

## Komentarz tygodniowy 2007-06-09

### Eur/Usd – podwójny szczyt?

Kilka dużych banków inwestycyjnych (UBS, Deutsche Bank, Barclays) w swych biuletynach informacyjnych skłania się ku podaniu tezy, iż rynek Euro-Dolara znalazła w ubiegłym miesiącu swój kilkuletni szczyt notowań i teraz zacznie się powolne schodzenie w dół. Analitycy Techniczni zauważaliby zapewne, iż taka teza zakłada, iż na wykresie wieloletnim Eur/Usd tworzy się formacja podwójnego, a nawet potrójnego szczytu. Linia szyi tej formacji znajdowałaby się na wysokości 1,1600. Od linii szyi, do szczytów mamy aż 20 centów. Na chwilę obecną wydawałoby się to wręcz niewiarygodne, aby na przestrzeni kilku najbliższych lat kurs Eur/Usd spadł do tego poziomu. Przełamanie zaś linii szyi spowodowałoby możliwość spadku o kolejne 20 centów – czyli do poziomu 0,96!

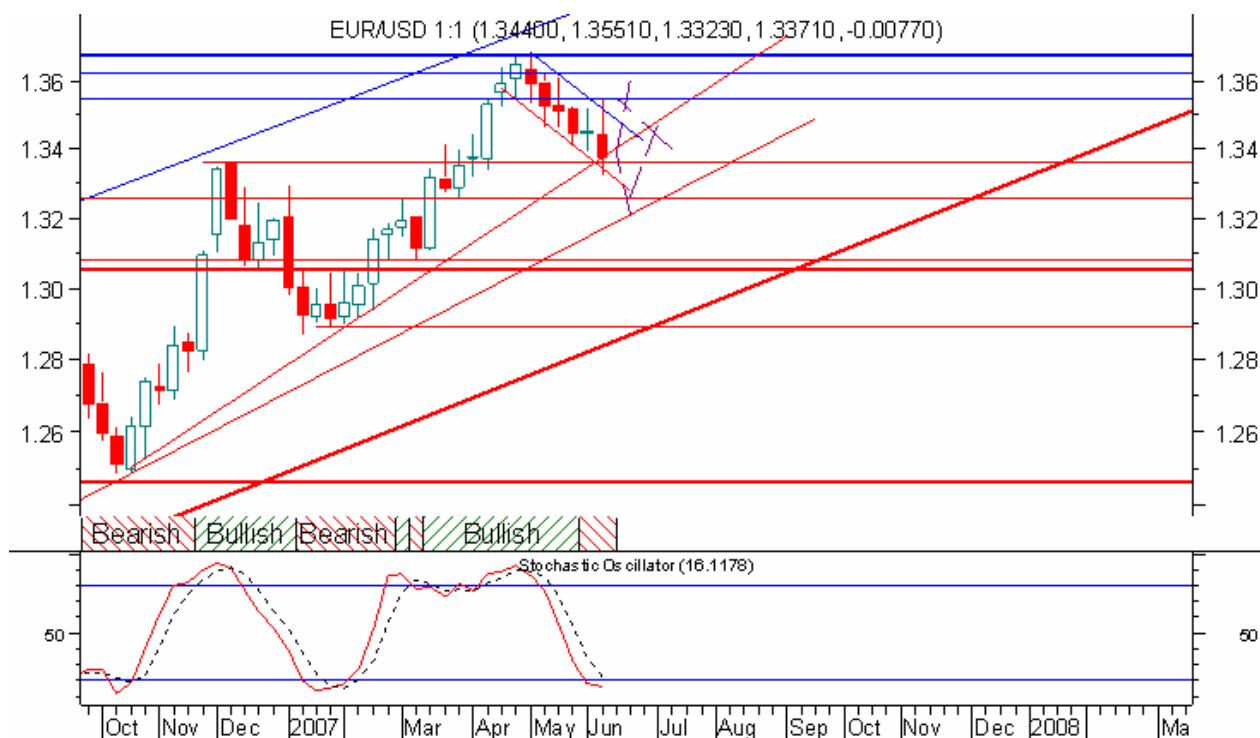
Pamiętam, jak kilka lat temu, gdy odwracał się trend na rynku Eur/Usd, wspomniany poziom 0,96 był właśnie sygnałem do

odwrócenia długoterminowego trendu. Wcześniej kurs Eur/Usd zanotował dno na poziomie 0,8200 i dopiero przebicie się przez 0,9600 dało sygnał do dalszej zwyżki.

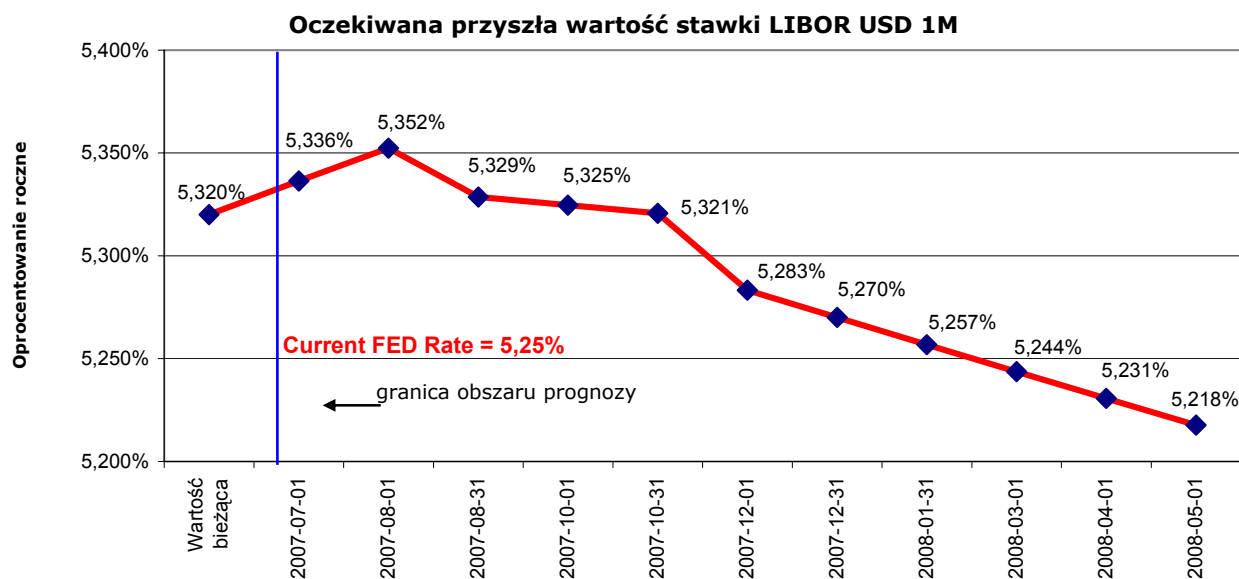
Na chwilę obecną wszystko to bardziej przypomina beletrystykę, niż próbę określenia kierunku trendu. W każdym razie warto wiedzieć, że oprócz banków centralnych, które na potęgę pozbywają się Dolara, są również banki komercyjne, które w tego Dolara zaczęły wreszcie wierzyć.

Osobiście skłaniam się ku podobnym wnioskom, co wspomniane wcześniej banki inwestycyjne. Eur/Usd powinien zejść w najbliższym czasie w kierunku 1,31-1,32 i tam zadecydują się dalsze losy tego rynku. Jeśli kurs spadnie poniżej 1,3000, oznaczać to będzie, iż mamy nowy trend długoterminowy. Jeśli jednak z poziomu 1,31 gwałtownie odbijemy w górę, ponownie czekać nas będzie atak na 1,36-1,37.

