

## Komentarz tygodniowy

2007-10-13

### Eur/Usd – 4-5 centów korekty?

W dwóch poprzednich raportach tygodniowych wspominałem, iż: „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.”.

Na razie mieliśmy do czynienia z pierwszą falą takiej spodziewanej przeze mnie korekty (spadek z poziomu 1,4280 do 1,4010), po czym rynek wykonał „podskok” do 1,4230. Była to (w mojej ocenie) korekta w korekcie. Teraz warto być przygotowanym na ruch w kierunku 1,38-1,39, który powinien potrwać kilka tygodni. W listopadzie i grudniu ponownie powinniśmy wejść w silną falę wzrostu kursu Eur/Usd, której szczyt upatruje na wysokości 1,4700.

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

Dolara jest zwyczajnie za dużo w obiegu. Tydzień temu dość szczegółowo opisałem przyczynę tego nadmiaru „zielonych”.

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?

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 obydwie 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) wchodząc w strefę wyprzedania dał sygnał do odnawiania długich pozycji. Teraz przebiliśmy szczyt z 2004 roku.

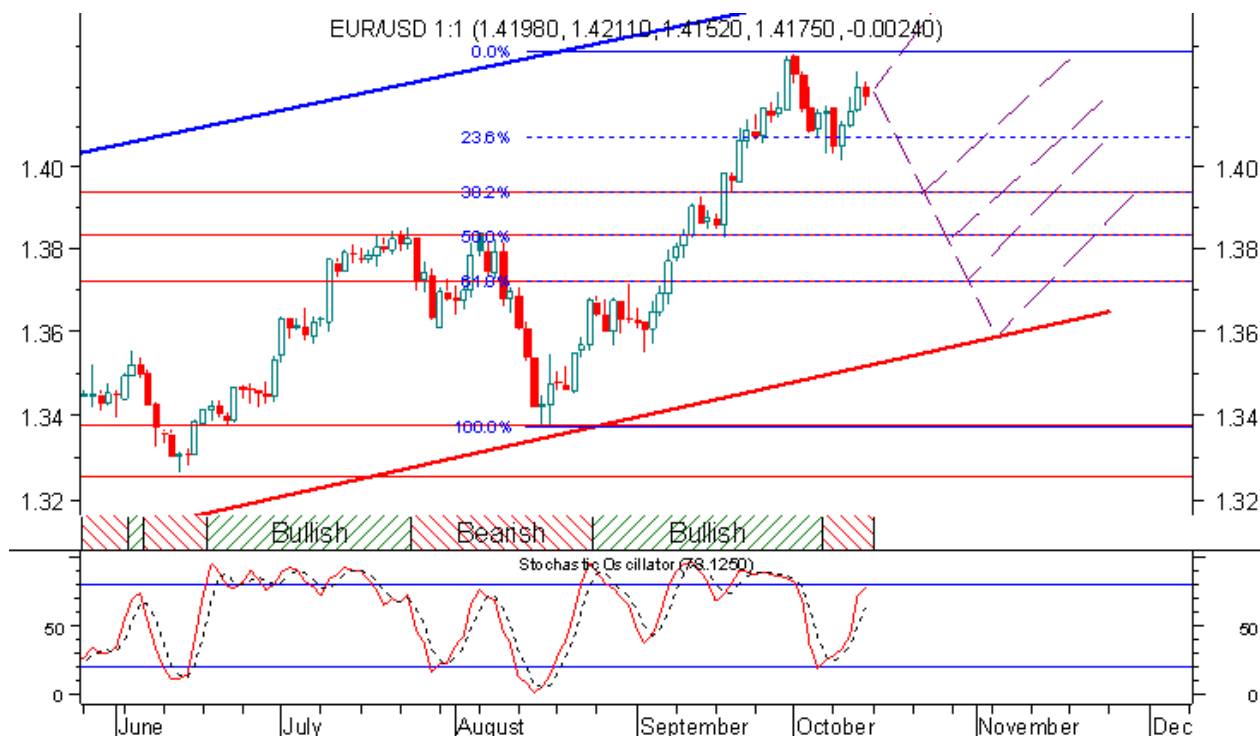
Jeśli więc obecna fala miałaby sięgnąć poziomu o 11 centów wyższego niż z grudnia 2004, to zakończenie tej fali wzrostowej należałoby wypatrywać w okolicy 1,4750.

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



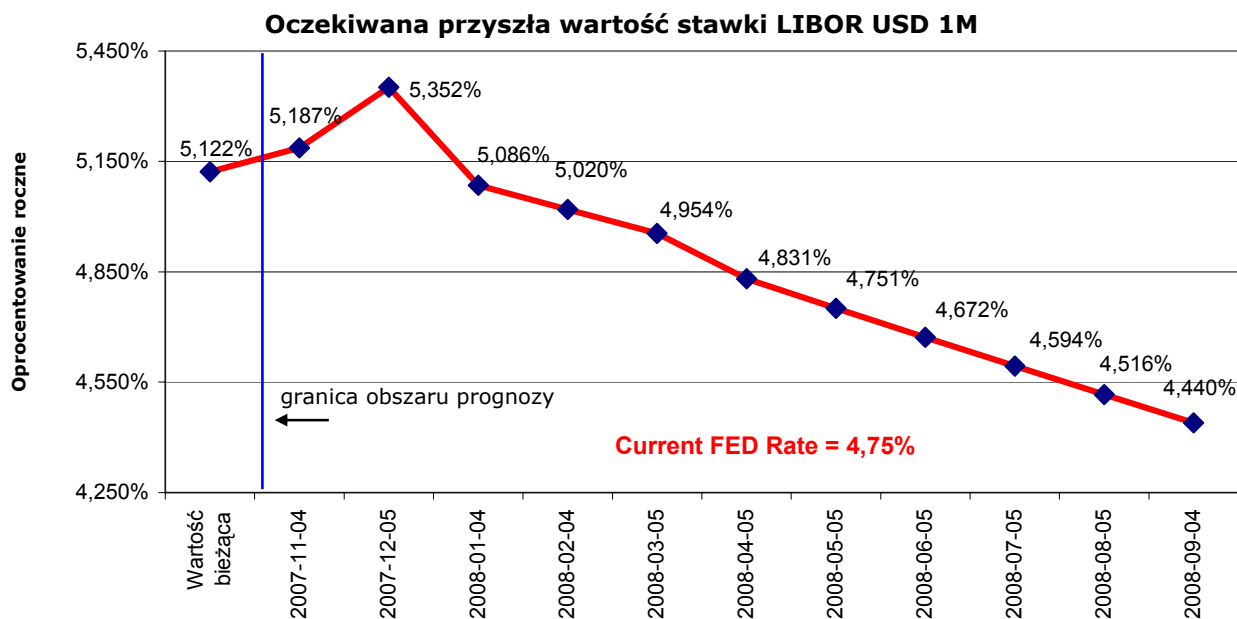
W krótkim terminie możliwa jest jednak silniejsza korekta spadkowa, o czym wspominałem już w dwóch poprzednich raportach. MACD zachęca do szukania okazji do otwarcia krótkich pozycji spekulacyjnych. Oscylator zbliża się do strefy wykupienia i

jest to pierwsza korekta wzrostowa po zmianie kierunku trendu na spadkowy. Na początku przyszłego tygodnia można więc wypatrywać lokalnego szczytu. Warto więc kupić opcje PUT, które ochronią posiadane długie pozycje.



