

Komentarz tygodniowy

2007-01-20

Eur/Usd – silny Dolar kwestią czasu

Tydzień temu wspominałem, iż: „[...] powoli wracamy do stanu normalności. Dolar zaczyna wracać do łask i nawet zapowiedź Prezydenta Stanów Zjednoczonych zwiększenia sił zbrojnych w Iraku nie była w stanie powstrzymać pędu inwestorów do zakupu „zielonego”.”.

Wskaźniki analizy technicznej przemawiają za kontynuacją fali umacniania waluty amerykańskiej, przy czym jeszcze przez kilka dni możemy mieć do czynienia z korekcyjnymi wzrostami, które nie powinny jednak przebić się powyżej poziomu 1,3050, a nawet 1,3000.

W ostatnich dniach przeprowadziliśmy dwie transakcje spekulacyjne – jedna na rynku Gbp/Usd, drugą na rynku Eur/Usd.

W pierwszym przypadku otworzyliśmy krótką pozycję po cenie 1,9750, którą zamknęliśmy po kursie 1,9705 notując 45 pips zysku.

W drugim przypadku zysk był skromniejszy. Krótką pozycję otwieraną po 1,2970 zamknęliśmy po cenie 1,2951. Tuż przed końcem piątkowych notowań postanowiliśmy pozostawić otwartą pozycję na weekend wstawiając zlecenie stop 35 pips powyżej notowanego w tym momencie dołka. Niestety pod wieczór rynek mocno zawrócił w górę dochodząc do 1,2970, zamykając nam po drodze pozycję właśnie po cenie 1,2951.

Tak więc w nowy tydzień wkraczamy bez otwartej pozycji. Będziemy ponownie szukać okazji do gry na umocnienie Dolara bądź to

na rynku Eur/Usd, bądź też na jakimś innym głównym rynku związanym z Dolarem.

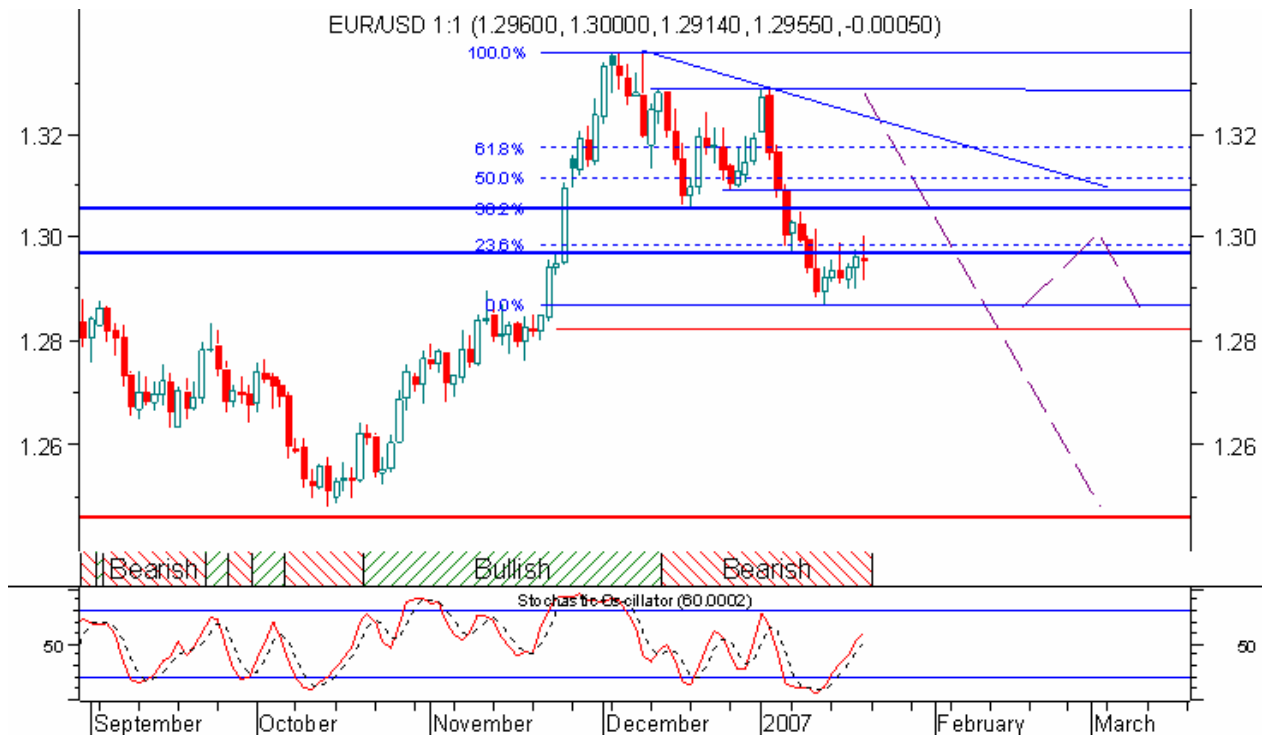
Zbliżanie się kursu Eur/Usd w okolice 1,2980 wykorzystałbym więc do otwarcie krótkich pozycji z linią obrony tuż powyżej 1,3000. Na rynku Gbp/Usd krótkie pozycje można otwierać po cenie 1,9770 z linią obrony tuż powyżej 1,9800.