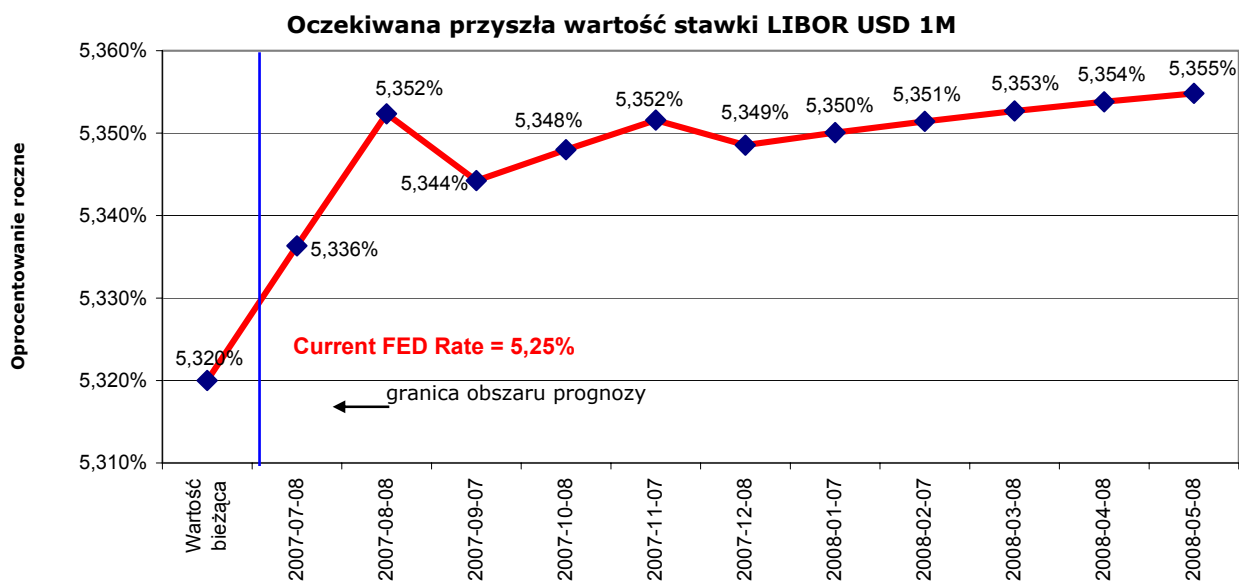




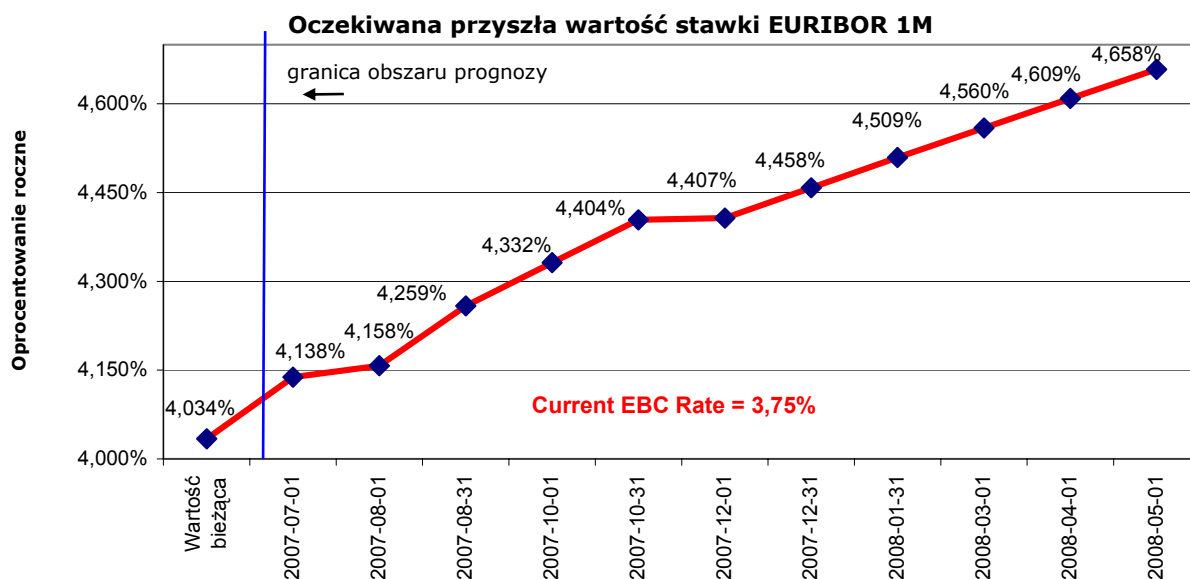
Spójrzmy teraz na oczekiwania uczestników tych dwóch rynków. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp dolarowych (czyli FRA 11x12) osiągnął wartość 5,218%.



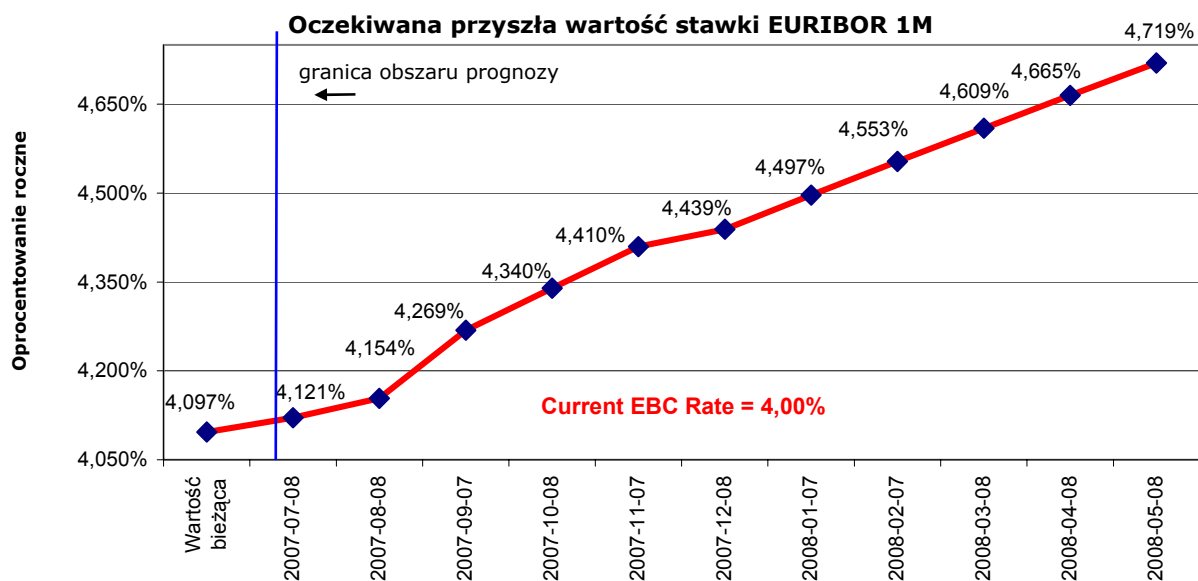
Obecnie (dane z piątku 8 czerwca 2007) prawy kraniec krzywej poszedł w górę o 13,7 punktu bazowego, czyli do poziomu 5,355%. **Na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy uczestnicy rynku nie spodziewają się ŻADNEJ obniżki stóp procentowych w USA. Zaczynają nawet myśleć o podwyżce do poziomu 5,50%!**