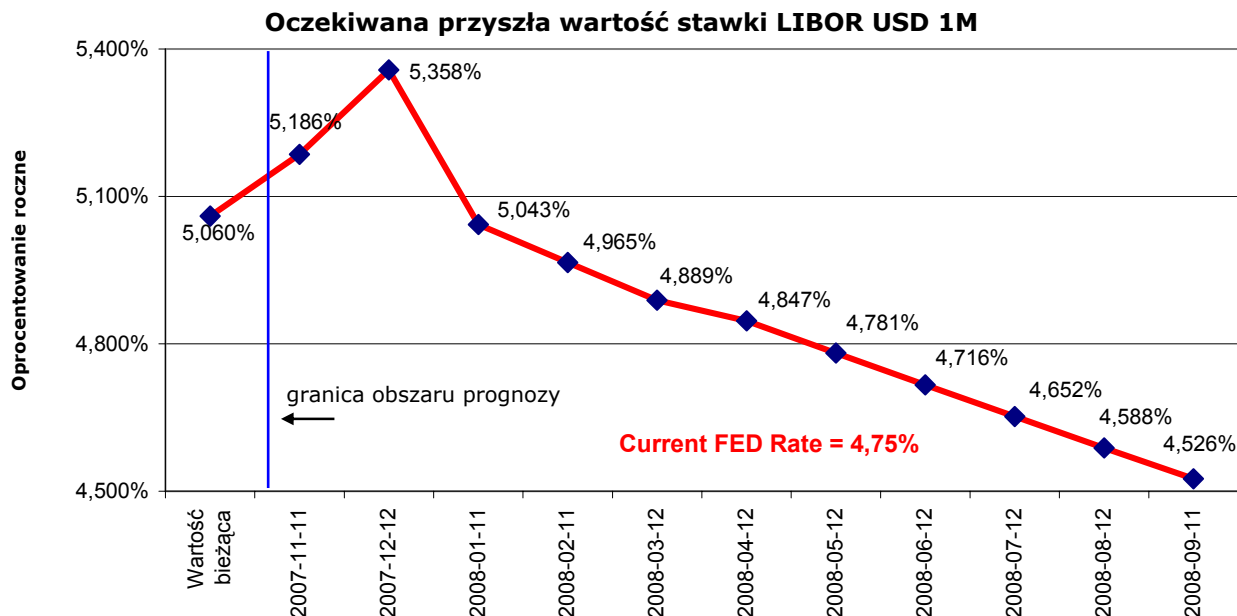


Spójrzmy teraz na oczekiwania uczestników tych dwóch rynków. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp dolarowych (czyli FRA 11x12) osiągnął wartość 4,440%.

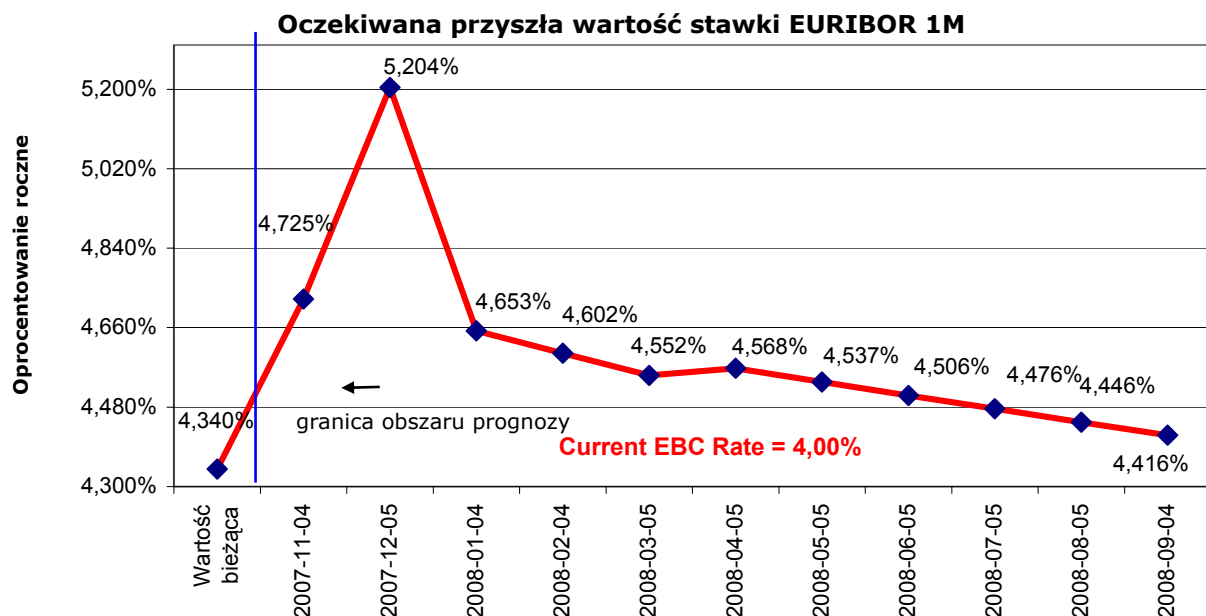


Obecnie (dane z piątku 12 października 2007) prawy kraniec krzywej poszedł w górę o 8,6 punktu bazowego, czyli do poziomu 4,526%. Na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy uczestnicy rynku spodziewają się jeszcze jednej obniżki stóp procentowych z poziomu 4,75% do 4,50%.

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

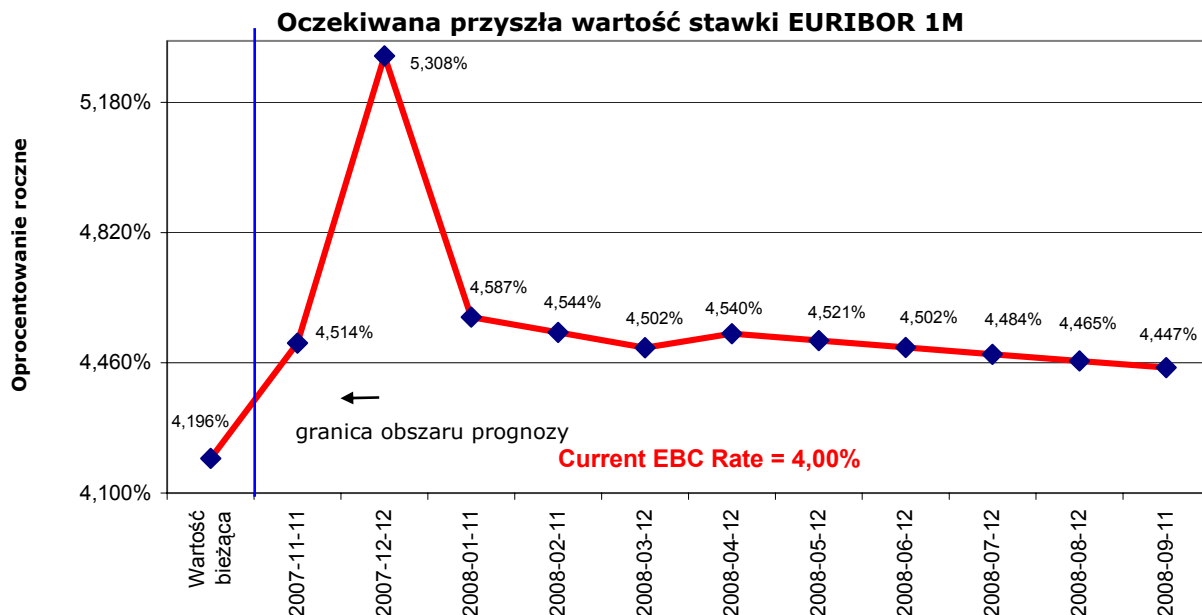


Spójrzmy teraz na dynamikę krótkich stóp terminowych dla Euro. Prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp Euro wzrósł z 4,416% tydzień temu

