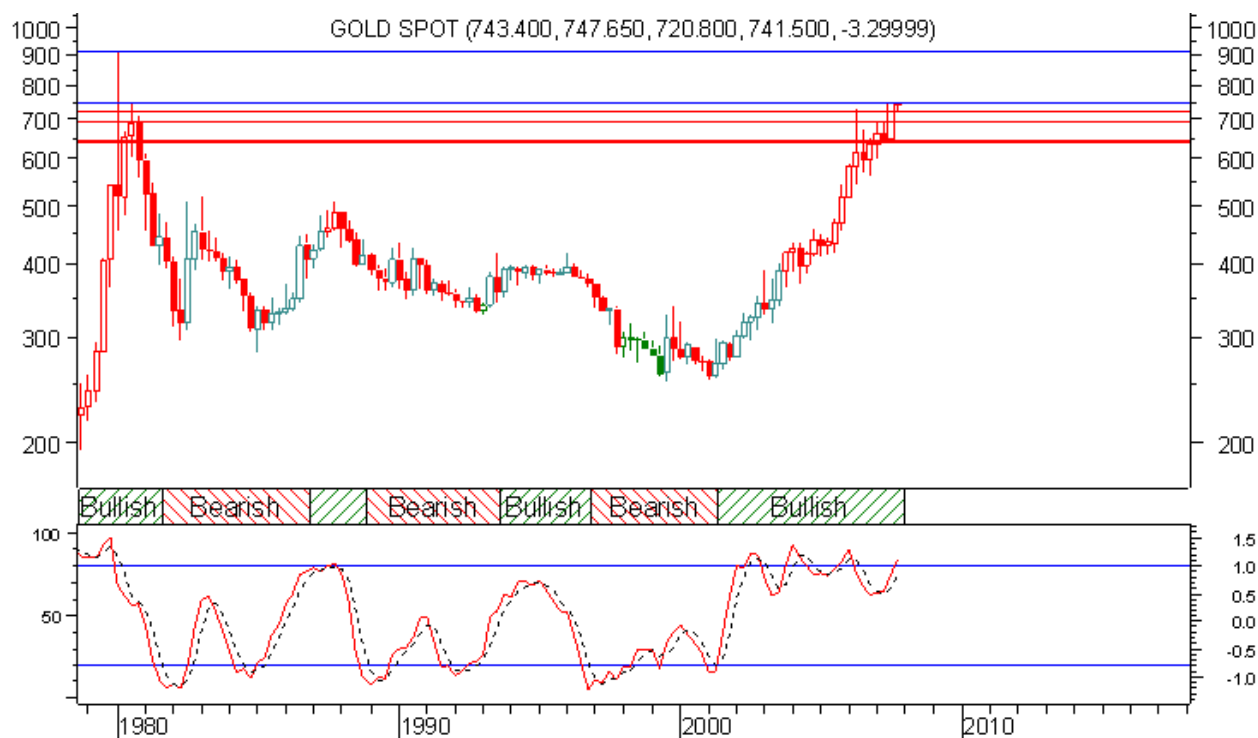
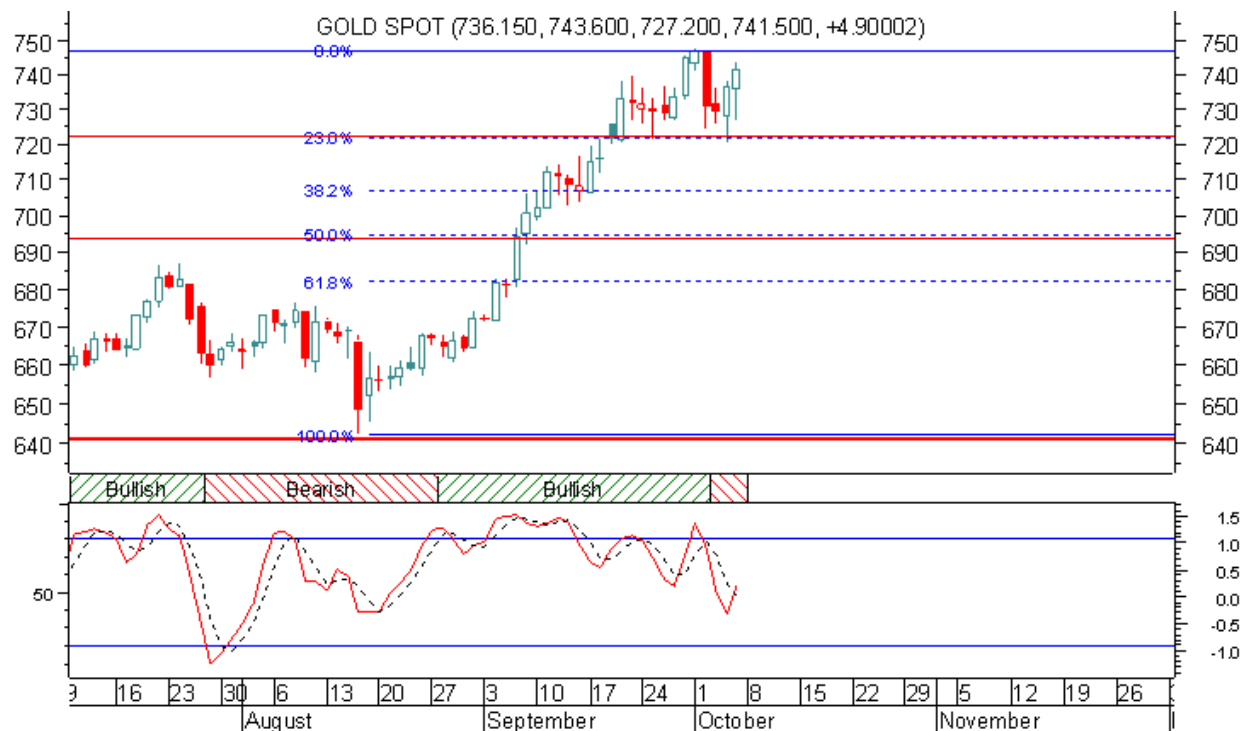
Na parze Eur/Jpy sytuacja jest identyczna. MACD tygodniowe wskazuje na trend spadkowy, a oscylator wszedł do strefy wykupienia i jest to pierwsza korekta