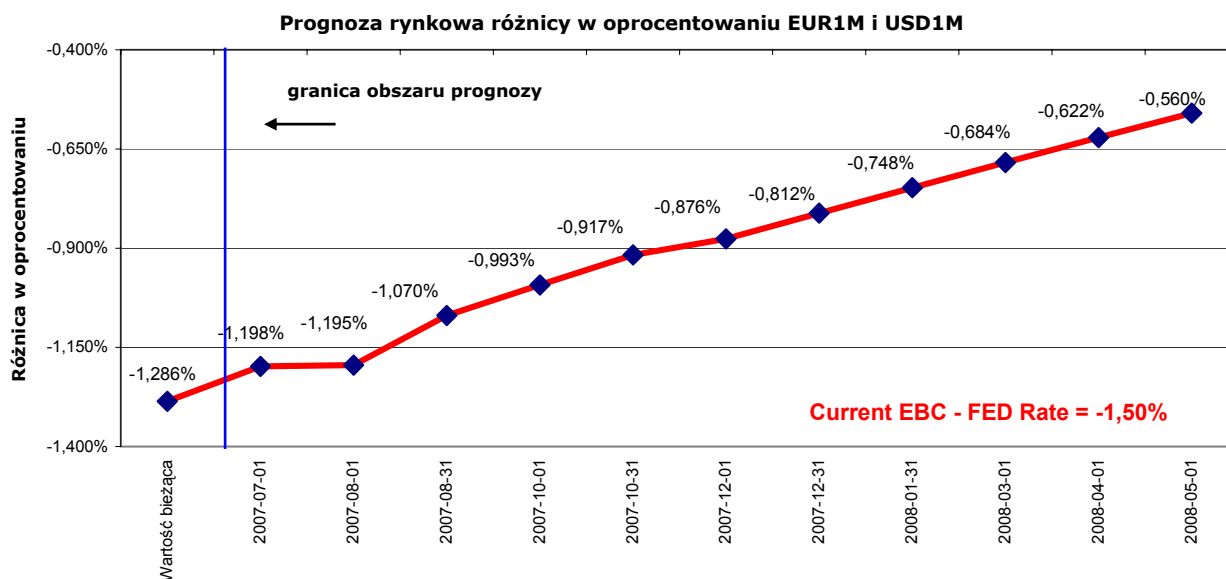
Spójrzmy teraz na dynamikę krótkich stóp terminowych dla Euro. Prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp Euro wzrósł z 4,658% tydzień temu

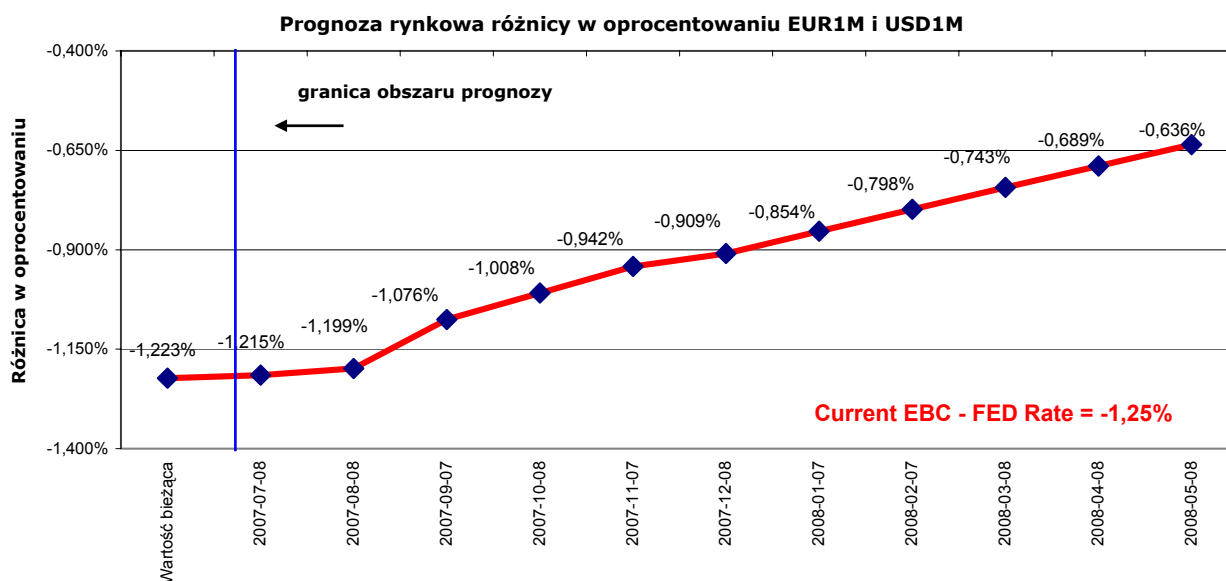


do poziomu 4,719% obecnie, czyli o 6,1 punktów bazowych. Oznacza to, iż uczestnicy tego rynku spodziewają się serii dalszych podwyżek stóp dla Euro – do poziomu 4,75% na przestrzeni 12 miesięcy.