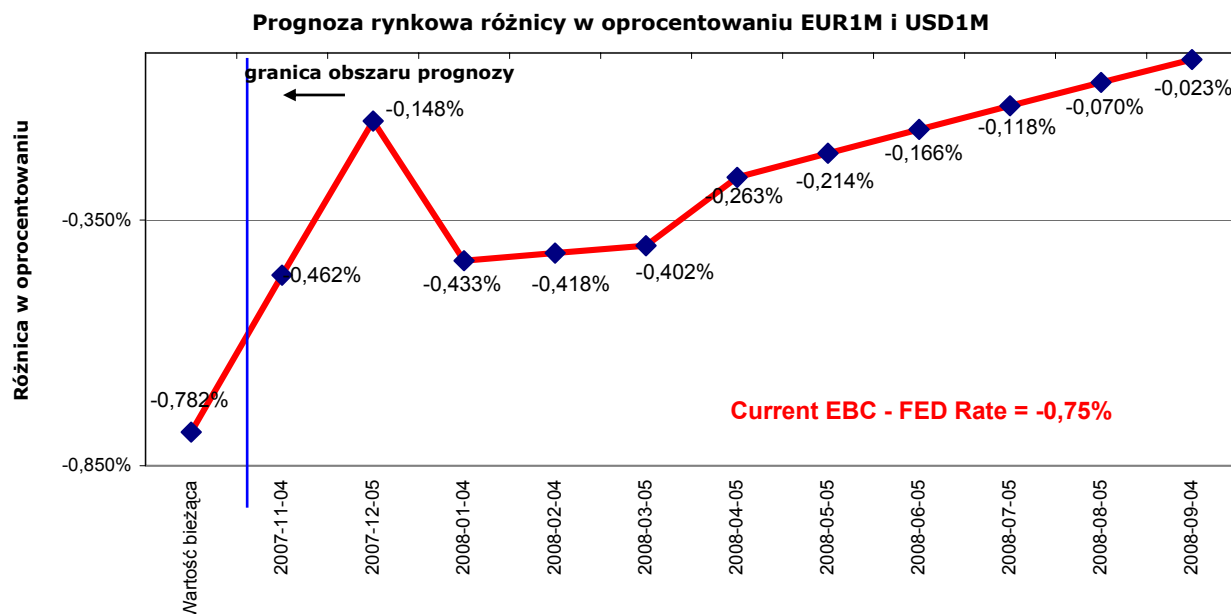


do poziomu 4,447% obecnie, czyli o 3,1 punktów bazowych. Oznacza to, iż uczestnicy tego rynku spodziewają się maksymalnie dwóch podwyżek stóp procentowych w wykonaniu EBC – do poziomu 4,50% - w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Co ciekawe stawki rynkowe 3M utrzymują się na jeszcze

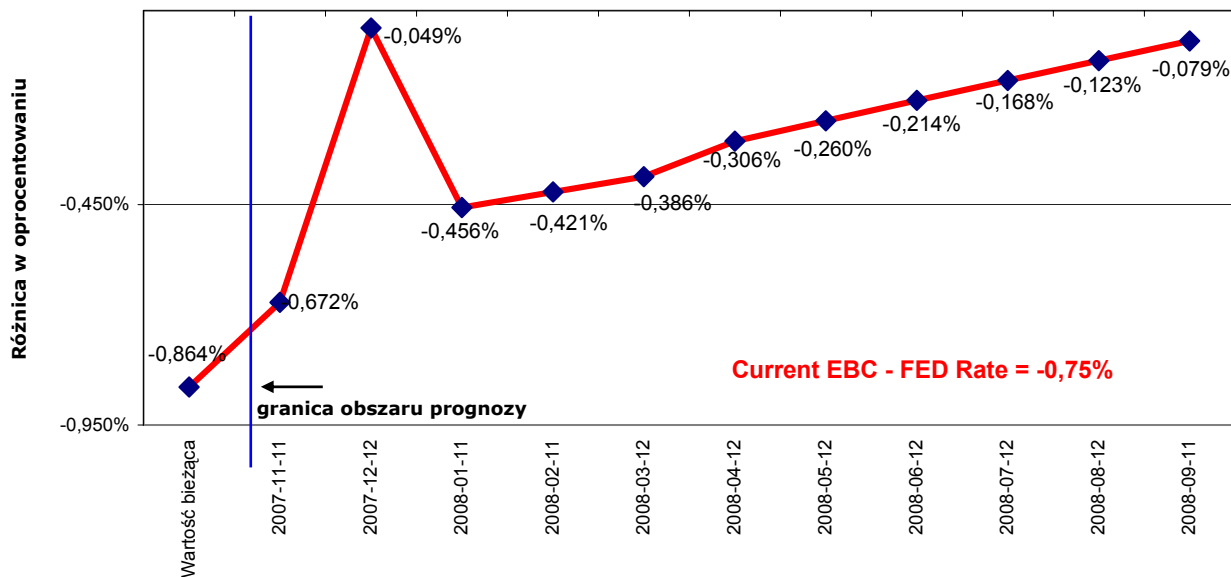
wyższym poziomie (w porównaniu do stopy EBC Rate) niż w Stanach Zjednoczonych. W Eurolandzie bowiem stawki rynkowe utrzymują się o ponad 130 punktów powyżej EBC Rate. Płynność sektora bankowego w Europie jest jeszcze gorsza niż w USA. Czyżbyśmy wkrótce dowiedzieli się o jakimś „trupie w szafie” przechowywanym 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 5,6 punktów bazowych (z  $-0,023\%$  do  $-0,079\%$ ).



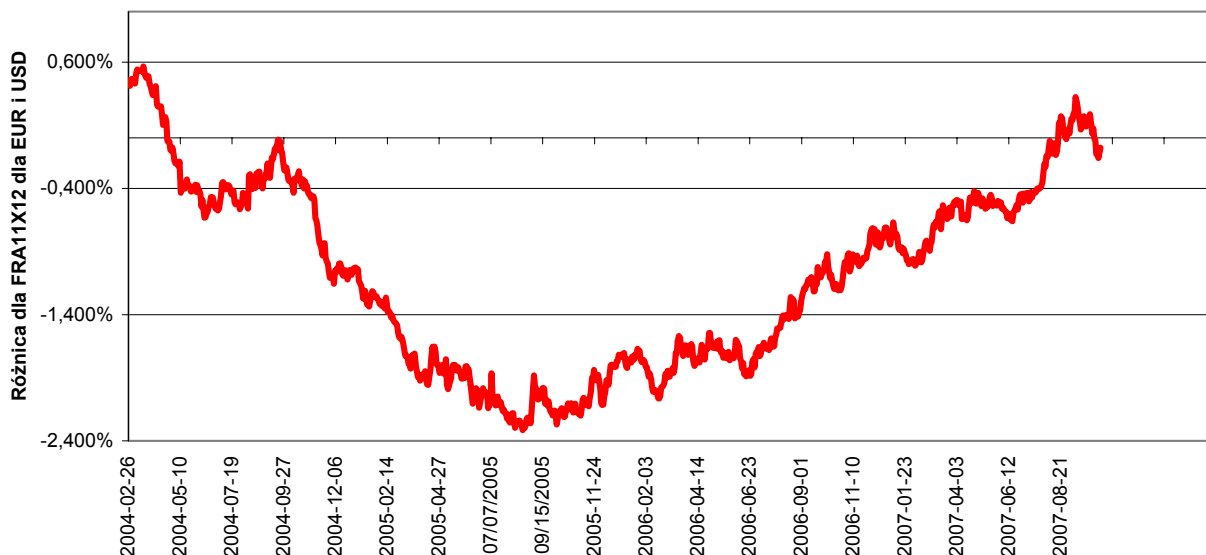
**Prognoza rynkowa różnicy w oprocentowaniu EUR1M i USD1M**