Z punktu widzenia AT, na wykresie świec dziennych widzimy utrzymujący się trend spadkowy. Oscylator zbliża się do strefy wykupienia, co podobnie jak, to miało miejsce na przełomie roku 2006/2007, będzie sygnałem do otwarcia krótkiej pozycji.

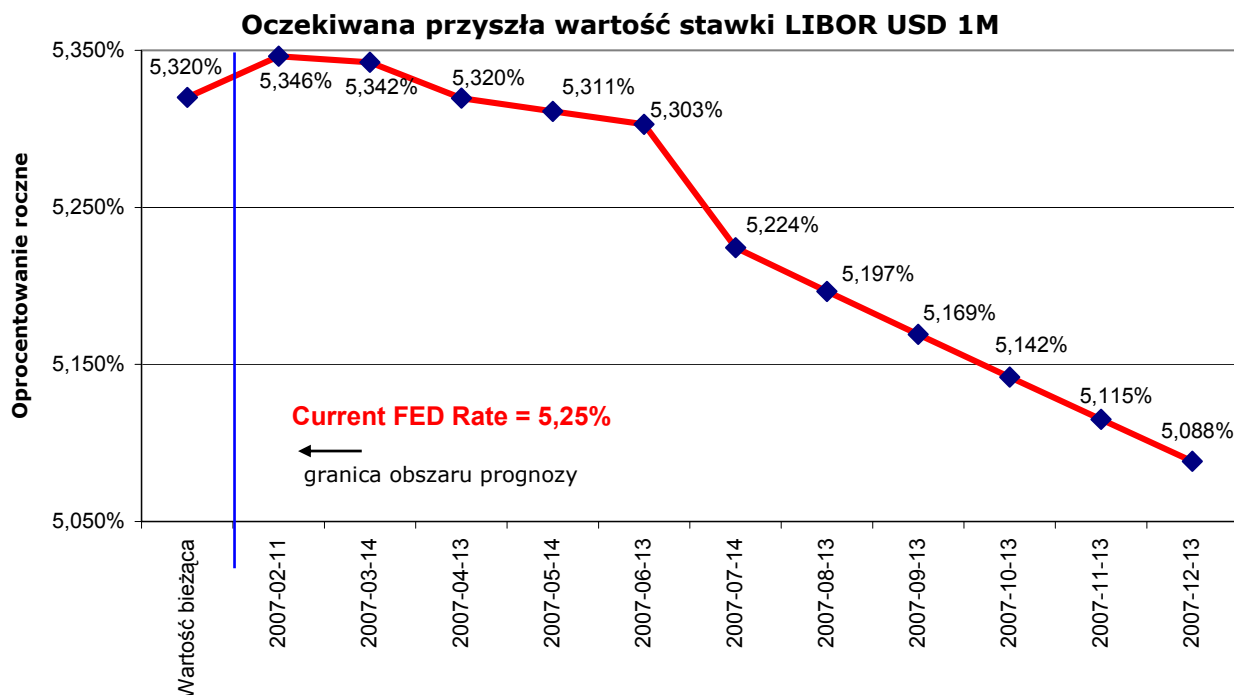
Na wykresie świec tygodniowych doszło do odwrócenia trendu identyfikowanego za pomocą wskaźnika MACD.

Najbliższym wsparciem jest poziom 1,2800, a gdyby został on przełamany, to kolejnym wsparciem jest dopiero poziom 1,2500. Jestem mocno przekonany, iż wędrówka kursy w rejonie 1,2500 jest jedynie kwestią czasu.