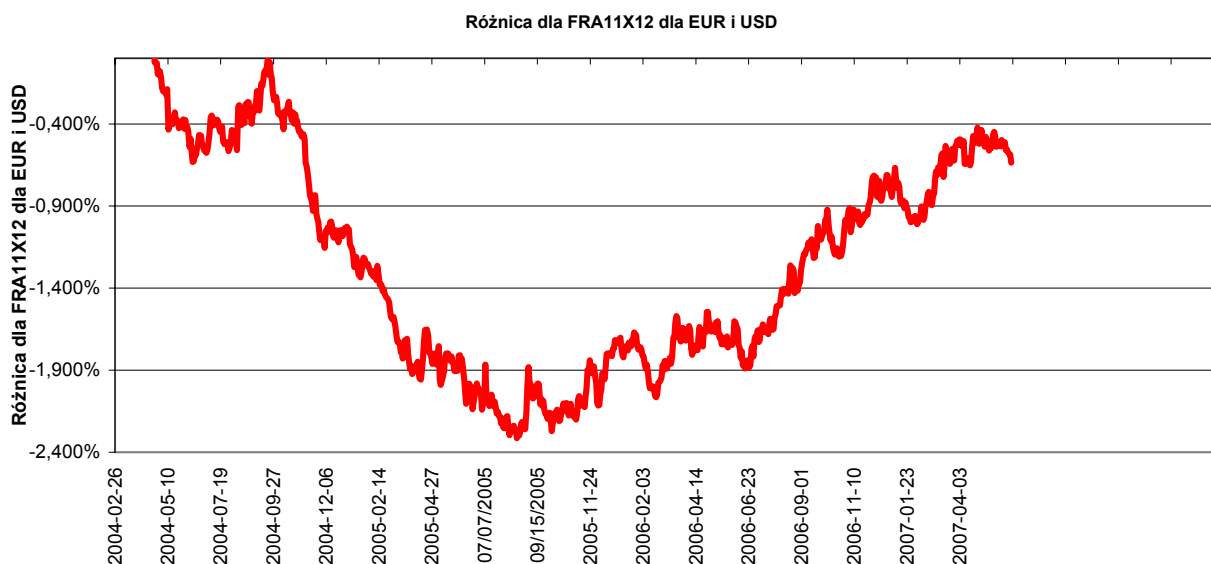


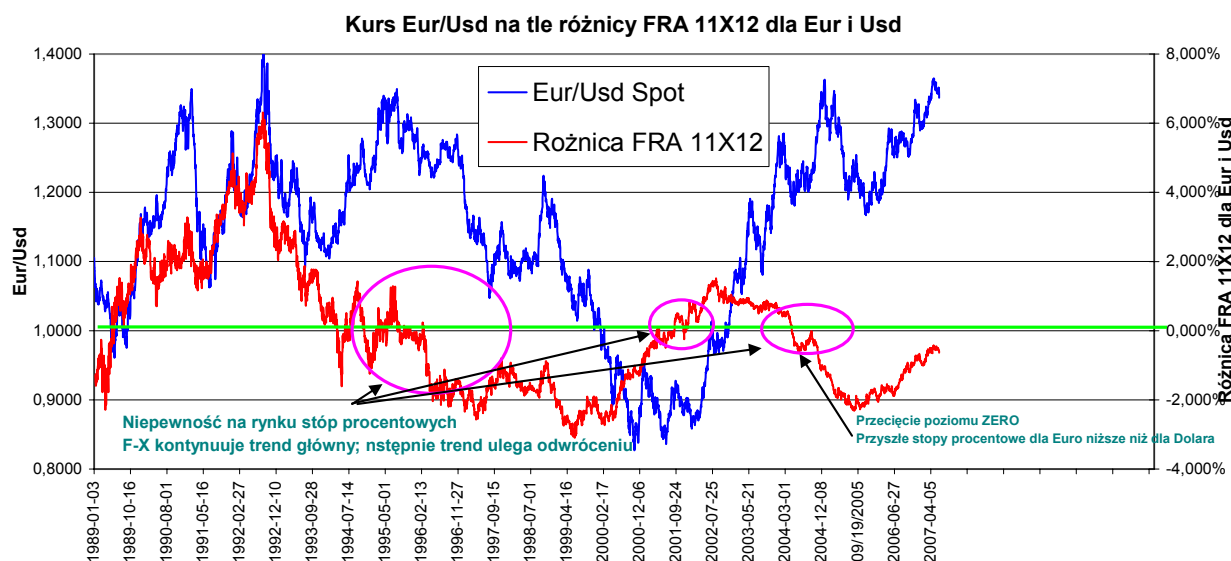
Tym samym prawy kraniec różnicy dwóch krzywych przesunął się ponownie w dół o 7,6 punktów bazowych (z -0,560% do -0,636%).





Na zamieszczonym poniżej wykresie możemy zobaczyć dynamikę prawego krańca krzywej z poprzedniego wykresu. Na kolejnym zaś wykresie przedstawiłem to samo w dłuższym horyzoncie. Warto zwrócić uwagę na podobieństwo dwóch okresów: 1991-1995 oraz 2004-2007. Gdyby teraz miała powtórzyć się historia z 1995 roku, to czekałaby nas potężna fala umacniania dolara trwająca cały rok – aż do poziomu 1,14-1,15 (spadek o 20 centów). Na razie jednak teoria parytetu stóp procentowych poszła w „odstawkę” na rzecz teorii Fal Eliota. Scenariusz taki ma szansę się zrealizować jedynie pod warunkiem, iż rynek nie zdoła przebić się przez poziom 1,3660. Jeśli by opór ten został jednak przeбит, trzeba będzie całkowicie zweryfikować tezę na temat trendu długoterminowego.





## Koszyk/Pln – nadal nerwowo

### Diagnoza:

W piątkowy poranek powiało paniką na polskim rynku walutowym. Wyprzedaż Złotego i pęd do kupna walut zagranicznych sięgnął zenitu. Euro kosztowało w pewnym momencie 3,86 a Dolar niemal 2,90. Końcówka dnia przyniosła uspokojenie i silne odreagowanie. Na koniec piątkowych notowań Euro kosztowało już tylko 3,83 a Dolar 2,87. Teraz ważyć się będą losy trendu krótkoterminowego. Jeśli przez pierwsze 2-3 dni nowego tygodnia Złoty nie będzie się ponownie osłabiał, będzie można przyjąć założenie, iż korekta dobiegła końca i teraz przez najbliższe dni zaczniemy stopniowo schodzić na niższe poziomy cenowe.

### Zalecenia:

#### 1. Krótkoterminowo:

- ✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla eksporterów – przy cenie 2,85 Złotego za Dolara eksporterzy zabezpieczyli się na długie terminy za pomocą korytarza 2,74-2,94. Eksporterzy Euro zaś przy cenie 3,83 zabezpieczyli się na podobnie długi termin za pomocą korytarza 3,74-3,92.

- ✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla importerów – wzrost kursu Dolara do poziomu 2,85 można było wykorzystać do spekulacyjnego odbezpieczenia się – czyli do zamknięcia długich pozycji futures otwieranych 10 groszy niżej i do zrealizowania w ten sposób zysku. Posiadane opcje CALL 2,84 będące górą korytarza będą chronić importera przed ewentualnym dalszym wzrostem kursu „zielonego”. Importerzy Euro w podobny sposób mogli odbezpieczyć się przy cenie 3,85 Złotego za Euro i pozostawić sobie jedynie opcje CALL 3,86 będące górą korytarza.

#### 2. Długoterminowo:

- ✓ Oszczędności. Wzrost kursu Dolara w okolice 2,85 warto wykorzystać do zamiany oszczędności dolarowych na oszczędności złotowe i od tej pory w portfelach utrzymywać jedynie Złote.
- ✓ Kredyty. Nadal zaciągamy kredyty wyłącznie w Złotych. Banki zaczynają oferować kredyty denominowane w Yenach japońskich. Warto taki kredyt



zaciągnąć, w razie pojawienia się

Piąty tydzień Złoty traci na wartości, lecz na razie nie można powiedzieć, by trend długoterminowy na umocnienie naszej waluty był zagrożony. Dopiero wzrost kursu Koszyka powyżej 3,50 mógłby zmienić układ sił na naszym rynku. Możemy więc przyjąć tezę, iż mamy obecnie do czynienia z silną korektą wywołaną trzema czynnikami: wypłata dywidend przez polskie spółki dla swych zagranicznych akcjonariuszy i udziałowców, podwyższona awersja do ryzyka ze strony inwestorów portfelowych do krajów naszego regionu oraz strajki lekarzy, nauczycieli i kolejarzy.

Pierwszy czynnik pojawia się co roku. Mimo to było to dla mnie zaskoczeniem, gdyż w kręgach analityków walutowym mówiło się, iż styczniowo-marcowe osłabienie Złotego było właśnie spowodowane zabezpieczaniem kursu przed spodziewanymi wypłatami dywidend. Okazało się jednak, iż nie wszyscy zagraniczni inwestorzy zabezpieczyli się wtedy przez osłabieniem Złotego i po otrzymaniu dywidend zaczęli oni po cenie rynkowej kupować waluty zagraniczne.

Drugi czynnik także jest dla mnie niezrozumiały. Stawianie Turcji i Polski w

korekcyjnego osłabienia Złotego.

jednym szeregu przez inwestorów zagranicznych wydaje mi się być wielkim nieporozumieniem. Mamy jeden z najwyższych w historii RP wzrostów PKB, bezrobocie na najniższym poziomie od wielu lat. Spodziewamy się dalszych inwestycji bezpośrednich. To nie zniknie. Podobnie jak nie zniknie napływ środków unijnych oraz napływ walut ze strony Polaków pracujących za granicą, którzy co miesiąc przesyłają pieniądze do swych rodzin w Polsce.

Musiałyby dojść do jakiejś katastrofy w finansach publicznych, by trend długoterminowy mógł ulec odwróceniu.

Jeśli odrzucimy myśl o rychłym pojawieniu się takiej katastrofy, trzeba będzie przyjąć założenie, iż obecny wzrost kursów walut jest jedynie korektą notowań – korektą, jakich w ostatnich kilku latach mieliśmy wiele.

Interesująco wygląda piątkowa świeca dzienna na wykresie Koszyka. Jeśli na początku przyszłego tygodnia kurs Koszyka spadnie poniżej 3,35, będzie można mówić o pojawieniu się formacji „spadającej gwiazdy”, która zwykle zapowiada serię spadkowych świec (czerwonych).



Niepokój może jedynie budzić pojawienie się sygnału zmiany trendu na wykresie świec tygodniowych. Jeśli rynek przełamie poziom 3,40, będzie nas czekać wzrost do 3,50. Jeśli jednak opór techniczny 3,40 zadziała, w ciągu 4-5 tygodni powinniśmy zejść w okolice ostatnich minimów 3,25.

Jeśli spojrzymy na poprzednie tego typu korekty, zauważymy, iż zwykle pojawiało się 5-6 rosnących świec, po czym korekta osiągała swe maksimum. Być może więc piątkowe maksima cenowe były właśnie takim zwieńczeniem paniki.