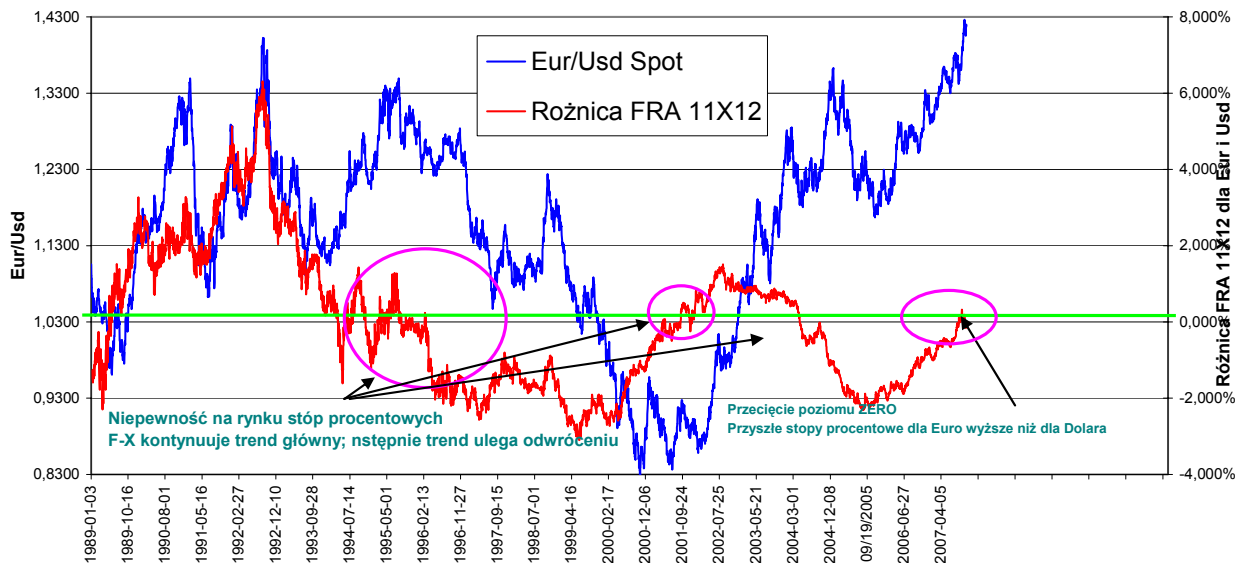
Na zamieszczonym poniżej wykresie możemy zobaczyć dynamikę prawego krańca krzywej z poprzedniego wykresu. Na kolejnym zaś wykresie przedstawiłem to samo w dłuższym horyzoncie. Jeśli krzywa zaznaczona na czerwono na poniższych wykresach na trwałe

wyjdzie ponad poziom ZERO (czyli stopy terminowe dla Euro staną się wyższe niż stopy terminowe dla Dolara), coraz trudniej będzie myśleć o powrocie silnego Dolara, jakim był on sześć lat temu.

**Różnica dla FRA11X12 dla EUR i USD**



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



## Koszyk/Pln – wyjście dołem z konsolidacji

### Diagnoza:

Tydzień temu wspominałem, iż: „Kurs Koszyka, wszedł w okres stabilizacji w przedziale 3,20-3,23. Z uwagi na bliskość końca roku bardziej prawdopodobne staje się wybiecie z konsolidacji dołem. W końcówce roku bowiem Złoty niemal zawsze był najsilniejszy w porównaniu z pozostałymi okresami roku kalendarzowego.”. I tak też się stało. Nie musieliśmy nawet czekać do wyborów parlamentarnych. Zachowanie uczestników rynku było książkowe. Szerokość konsolidacji wynosiła 3 grosze. I o tyle też rynek spadł po jej opuszczeniu. Na wysokości 3,17 spadki się zatrzymały. Wszystko jednak wskazuje na to, iż to dopiero początek silniejszej fali umacniania naszej waluty krajowej

### 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. Wykonując posiadane zabezpieczenia w pierwszej kolejności sięgamy po krótkie pozycje futures, a po ich wyczerpaniu wykonywać zaczniemy posiadane opcje PUT.

- ✓ 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 - czekamy na spadek do 2,60 i tam powiększamy zabezpieczenia. O kolejny miesiąc - listopad.

- ✓ Importerzy Euro - czekamy na spadek do 3,70, by tam zabezpieczyć płatności listopadowe. Płatności grudniowe będziemy starali się zabezpieczyć dopiero po cenie 3,65.

Kurs Koszyka kontynuuje trend główny i zmierza w kierunku 3,15. Poziom ten wynika z zasięgu wybicia dołem formacji DIAMENTU. Na ten temat szczegółowo przypominam od ponad roku. Nie będę się teraz nad tym rozwodzić. Do osiągnięcia tego poziomu brakuje nam już tylko 2 groszy.

Czy to oznacza, że po takim 2-groszowym spadku kursu Koszyka, trend spadkowy ulegnie wyczerpaniu? Zdecydowanie NIE! W ostatnich kilku miesiącach pojawiła się wyraźna konsolidacja na parze Euro-Złoty (szczegółowo piszę o tym w dalszej części raportu), z której właśnie wyszliśmy dołem. Zasięg spadku rynku, po opuszczeniu formacji można określić na 12 groszy - czyli w okolicach 3,08 Złotego za Koszyk. I to właśnie ten poziom może być najniższym poziomem zanotowanym w tym roku - w listopadzie lub w grudniu. Dopiero z tego poziomu może zacząć się mocniejsza korekta.

W ostatnich raportach dziennych rosyłanych do Klientów AFS-BGC przypominałem, iż: „W maju i lipcu mieliśmy identyczne sytuacje. Wtedy uratowały nas katastrofy na rynkach finansowych. Gdyby informacja o kryzysie na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych pojawiła się parę dni później, lawina zleceń stop-loss zepchnęłaby kurs Euro-Złoty na znacznie niższe poziomy i dziś byłibyśmy w zupełnie innej rzeczywistości.”.

Traf chciał jednak, by eksporterzy dostali jeszcze jedną szansę. Wiadomość o kryzysie w USA przyszła dokładnie w dniu, gdy rynek atakował wsparcie 3,7350.

Co się odwlecze, to nie uciecze. Tym razem w chwili, gdy rynek przełamywał poziom 3,7350, żadna katastrofa na świecie się nie wydarzyła. Spadek kursów walut nie był jednak na tyle dynamiczny, by wywołać panikę ze strony posiadaczy strątnych długich

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.

pozycji. Taka panika zapewne pojawi się za kilka tygodni, gdy eksporterzy nie będą mogli dłużej kumulować walut i będą zmuszeni do ich sprzedania za wszelką cenę.