wzrostowa po zmianie kierunku trendu ze wzrostowego na spadkowy. Krótkie pozycje otwierane po cenach z okolic 165 powinny być dość bezpieczną inwestycją.



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

Na rynku Złota na wykresie świec tygodniowych przełamane zostało maksimum z maja 2006. Rynek idzie teraz w kierunku rekordu wszechczasów zanotowanego w 1980 roku. Zanim jednak to nastąpi rynek może przez jakiś czas utrzymać się w konsolidacji o szerokości 720-750. Warto więc zamykać swe długie pozycje tuż pod ceną 750, by ponownie starać się je odnawiać w razie zejścia ceny w okolice 720.



Pora na rynek miedzi. MACD tygodniowe wskazuje na trend rosnący, a oscylator wszedł do strefy wykupienia. Ponieważ MACD z zmieniło wskazanie co do kierunku trendu,

lepiej zrezygnować z otwierania krótkich pozycji pod oporem 380. Poczekajmy na ewentualną korektę spadkową w kierunku 300, by tam otworzyć długą pozycję.



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

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



Jeszcze jedna uwaga. Dzięki wejściu firmy AFS w struktury kapitałowe Cantor Fitzgerald ([www.cantor.com](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 miała 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 decydowali 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 poczynawszy od 4,18. W ten sposób najniższy kurs sprzedaży Euro w roku 2007 będzie wynosił 3,96 (i jest to kurs budżetowy dla tych firm). W trakcie roku będziemy mogli bezkarnie spekulować nadmiarowym zabezpieczeniem, jeśli rynek da takie szanse. Sytuacja jest więc komfortowa.