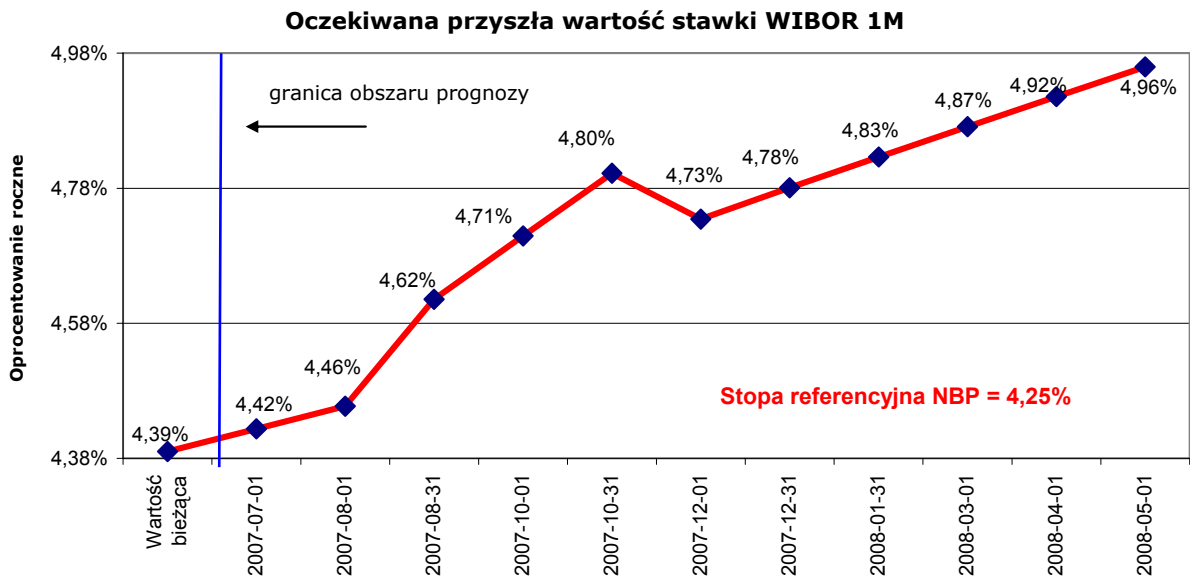


	Kurs bieżący (bid)	3,3500	3,8306	2,8694	2,3180	5,6510
Poziom Eur/Usd - constans	1,3350	Koszyk	Eur/Pln	Usd/Pln	Chf/Pln	Gbp/Pln
Eksport	Trzeci poziom oporu (bid)	3,4300	3,9221	2,9379	2,3734	5,7869
	Drugi poziom oporu (bid)	3,4000	3,8878	2,9122	2,3526	5,7353
	<b>Pierwszy poziom oporu (bid)</b>	<b>3,3500</b>	<b>3,8306</b>	<b>2,8694</b>	<b>2,3180</b>	<b>5,6510</b>
Import	Pierwszy poziom wsparcia (bid)	3,3500	3,8306	2,8694	2,3180	5,6510
	Drugi poziom wsparcia (bid)	3,3000	3,7734	2,8266	2,2834	5,5667
	<b>Trzeci poziom wsparcia (bid)</b>	<b>3,2500</b>	<b>3,7163</b>	<b>2,7837</b>	<b>2,2488</b>	<b>5,4823</b>

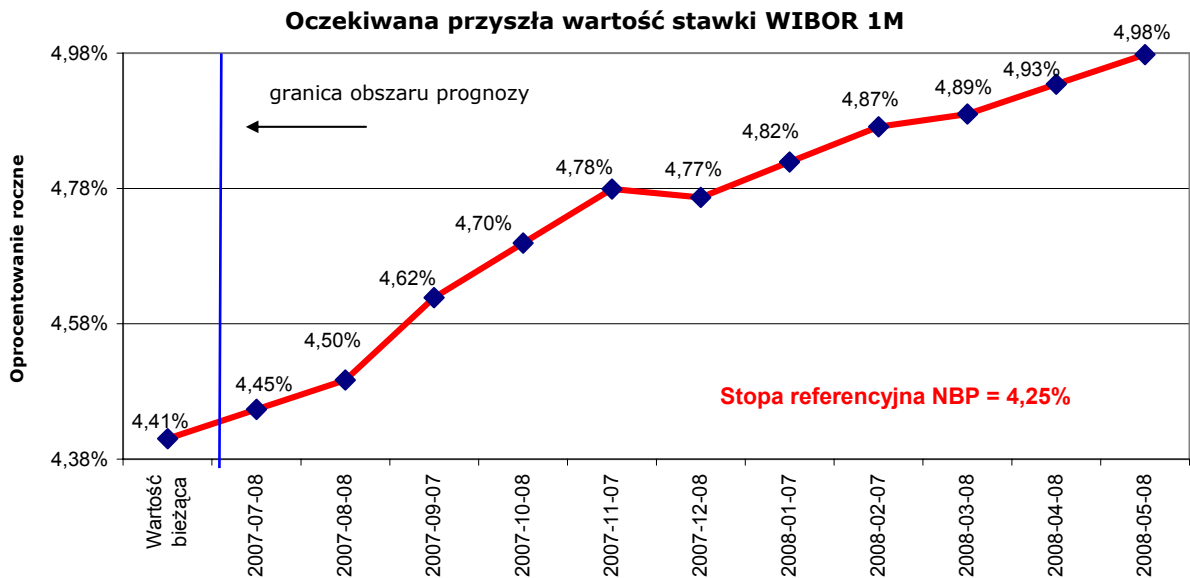
**Poziom, przy którym należy dokonać zabezpieczeń na bardzo odległy termin**  
**Poziom bardzo istotny z punktu widzenia AT dla trwałości lub odwrócenia trendu**



Zerknijmy teraz na rynek lokat międzybankowych. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD (FRA 11X12) znajdował się na poziomie 4,96%



Natomiast w piątek 1 czerwca przesunął się w górę o 2 punkty bazowe, czyli do poziomu 4,98%. Takiego poziomu stóp procentowych (30 dniowych) w Polsce spodziewają się za rok inwestorzy w dniu dzisiejszym. Kształt krzywej FORWARD wyraźnie wskazuje, iż uczestnicy rynku pieniężnego zaczęli powoli obstawiać scenariusz mocniejszej podwyżki stóp o 100 punktów (do poziomu 5,00%) w ciągu nadchodzącego roku.



Na rynku polskich obligacji w Polsce ceny gwałtownie spadły w ślad za spadającymi cenami obligacji amerykańskich. Rentowność 10-letnich papierów US wzrosła do poziomu 5,20% - czyli do szczytu sprzed roku. Jeśli

ten opór techniczny zadziała, na rynku amerykańskim powinno pojawić się silne odreagowanie i wzrost cen obligacji. Jeśli jednak poziom 5,20% zostanie pokonany, na rynek tamtejszy zagości bessy. Mogłoby to

wywołać ponowne osłabienie Dolara na świecie, spadek wartości indeksów giełdowych oraz spore perturbacje na światowym rynku finansowym.

Rentowność polskich obligacji 5-letnich również dotarła do ważnego poziomu 5,20%. Tutaj przebiega linia oporu związana z dołkami sprzed roku. Tutaj również przebiega 50% zniesienie fali spadkowej trwającej prawie rok.



## Eur/Pln – 3,86 osiągnięte

Na temat paniki na rynku Złotego, której apogeum mieliśmy w piątek około południa, wspominałem w części dotyczącej Koszyka. Kurs Euro-Złoty dotarł wtedy do poziomu 3,86 i dopiero tam pojawiła się silna podaż walut, która w ciągu kilku godzin zepchnęła cenę w dół o trzy grosze do poziomu 3,83.