A teraz parę słów komentarza na temat artykułu, jaki pojawił się w ostatnim wydaniu Newsweeka. Autor artykułu - Miłosz Węglewski przestrzega, iż w razie pojawienia się euforii w końcówce roku, Złoty może nagle zacząć tracić na wartości. Od kilku miesięcy mówię dokładnie to samo! Po wystąpieniu fali euforii/paniki (dla jednych będzie to euforia, dla innych panika), gdyby kurs Euro-Złoty spadł w okolice 3,60, a wszyscy zdesperowani posiadacze walut sprzedali je w panice, mógłby to być doskonały moment do zagrania na bardzo silną korektę wzrostową - nawet rzędu 30 groszy na parze Eur/Pln oraz 40 groszy na parze Ud/Pln. Będzie to jednak tylko silna korekta w naszej ocenie, nie zaś odwrócenie trendu - jak sugeruje autor artykułu.

Gdyby więc w grudniu kurs Euro spadł do 3,60, a kurs Dolara do 2,50, wiosenne odbicie w górę (oczekujemy tego odbicia w górę nie wcześniej jak w marcu przyszłego roku), mogłoby wyciągnąć kurs Euro do 3,90, a Dolara do 2,90.

Na taką korektę faktycznie warto będzie zagrać.

Eksporterzy zredukują więc w grudniu  $\frac{3}{4}$  swych zabezpieczeń, importerzy zaś wydłużą swój horyzont zabezpieczeń futures do 3 miesięcy oraz dodatkowo otworzą korytarz importera na cały 2008 rok (3,45-3,75 Eur/Pln oraz 2,40-2,60 Usd/Pln). W razie pojawienia się takiej silnej korekty wiosennej eksporterzy odnowią swe zabezpieczenia i od razu otworzą korytarz na cały 2008 rok, importerzy zaś zamkną  $\frac{3}{4}$  swych zabezpieczeń poczynionych w grudniu.

Taki mamy plan działania i tego się trzymajmy.

Wróćmy do wspomnianego artykułu. Zastanawiające jest to, iż autor co prawda zasięgnął opinii różnych analityków, doradców i dealerów, lecz wybrał tylko takich, którzy mieli podobny pogląd jak on sam. Kiedyś w podobny sposób pewien właściciel fabryki samochodów uznał, iż każdy może kupić Forda w dowolnym kolorze pod warunkiem, że będzie to kolor czarny...

Szkoda, że nie zapytano o opinie takich analityków i doradców, jak pracownicy AFS-BGC (wielu doradców z innych firm myśli podobnie jak my).

Ciekawie zapowiada się początek przyszłego tygodnia. Z informacji jakie do mnie docierają, mogę wyciągnąć wnioski, iż wszystkie polskie banki (z małymi wyjątkami) utrzymują długą pozycję w walutach – czyli utrzymują przewagę depozytów walutowych nad kredytami walutowymi. To pierwsza ważna informacja. Banki komercyjne utrzymują długą pozycję w walutach grając na osłabienie Złotego. Powoli jednak zbliżają się do swych maksymalnych limitów utrzymywania walut obcych w portfelu banku. Jeśli więc korekta osłabienia Złotego nie przyjdzie nas początku tygodnia, banki będą zmuszone sprzedać na rynku walutę bez względu na cenę.

To pierwsza ważna informacja. Druga interesująca informacja, jaką wyłożyłem z wypowiedzi jednego z szefów departamentu rynku pieniężnego (podczas ubiegłotygodniowej konferencji na temat Zarządzania Ryzykiem Rynkowym), 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 poniżej ceny 3,7500 (dziś 3,7200).

Oznacza to, iż spadek kursu Eur/Pln z poziomu 3,85 do 3,75 był wynikiem przepływu kapitału w inwestycje trwałe/rzeczowe, nie zaś kapitału portfelowego. Dopiero w ostatnich dniach tygodnia do Polski zaczął wracać kapitał portfelowy – i to właśnie było przyczyną gwałtownej wyżki cen akcji notowanych na WGPW oraz dzięki temu przełamany został poziom 3,7350 na rynku Euro-Złoty.

Wielu uczestników rynku, zaskoczonych takim obrotem sprawy, wypatruje teraz „korekty wyborczej” – czyli przynajmniej kilkugroszowego osłabienia Złotego wywołanego zamieszaniem na scenie politycznej po wyborach.

Jestem coraz mocniej przekonany, iż do takiej korekty w ogóle nie dojdzie i 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 wyprzedaży 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 w nadchodzącym tygodniu wykorzystać ewentualną panikę na rynku i zabezpieczyć swe płatności listopadowe po cenach 3,70 oraz 2,60. Płatności grudniowe może się udać zabezpieczyć po cenach 3,65 oraz 2,50.

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?).

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. Spodziewam się jednak, iż jest tego całkiem sporo. Ta waluta trafi na rynek po wyborach bez względu na to czy korekta się pojawi (czyli waluta została by wtedy sprzedana na wzrostach wyhamowując impuls wzrostowy), czy też korekta się nie

pojawi (wtedy waluta zostanie sprzedana na spadkach wzmacniając impuls spadkowy).

Spójrzmy teraz na wykresy. Z punktu widzenia analizy technicznej na wykresie świec dziennych widzimy, iż rynek wyamał się dołem z wąskiej konsolidacji o szerokości 3,20-3,23. Wyłamanie się z tej konsolidacji wywołało ruch o 3 grosze zgodny z kierunkiem wybicia.

MACD dzieńne wskazuje na trend spadkowy, a oscylator znajduje się w strefie wyprzedzenia. Może to oznaczać, iż łąda dzień rynek przestanie spadać i wejdziemy w kolejną wąską konsolidację.



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 2 grosze. MACD tygodniowe wskazuje na trend spadkowy, a oscylator łąda tydzień wygeneruje sygnał do małej korekty wzrostowej.



|                           |                                |        |         |         |         |         |
|---------------------------|--------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
|                           | Kurs bieżący (bid)             | 3,1740 | 3,7221  | 2,6259  | 2,2150  | 5,3405  |
| Poziom Eur/Usd - constans | 1,4175                         | Koszyk | Eur/Pln | Usd/Pln | Chf/Pln | Gbp/Pln |
| Eksport                   | Trzeci poziom oporu (bid)      | 3,3100 | 3,8816  | 2,7384  | 2,3099  | 5,5693  |
|                           | Drugi poziom oporu (bid)       | 3,2600 | 3,8230  | 2,6970  | 2,2750  | 5,4852  |
|                           | Pierwszy poziom oporu (bid)    | 3,2000 | 3,7526  | 2,6474  | 2,2331  | 5,3842  |
| Import                    | Pierwszy poziom wsparcia (bid) | 3,1500 | 3,6940  | 2,6060  | 2,1983  | 5,3001  |
|                           | Drugi poziom wsparcia (bid)    | 3,0850 | 3,6178  | 2,5522  | 2,1529  | 5,1908  |
|                           | Brak dalszych wsparć           |        |         |         |         |         |

Oznaczenia poziomów wsparć i oporów jako horyzont zabezpieczeń:

**Import:**

Pierwszy poziom wsparcia - zabezpieczenie na 1 miesiąc płatności

Drugi poziom wsparcia - zabezpieczenie na 2 miesiące płatności

Trzeci poziom wsparcia - zabezpieczenie na 3 miesiące płatności

**Eksport:**

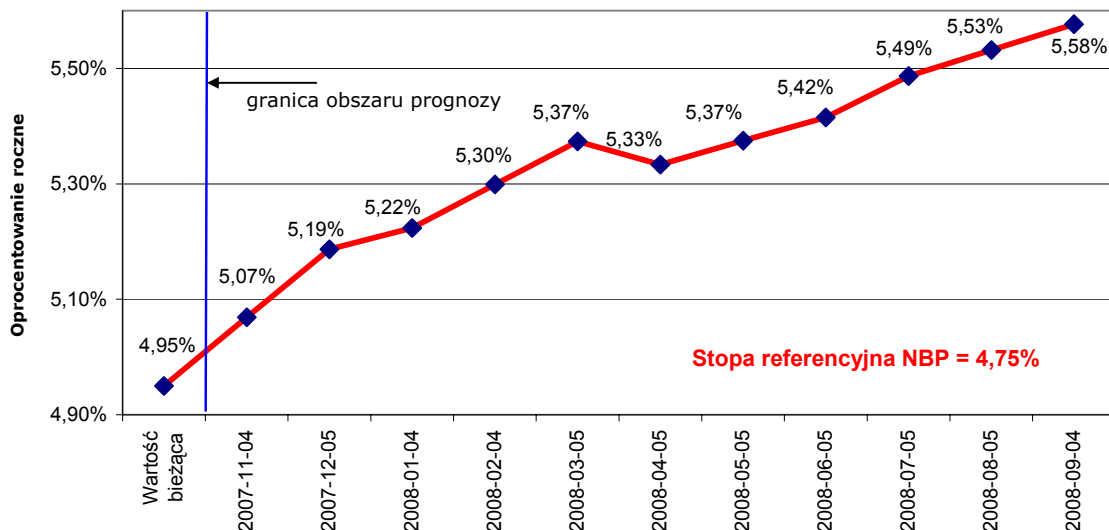
Pierwszy poziom oporu - zabezpieczenie na 4 miesiące przychodów

Drugi poziom oporu - zabezpieczenie na 12 miesięcy przychodów

Trzeci poziom oporu - zabezpieczenie na 18 miesięcy przychodów

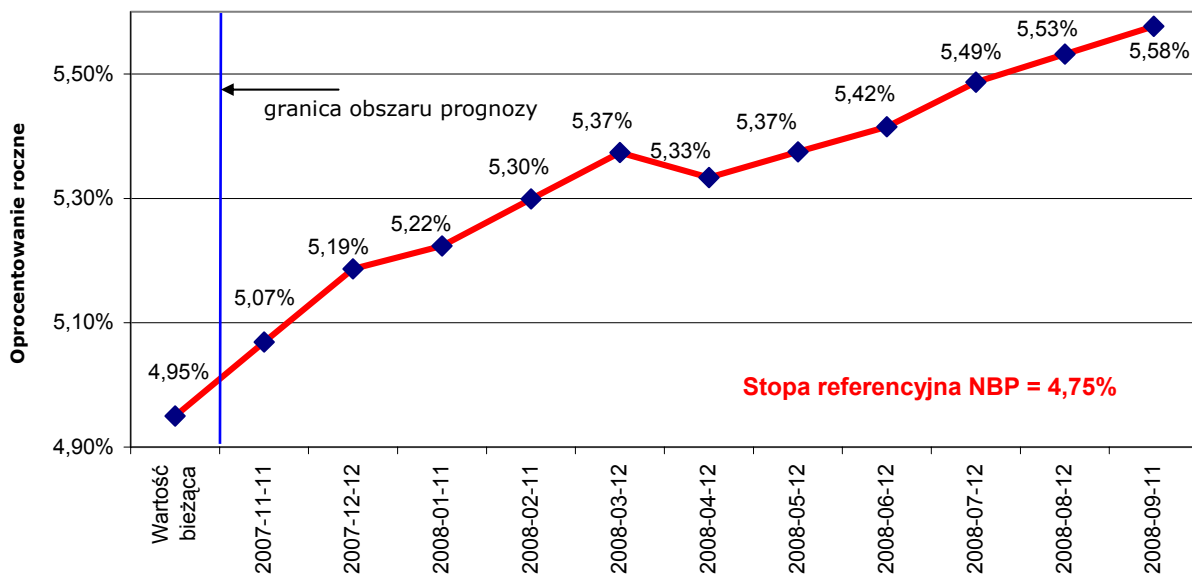
Zerknijmy teraz na rynek lokat międzybankowych. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD (FRA 11X12) znajdował się na poziomie 5,58%

### Oczekiwana przyszła wartość stawki WIBOR 1M



Natomiast w piątek 12 października utrzymał poziom 5,58%. 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