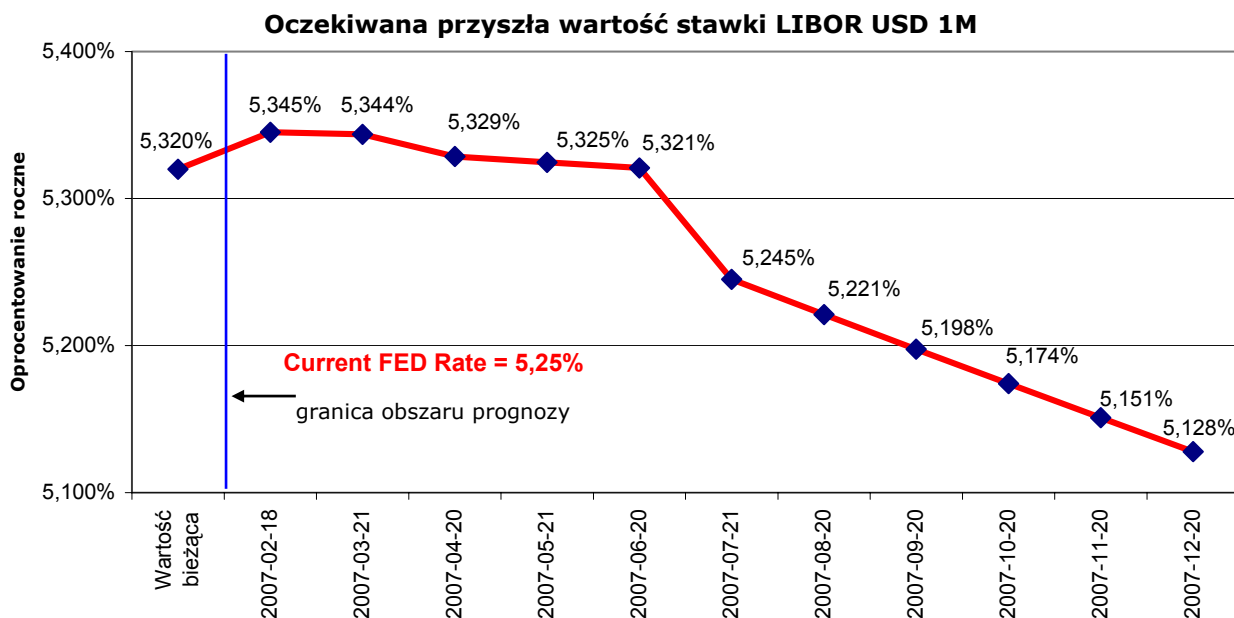
Utrzymujący się wysoki kurs Dolar-Yen powyżej 121,00 będzie katalizatorem do dalszego umacniania się Dolara względem wszystkich głównych walut światowych.



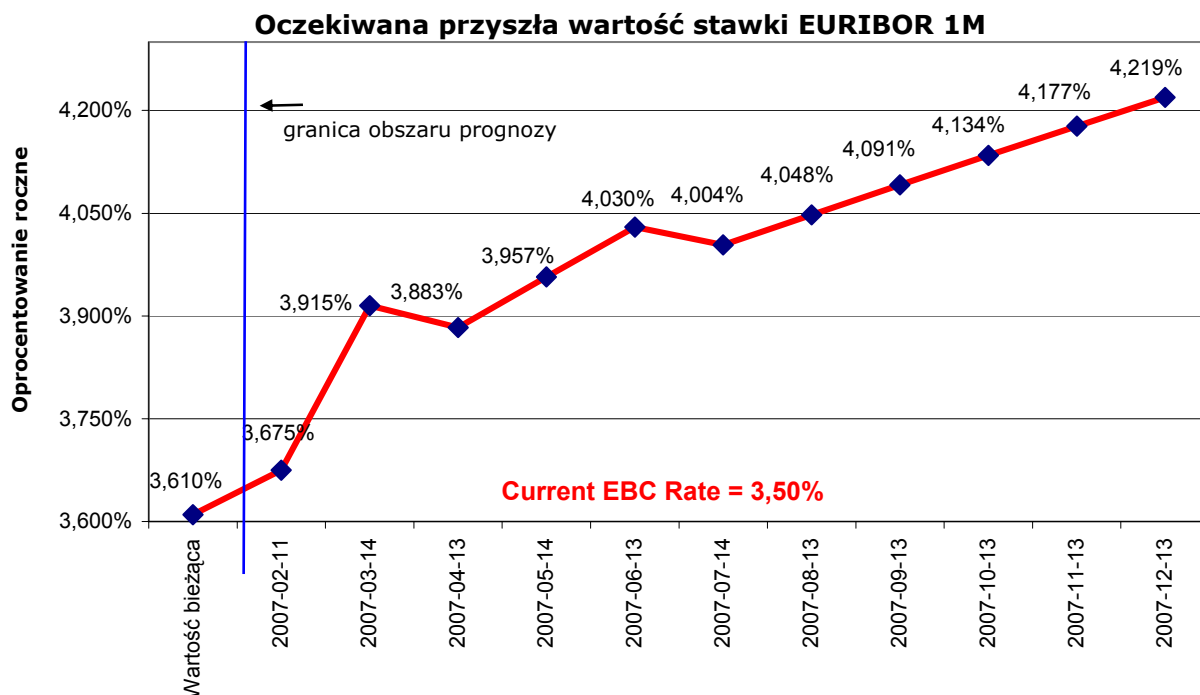
Spójrzmy teraz na oczekiwania uczestników tych dwóch rynków. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp dolarowych (czyli FRA 11x12) osiągnął wartość 5,088%.