My oczywiście zachęcaliśmy eksporterów, by wykorzystali tę okazję do sprzedania swych przychodów eksportowych na bieżąco na rynku spot bez sięgania po posiadane zabezpieczenia czynione na niższych poziomach. Przy czym jako bieżące przychody nazywam nie tylko walutę, która wpłynęła już na rachunek dewizowy, ale również waluta, która ma wpłynąć w ciągu najbliższych 2-3 tygodni.

Te spodziewane przychody zostały więc zabezpieczone za pomocą krótkoterminowych futures.

Importerzy przy cenie 3,85 odbezpieczyli się spekulacyjnie – czyli zamknęli wszystkie długie pozycje futures otwierane na poziomach 3,80 oraz 3,75. Pozostawiając sobie opcje CALL 3,86 – będące górą

korytarzy 3,66-3,86 – mogą ze spokojem obserwować dalsze zachowanie rynku. Jest bowiem szansa, by w ciągu kilku tygodni (podczas których ochronę stanowią będą wspomniane opcje CALL 3,86), kurs Euro spadł na niższe poziomy, co pozwoli importerom odnowić zabezpieczenia po lepszych cenach i w ten sposób osiągnąć spekulacyjny zysk – jest to tak zwana spekulacja nadmiarowym zabezpieczeniem, o czym wspominamy podczas szkoleń.

Na wykresie świec tygodniowych lada chwila pojawi się spekulacyjny sygnał do otwierania krótkich pozycji futures. MACD wskazuje bowiem na trend spadkowy, a oscylator zbliżył się do strefy wykupienia. Podobny sygnał pojawił się ostatnio we wrześniu ubiegłego roku, kiedy to kurs Euro zbliżał się do poziomu 4,00. Zaraz po pojawieniu się tego sygnału kurs Euro zaczął spadać i w ciągu dwóch miesięcy dotarł do 3,78 – czyli 22 grosze niżej.

Jeśli prawidłowość ta i tym razem się urzeczywistni, czekałby nas spadek do 3,64-3,65.





## Usd/Pln – dalej w górę?

Tydzień temu wspomniałem, iż: „Na Ryniu Dolar-Złoty sytuacja jest podobna do tej z rynku Eur/Pln. Tydzień temu wspominałem, iż przy cenie 2,85 eksporterzy zabezpieczyli się do końca roku za pomocą korytarzy 2,74-2,94. Ceny piątkowe z okolic 2,88-2,89 wykorzystaliśmy jedynie do sprzedaży bieżących przychodów bez sięgania po posiadane zabezpieczenia.

Importerzy zaś przy cenie 2,85 zamknęli większość swych długich pozycji futures otwieranych po cenie 2,75. Taka forma spekulacji nazywa się spekulacją nadmiarowym zabezpieczeniem. W portfelach importerów pozostały jeszcze opcje CALL 2,84 będące górą korytarza 2,64-2,84. W ten sposób po zamknięciu długich pozycji futures po cenie 2,85 w dalszym ciągu importer jest chroniony przez wzrostem kursu powyżej 2,84 dzięki posiadaniu wspomnianej opcji CALL 2,84.

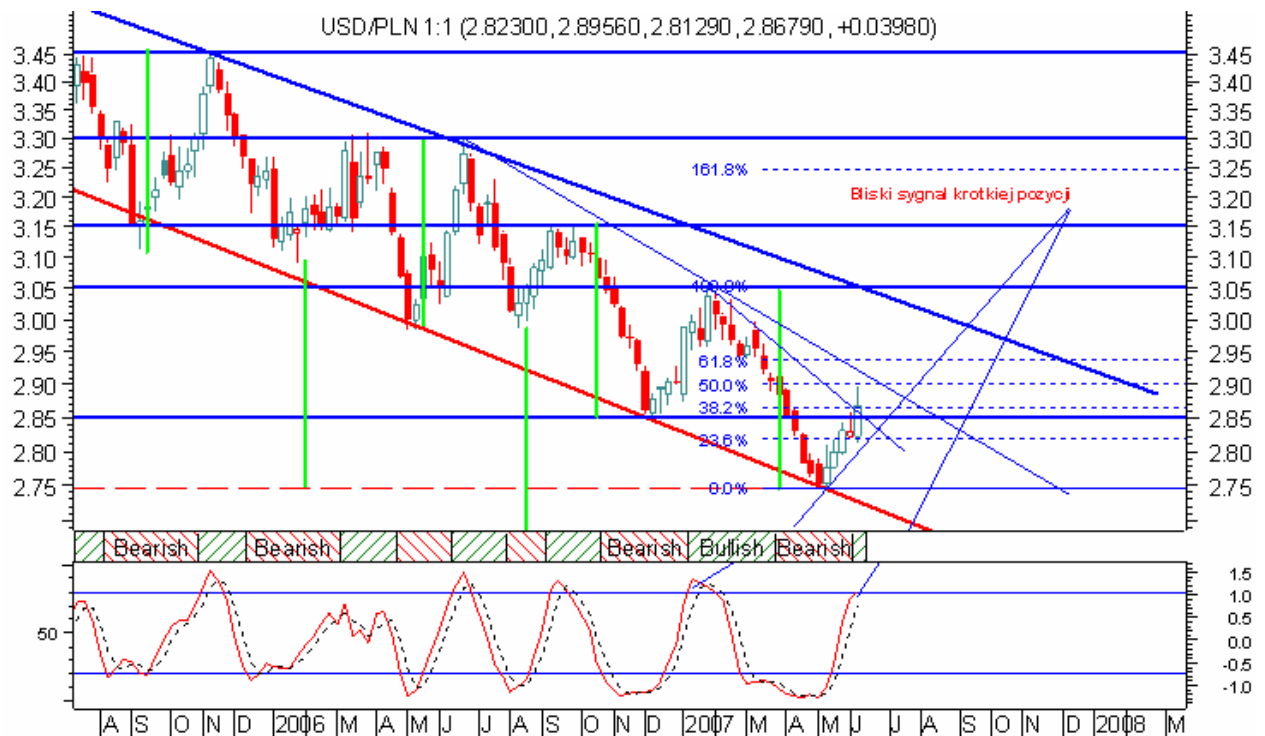
Sugerujemy jednak, by w razie spadku kursu dolara w okolice 2,80 szybko odnowić zamknięte zabezpieczenia, gdyż spadek do

2,75 wydaje się być obecnie dużo mniej prawdopodobny. Spadający kurs Eur/Usd może bowiem sprawić, iż nawet przy umacniającym się Złotym względem Euro, kurs Usd/Pln może stać w miejscu, a nawet nieznacznie rosnąć.

Na wykresie świec tygodniowych wskaźnik MACD zmienił oznaczenie kierunku trendu ze spadkowego na rosnący. To właśnie ten element nakazuje nam zwiększoną ostrożność.

Jeśli kurs Dolara zacząłby rosnać w kierunku 2,94 – czyli do poziomu wystawionych przez eksporterów opcji CALL, trzeba będzie przerolować posiadane korytarze w górę i w ten sposób zyskać kilka groszy dodatkowego zarobku. Redukcja posiadanych zabezpieczeń zaś nie wcześniej niż przy cenie 2,75.

Gdyby kurs Dolara spadał w kierunku 2,80 importerzy powinni odnowić swe zabezpieczenia.



## Gbp/Pln – konsolidacja

Kurs Funta ustabilizował się w przedziale 5,60-5,65. Teraz ważyć się będą dalsze losy trendu krótkoterminowego. Jeśli rynek wyłamie się górną z tej konsolidacji, to

powinniśmy podskoczyć aż do 5,72. Jeśli jednak z konsolidacji wyjedziemy dołem, to spadek do 5,48 będzie nieuchronny.



## Chf/Pln – w kierunku 2,20

Podobnie wygląda sytuacja w przypadku Franka. Przelamaliśmy niedawno bardzo ważne wsparcie 2,36 i najprawdopodobniej czekać nas będzie olbrzymi spadek do poziomu 2,20 zanotowanego ostatnio w 2001 roku – patrz wykres świec miesięcznych!! I podobnie jak w przypadku innych par walut związanych ze Złotym mamy obecnie korektę.