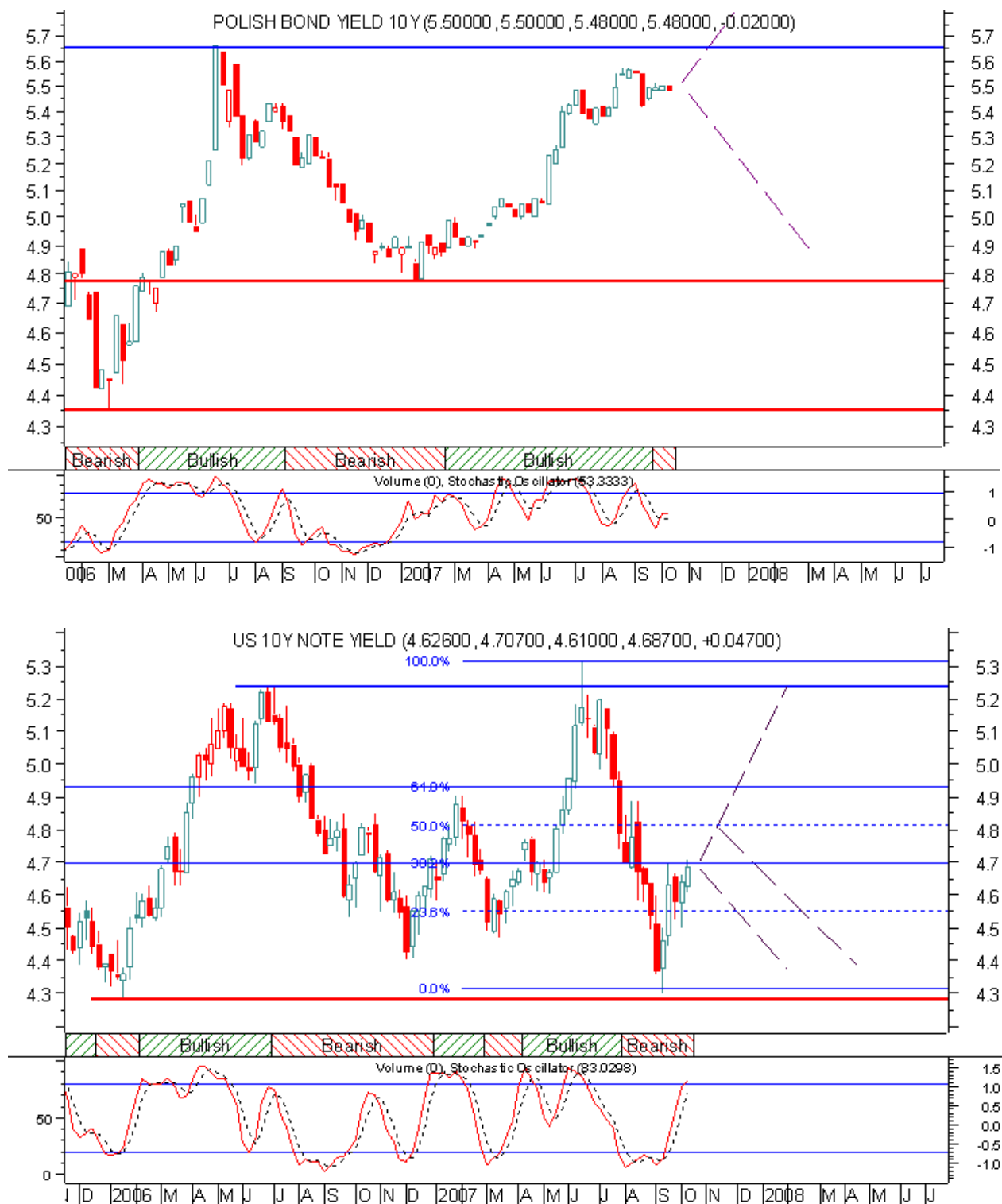


Na rynku polskich obligacji ceny ustabilizowały się, a rentowność 5-letnich obligacji oscyluje w okolicy 5,50%. Powinniśmy przyjąć założenie, iż na rynku pojawił się trend horyzontalny o szerokości 4,80-5,70%. Po raz pierwszy od lutego bieżącego roku MACD wskazuje na trend spadku rentowności – czyli 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 znieśienia 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 – najniżej od maja 2002

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.”.

Naiwnością było wierzyć, iż Euro jako jedyna waluta zagraniczna w Polsce nie spadnie poniżej tegorocznych minimów. Wcześniej takie spadki zanotowały kolejno: Yen japoński, Dolar amerykański, Funt brytyjski oraz Frank szwajcarski. Euro jako jedyne trzymało się mocno głównie dzięki olbrzymiemu popytowi na tę walutę ze strony banków centralnych całego świata. Wystarczyło jedynie zachować cierpliwość, by doczekać się mocniejszej przeceny również i tej waluty.

No i stało się... W czwartek kurs Euro/Złoty wyłamał się dołem ze wspomnianej konsolidacji spadając do poziomu 3,200. Teraz czekać nas powinien dalszy mocny ruch w dół w kierunku 3,7000. Być może poziom ten osiągniemy w poniedziałek z samego rana, kiedy to posiadacze stratnych długich pozycji walutowych zaczną sprzedawać walutę wywołując efekt domina. Jedynie jakiś weekendowy zamach terrorystyczny mógłby teraz odwrócić bieg wydarzeń. Jeśli do poniedziałku rano nic złego na świecie się nie wydarzy, początek tygodnia może być bardzo emocjonujący.

Teraz, gdy 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. Tydzień temu przypominałem wszystkim, którzy takie dziurawe zabezpieczenia posiadają, by nałożyć na nie odwrócony korytarz, jako łatę. Wtedy jeszcze można było taką łatę nałożyć. Dziś jest już to nie możliwe.

Przy cenie 3,7000 znajdują się pierwsze bariery wyłączające opcje PUT (czyli likwidujące zabezpieczenie), które posiada spora grupa eksporterów zabezpieczonych w bankach. Kolejne bariery znajdują się odpowiednio na 3,65 oraz 3,60. Do ostatniego z wymienionych poziomów nie powinniśmy spaść prędzej, jak pod koniec listopada.

Kurs Dolara nie spada już tak mocno jak wcześniej za sprawą korekty na parze Euro-Dolar. Ale i tutaj należy być przygotowanym na spadek w okolice 2,60, który może się pojawić już w poniedziałek rano.

Wszystkich importerów, którzy przy podanych poziomach cenowych chcą zabezpieczyć swoje płatności listopadowe prosimy o składanie zleceń zanim taki spadek się pojawi. Nie bądźmy zachłanni. Realizujemy kolejne punkty przyjętego planu działania. Jeśli jakiś czas temu uznaliśmy, iż zakup Dolarów po cenie 2,60 oraz Euro po cenie 3,70 na płatności faktur zapadających w listopadzie, jest dobrą transakcją, to trzymajmy się tego.

Jeśli kurs walut będzie spadać dalej, płatności grudniowe zabezpieczymy po cenie 3,65 oraz 2,50.

Namawiamy także wszystkich eksporterów, by nie zamykali swych zabezpieczeń – nawet tych nadmiarowych! Poczekajmy na falę paniki, jaka powinna się pojawić w końcowej fazie obecnej fali umacniania Złotego. Dopiero wtedy zamkniemy posiadane nadmiarowe zabezpieczenia.

Z punktu widzenia analizy technicznej pierwszy zasięg spadku wynikający z formacji Głowy Ramion (RGR) widocznej na wykresie świec tygodniowych wynosi 3,69-3,70. Do tego poziomu brakuje nam już tylko 2-3 groszy.

Drugi zasięg spadku wynika z formacji konsolidacji 3,74-3,86. Spadek o 12 groszy (czyli o wysokość przedziału konsolidacji) powinien więc zakończyć się w okolicach 3,60-3,62.



## Usd/Pln – nadal w oczekiwaniu na korektę

Dwa tygodnie 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.

Niezależnie od tego z jakiego poziomu zacznie się korekta – z obecnego poziomu 2,62, 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 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. Po wyjściu dołem z konsolidacji 2,64-2,68, rynek powinien zejść do poziomu 2,60, a może nawet ciut niżej. .

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.

Warto pamiętać, iż od kilku lat żadna z fal spadkowych nie miała większego zasięgu niż 30 groszy, po czym pojawiała się korekta 10-15 groszowa.

Gdyby historia miała się powtórzyć, zakończenia obecnej fali spadków należałoby upatrywać w okolicach 2,58 – 30 groszy spadku z poziomu 2,88.

Teraz kwestia techniczna. Kilku eksporterów oraz importerów dolarowych zwróciło mi uwagę, iż z punktu widzenia rachunku prawdopodobieństwa bezpieczniej jest

wystawiać opcje PUT i CALL na parze Eur/Pln zamiast na parze Usd/Pln. Wystawianie opcji ma na celu sfinansowanie zakupu opcji chroniących nas przed ryzykiem tak, aby transakcja była zero-kosztowa.

Istotnie przyznaję rację. Nie zachęcałem do tej pory do tego typu transakcji, gdyż nie jest to "czyste" zarządzanie ryzykiem, lecz w tego typu operacjach znajduje się element spekulacyjny.

Jeśli jednak pominiemy ten fakt i skupimy się wyłącznie na statystyce i matematyce, efekt końcowy powinien być lepszy niż przy wystawianiu opcji PUT i CALL na parze Dolar/Złoty.

Prześledźmy taki oto przykład:

Importer chce kupić listopadowe opcje CALL 2,66 (kosztują teraz około 3 groszy). Aby sfinansować zakup tych opcji musi wystawić czerwcowe opcje PUT 2,58 lub też czerwcowe opcje PUT 2,50, lecz w podwójnym nominale.