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

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

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

|         |        | min (bid) | max (bid) | zmiana (%) | średni NBP | najtaniej kupione | najdrożej kupione | średnio kupione | najtaniej sprzedane | najdrożej sprzedane | średnio sprzedane |
|---------|--------|-----------|-----------|------------|------------|-------------------|-------------------|-----------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| Import  | Euro   | 3,7475    | 4,1320    | -0,21%     | 3,9030     | 3,6800            | 3,8500            | 3,8000          |                     |                     |                   |
|         | Dolar  | 2,8520    | 3,3100    | -10,65%    | 3,1000     | 2,9000            | 3,1000            | 3,0500          |                     |                     |                   |
|         | Koszyk | 3,3190    | 3,7130    | -4,96%     | 3,5015     |                   |                   |                 |                     |                     |                   |
| Eksport | Euro   | 3,7475    | 4,1320    | -0,21%     | 3,9030     |                   |                   |                 | 3,8600              | 4,2000              | 4,0400            |
|         | Dolar  | 2,8520    | 3,3100    | -10,65%    | 3,1000     |                   |                   |                 | 3,1600              | 3,3800              | 3,2400            |
|         | Koszyk | 3,3190    | 3,7130    | -4,96%     | 3,5015     |                   |                   |                 |                     |                     |                   |

Najtaniej kupione po 3,68 (mimo, iż najniższy kurs w roku był 3,7475) dzięki dodatkowemu wystawieniu opcji PUT 3,75, które wygasły bez wartości

Najdrożej sprzedane po 4,20 (mimo iż najwyższy kurs w roku był 4,1320) dzięki dodatkowemu wystawieniu opcji CALL 4,12, które wygasły bez wartości

Najdrożej sprzedane po 3,38 (mimo, iż najwyższy kurs w roku był 3,3100) dzięki dodatkowemu wystawieniu opcji CALL 3,30, które wygasły bez wartości

Podane wyniki nie uwzględniają transakcji redukcji zabezpieczeń polegającej na zamknięciu długich pozycji dla importera lub krótkich pozycji dla eksportera.

W ciągu roku dokonano 4 transakcji zamknięcia 1/3 posiadanych długich pozycji importowych dla Dolara oraz 3 transakcji dla Euro  
Na każdej transakcji osiągnęto zysk w wysokości 10 groszy

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

Data spot  
Kurs spot  
Pkt SWAP 1 dzień

2006-07-03  
4,0700  
0,6

Zabezpieczenie rocznego planu finansowego

Eksporter EUR

4,21

4,20

4,19

-CALL

4,18

4,097

4,091

4,086

4,080

4,070

+PUT

3,96

3,96

3,96

3,96

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

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

3. Kurs Eur/Pln. Tutaj powinniśmy iść w dół nawet w kierunku 3,60-3,65, ale poziomów tych raczej nie pokonamy w roku 2007. Maksymalny wzrost nie powinien zaś przekroczyć poziomu 3,92-3,93.

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

5. Kurs Chf/Pln. Tutaj maksymalny kurs nie powinien przekroczyć poziomu 2,55, zaś minimum oceniam na 2,20. Jeśli więc zbliżymy się w okolice 2,50 warto będzie przewalutować kredyty hipoteczne ze złotych na nominowane we Franku. Przy spadku zaś do 2,20 warto przewalutować posiadane kredyty frankowe na kredyty złotowe.

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

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

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

*Jacek Maliszewski*

mail to: [JMaliszewski@bgcfx.com](mailto:JMaliszewski@bgcfx.com) ; [j.maliszewski@alphafs.com.pl](mailto:j.maliszewski@alphafs.com.pl)

Przedstawione, w dystrybuowanych raportach, poglądy, oceny i wnioski są wyrazem osobistych poglądów autora i nie mają charakteru rekomendacji do nabycia lub zbycia albo powstrzymania się od dokonania transakcji w odniesieniu do jakichkolwiek walut lub papierów wartościowych. Poglądy te jak i inne treści raportów nie stanowią "rekomendacji" lub "doradztwa" w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Wyłącznie odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne, podjęte lub zaniechane na podstawie raportu lub z wykorzystaniem wniosków w nim zawartych, ponosi inwestor. Autor jest również właścicielem majątkowych praw autorskich do raportów. W szczególności zabronione jest kopiowanie, przedrukowywanie, udostępnianie osobom trzecim i rozpowszechnianie raportów w całości lub we fragmentach bez zgody autora. Zgodę taką można uzyskać po prostu pisząc na adres [afs@wgt.com.pl](mailto:afs@wgt.com.pl)