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

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

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

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

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 **zwiększył się poziom szumu** (wzrost z najniższego poziomu czerwonego do poziomu żółtego). Oznacza to, iż inwestorzy krótkoterminowi powinni teraz transakcje przeprowadzać częściej, z niskim lewarem, szerszym stop-loss, wąskim take-profit. W krótkim terminie w chwili obecnej preferowane krótkie pozycje otwierane podczas głębszych korekt wzrostowych (1,3500?).

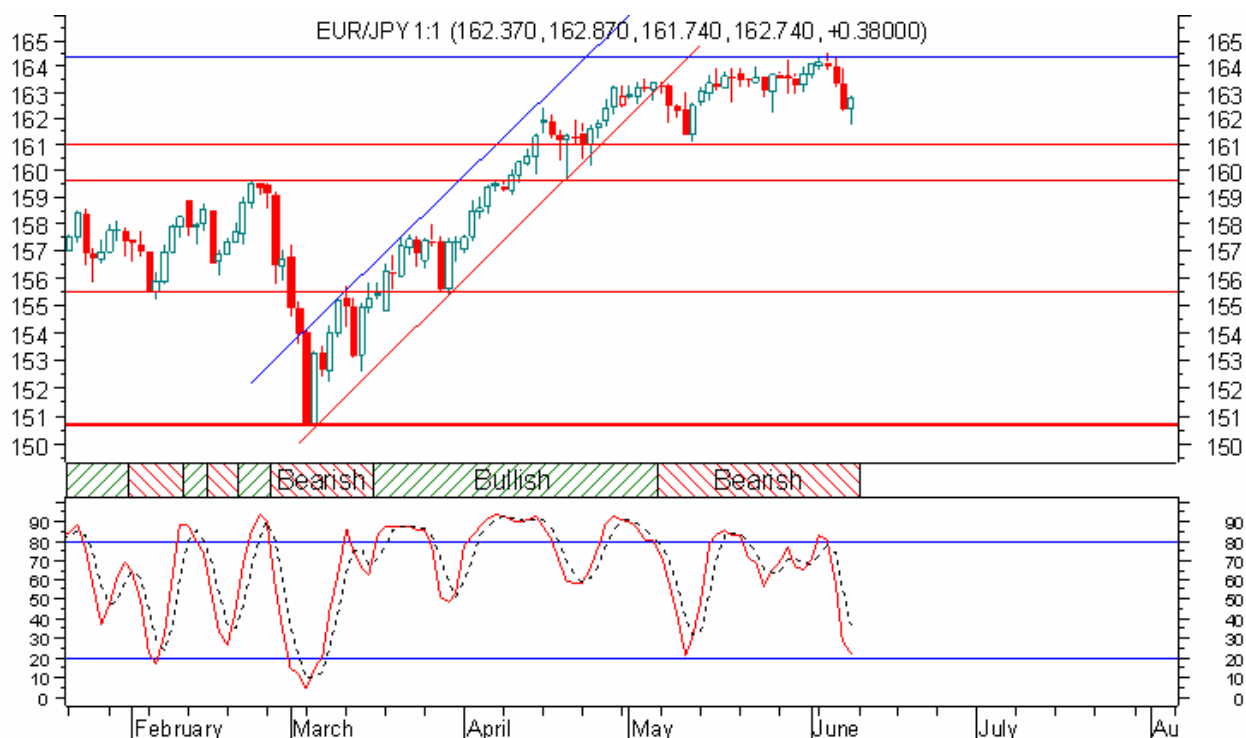
Dla trendu średnioterminowego poziom szumu utrzymał się na najwyższym (niebieski) poziomie. Przy średnioterminowej spekulacji transakcje powinno się więc wykonywać bardzo często, z bardzo małym

lewarem, znacznie szerszym stop-loss oraz znacznie węższym take-profit. W średnim terminie w chwili obecnej preferowane krótkie pozycje otwierane podczas głębokich korekt spadkowych (1,3660?).

Innymi słowy w chwili obecnej w horyzoncie krótkoterminowym i średnioterminowym warto grać na umocnienie Dolara.

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

Wróćmy teraz do klasycznej jednowymiarowej AT. W tym tygodniu interesująco wygląda para Eur/Jpy. Tydzień temu pojawił się sygnał do otwierania krótkich pozycji w oparciu o wykres świec dziennych. Teraz zaś pojawił się sygnał do zamykania tych pozycji.



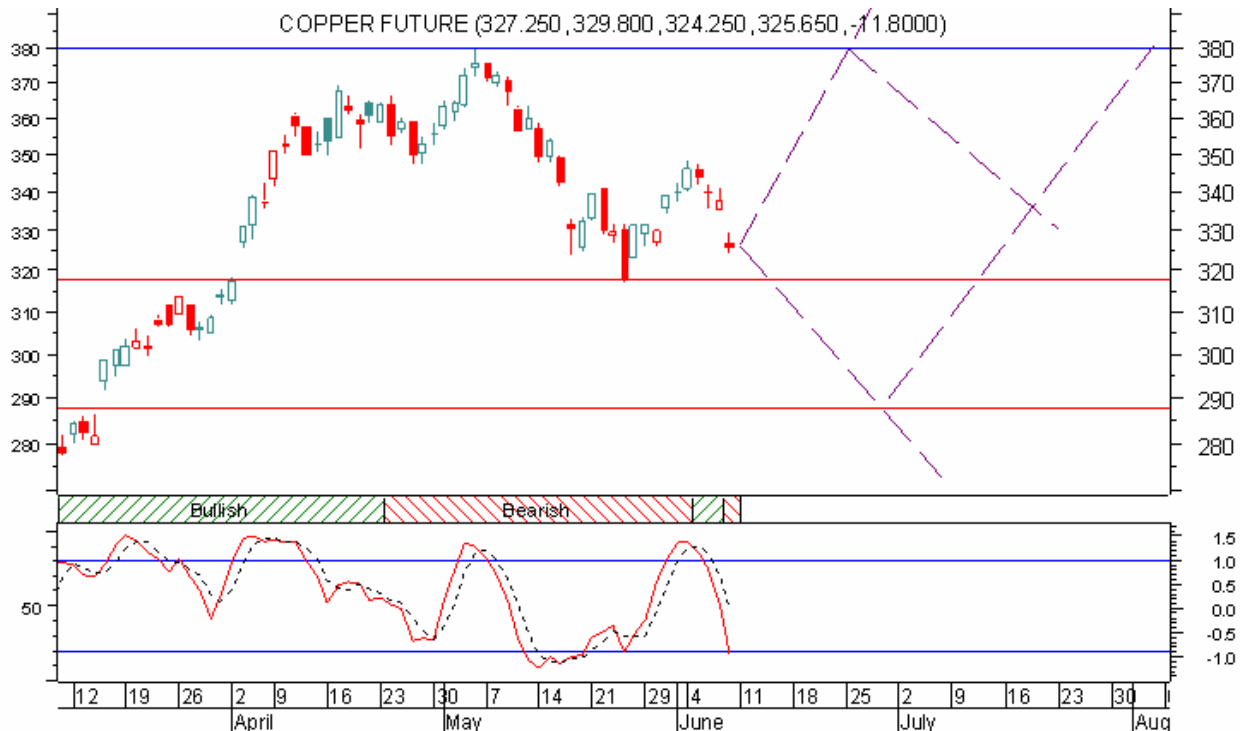
Na wykresie świec tygodniowych pary Eur/Gbp zbliżamy się do pojawienia się sygnału długich pozycji. Spadek w okolicy 0,6760 wykorzystalbym do otwarcia takich pozycji.