Zamiast tego może wystawić czerwcowe opcje PUT 3,70 na parze Eur/Pln. Okazuje się, iż jeśli kurs Eur/Pln spadnie do 3,70, w tym czasie kurs Usd/Pln spadnie dwa razy mocniej

(tak się dzieje w 90 przypadkach na 100). A to oznacza, iż mała strata na wystawionych opcjach PUT Eur/Pln jest rekompensowana dwa razy większym zyskiem na parze Usd/Pln - kupi się walutę znacznie taniej.

Podobnie rzecz się ma w przypadku eksportu rozliczanego w Dolarach. Zamiast wystawiać opcje CALL Usd/Pln (celem sfinansowania zakupu opcji PUT chroniących przed ryzykiem), można wystawić opcje CALL na parze Eur/Pln. Jeśli Złoty zacznie się osłabiać - czyli kurs Eur/Pln podskoczy w górę tak, iż wystawiona opcja CALL wejdzie w cenę - kurs Dolar-Złoty pójdzie w górę jeszcze mocniej.

Innymi słowy wystawianie opcji PUT i CALL na parze Eur/Pln przez importerów i eksporterów dolarowych w mniejszym stopniu ogranicza korzystanie z przychylonego trendu. Wystawianie opcji PUT i CALL bezpośrednio na parze Usd/Pln znacznie bardziej ogranicza możliwość sprzedania Dolarów po bardzo wysokich kursach lub też kupienia Dolarów po kursach bardzo niskich.

Zainteresowanych taką formą finansowania zabezpieczeń prosimy o indywidualny kontakt telefoniczny.





## Gbp/Pln – w kierunku 5,25

Stało się to, przed czym przestrzegałem eksporterów mających przychody w Funtach. Na fali wyprzedaży 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 zawracają 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.

Korekta wzrostowa, na którą wielu czekało sięgnęła poziomu 5,45. Teraz rynek ponownie zaczął spadać w kierunku 5,25 - tam znajduje się linia wyznaczająca zasięg spadku wynikający z małej formacji konsolidacji 5,48-5,70, jak się tworzyła od maja do września bieżącego roku. Z poziomu 5,25 można się będzie spodziewać nieco mocniejszej (10 groszowej?) korekty wzrostowej. Brakuje więc jeszcze tylko 8-10 groszy spadku do osiągnięcia wyznaczonego poziomu.



## Chf/Pln – w kierunku 2,20

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

znajduje się na wysokości 2,2000, zaś opór na wysokości 2,2550 oraz 2,2900.



## 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 | 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        |

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

|          |     |                                                       |
|----------|-----|-------------------------------------------------------|
| 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 poziom szumu** (niebieski) dla trendu krótkoterminowego. Oznacza to, iż inwestorzy krótkoterminowi powinni nadal transakcje przeprowadzać bardzo często, z bardzo małym lewarem, bardzo szerokim stop-loss, bardzo wąskim take-profit. W krótkim terminie w chwili obecnej preferowane 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 1,47.

Dla trendu średnioterminowego poziom szumu gwałtownie się zmniejszył (z niebieskiego na zielony). Przy średnioterminowej spekulacji transakcje powinno się więc wykonywać rzadko, z wysokim lewarem, wąskim stop-loss oraz szerokim take-profit. W średnim terminie w chwili obecnej preferowane długie pozycje otwierane podczas płytkich korekt spadkowych (1,4000?).

Idealnym rynkiem do daytradingu (wysoki poziom szumu zarówno w krótkim, jak też średnim horyzoncie) jest obecnie: Eur/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 Funt-Dolar. 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 2,0500 można więc zaryzykować otwarcie krótkiej pozycji z linią obrony znajdującą się tuż powyżej ostatniego szczytu.



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

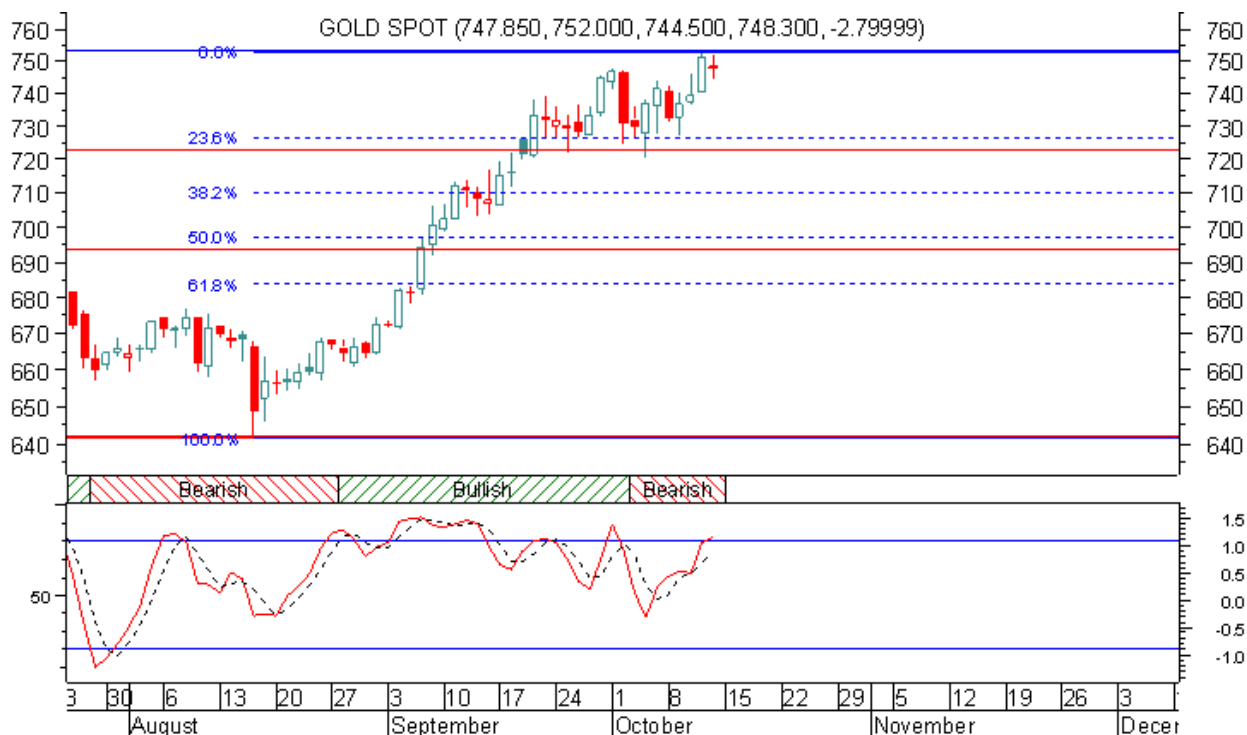
wzrostowa po zmianie kierunku trendu ze wzrostowego na spadkowy. Krótkie pozycje otwierane po cenach z okolic 120 powinny być dość bezpieczna inwestycją.



Podobnie rzecz się ma z parą Funt-Yen. Łada tydzień powinien pojawić się sygnał do otwierania krótkich pozycji.



Na rynku Złota na wykresie świec dziennych mamy sygnał do otwierania krótkich pozycji spekulacyjnych.



Pora na rynek miedzi. MACD tygodniowe wskazuje na trend rosnący, a oscylator wszedł do strefy wykupienia. Ponieważ MACD 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 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 |
|---------|--------|-----------|-----------|------------|------------|-------------------|-------------------|-----------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| 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

F15  
F12  
F9  
F6  
Spot  
-CALL

4,18

4,091

4,097

4,086

4,080

4,070

+PUT

3,96

3,96

3,96

3,96

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  | 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)