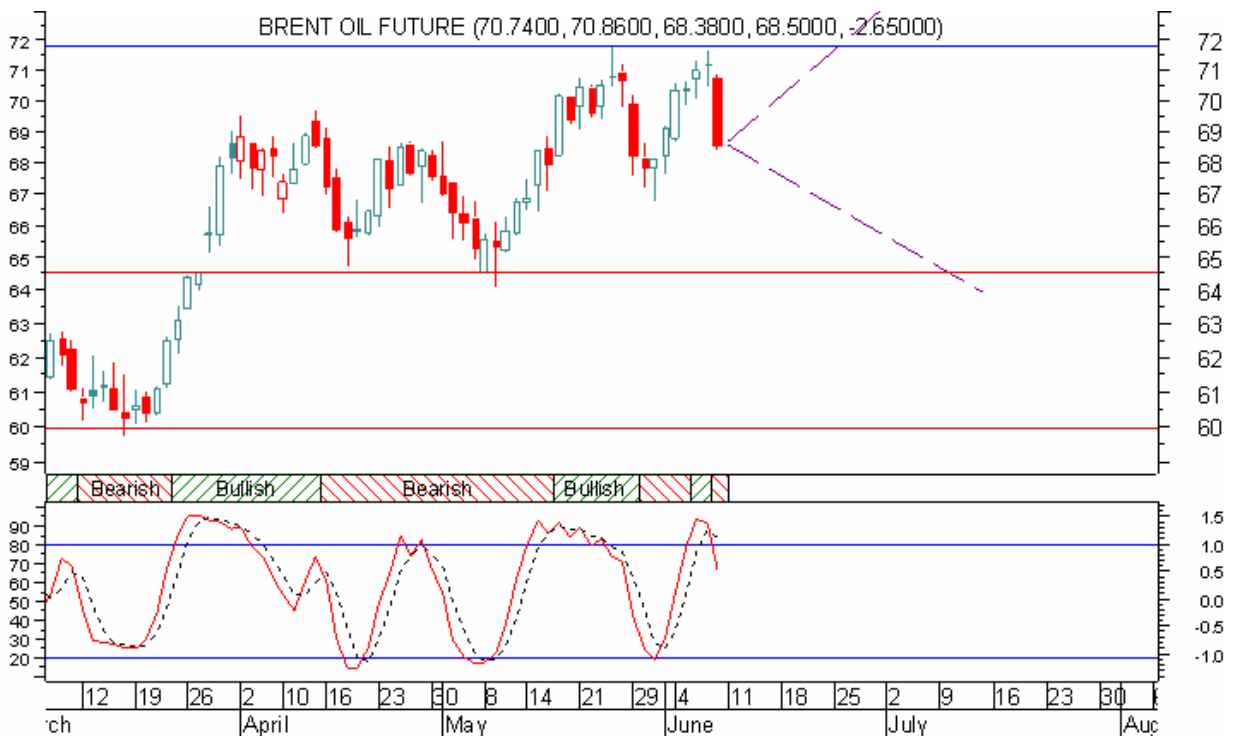
Teraz spójrzmy na rynek złota, gdzie na wykresie świec dziennych MACD zmienił kierunek trendu na spadkowy. A to oznacza, iż na tym rynku staramy się teraz szukać okazji do otwarcia krótkich pozycji podczas korekt wzrostowych.



Pora na rynek miedzi, gdzie na wykresie świec dziennych tydzień temu pojawił się sygnał do otwierania krótkich pozycji spekulacyjnych. Pozycje te należy nadal utrzymywać z linią obrony na wysokości ostatniego szczytu - 350.



Rynek ropy. Tutaj rynek wyraźnie stanął na rozdrożu. Częste zmiany kierunku trendu to potwierdzają. Na takim rynku jedynie daytrading może dać dobre rezultaty. Próba wyłapania większego ruchu jest skazana na razie na niepowodzenie.



Od dnia 5 lutego AFS-BGC wprowadziła nową usługę – zarządzanie rachunkiem Klienta. Wobec powyższego osiągnięte wyniki będą publikowane w zmienionej formie – zgodnie z wymogami NFA oraz CFTC. W kwietniu dynamika ujemnego wyniku wyhamowała. Przeprowadzono znacznie mniej transakcji. Był to miesiąc na przeczekanie. Wyniki za maj zostaną podane w następnym raporcie tygodniowym.

Przedstawiam wyniki za trzy pierwsze miesiące:

Miesiąc	średnia	najlepszy	najgorszy
luty 07	<b>-0,63%</b>	-0,53%	-2,51%
marzec 07	<b>-2,19%</b>	-1,63%	-2,96%
kwiecień 07	<b>-1,12%</b>	-0,34%	-1,86%
maj 07	<b>-4,21%</b>	-2,65%	-5,45%

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

Jeszcze jedna uwaga. Dzięki wejściu firmy AFS w struktury kapitałowe Cantor Fitzgerald (www.cantor.com) oraz BGC International (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 dotrzeć 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 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 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
<b>Import</b>	Euro	3,7475	4,1320	-0,21%	3,9030	<b>3,6800</b>	3,8500	3,8000			
	Dolar	2,8520	3,3100	-10,65%	3,1000	2,9000	3,1000	3,0500			
	<b>Koszyk</b>	<b>3,3190</b>	<b>3,7130</b>	<b>-4,96%</b>	<b>3,5015</b>						
<b>Eksport</b>	Euro	3,7475	4,1320	-0,21%	3,9030				3,8600	<b>4,2000</b>	4,0400
	Dolar	2,8520	3,3100	-10,65%	3,1000				3,1600	<b>3,3800</b>	3,2400
	<b>Koszyk</b>	<b>3,3190</b>	<b>3,7130</b>	<b>-4,96%</b>	<b>3,5015</b>						

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

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

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

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

W ciągu roku dokonano 4 transakcji zamknięcia 1/3 posiadanych długich pozycji importowych dla Dolara oraz 3 transakcji dla Euro  
Na każdej transakcji osiągnano 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 osiągnano zysk w wysokości 15 groszy.

Data spot 2006-07-03  
 Kurs spot 4,0700  
 Pkt SWAP 1 dzień 0,6

**Zabezpieczenie rocznego planu finansowego**

**Eksporter EUR**

	3 lipiec 2006	21 grudzień 2006	21 marzec 2007	21 czerwiec 2007	21 wrzesień 2007
F15	-CALL	4,18			4,097
F12				4,091	
F9			4,086		
F6		4,080			
Spot	4,070				
	+PUT	3,96	3,96	3,96	3,96
			4,19	4,20	4,21

Data waluty

3 lipiec 2006

21 grudzień 2006

21 marzec 2007

21 czerwiec 2007

21 wrzesień 2007

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

**Zabezpieczenie rocznego planu finansowego**

**Eksporter USD**

	26 styczeń 2007	21 marzec 2007	21 czerwiec 2007	21 wrzesień 2007	21 grudzień 2007
F15				3,16	
F12					3,14
F9		-FUT 2,99-3,00	Nie wystawiono CALL	3,038	
F6					3,032
Spot	3,052				
+PUT			2,90	2,90	2,90

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

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

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

2. Kurs Koszyka. Złoty będzie się umacniać przez cały rok, ale od czasu do czasu będą się pojawiać korekty wzrostowe takie jak obecna. 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.

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

4. Kurs Usd/Pln. Tutaj będziemy raczej trzymać się w 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.

6. Kurs Gbp/Pln. Tutaj najtrudniej określić przedział zmienności z uwagi na dużą fluktuację kursu Gbp/Usd, od którego uzależniony jest kurs Funt w Polsce. Sądzę, iż Funt będzie silny podobnie jak Dolar. A to oznacza, iż nie należy się spodziewać spadku poniżej 5,45. Wzrosty zaś nie powinny być większe niż do 6,00. Najbardziej prawdopodobne w mojej ocenie jest utrzymanie się w okolicach 5,65.

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

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

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

*Jacek Maliszewski*

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

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