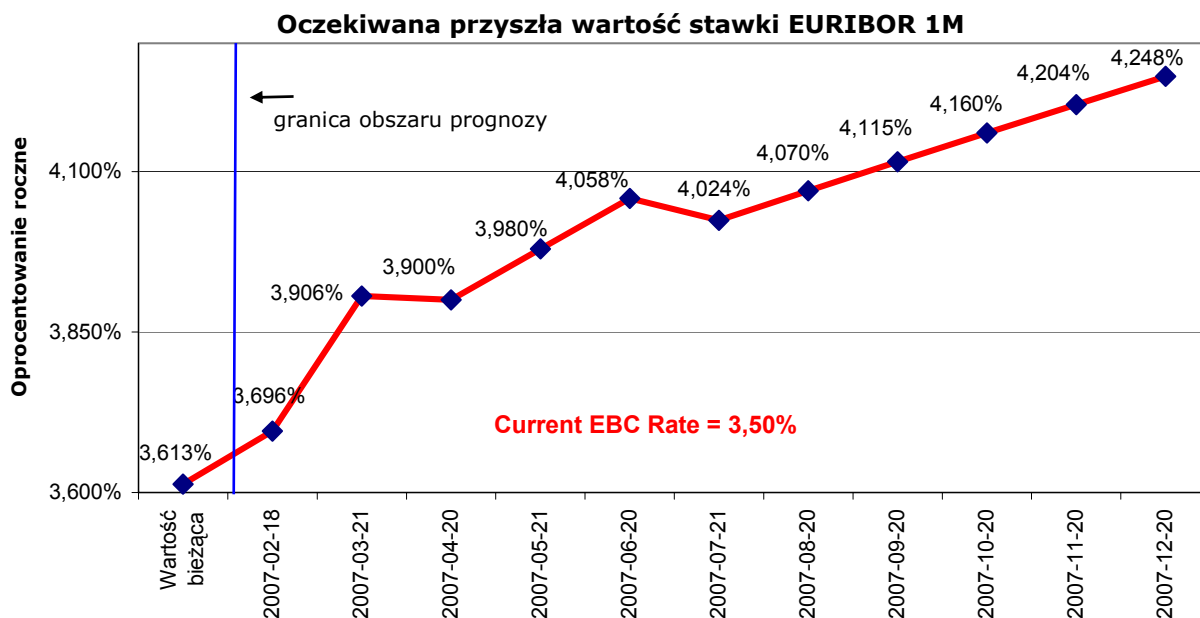
Obecnie (dane z piątku 19 stycznia 2007) prawy kraniec krzywej poszedł w górę o 4 punkty bazowe, czyli do poziomu 5,128%. Pierwszej obniżki stóp z poziomu 5,25% do 5,00% rynek oczekuje dopiero w roku 2008 roku (sic!!). Co ciekawe uczestnicy rynku obstawiają mniej więcej 50/50 podwyższenie stóp do 5,50%.



Spójrzmy teraz na dynamikę krótkich stóp terminowych dla Euro. Prawy kraniec krzywej FORWARD dla stóp Euro wzrósł z 4,219% tydzień temu

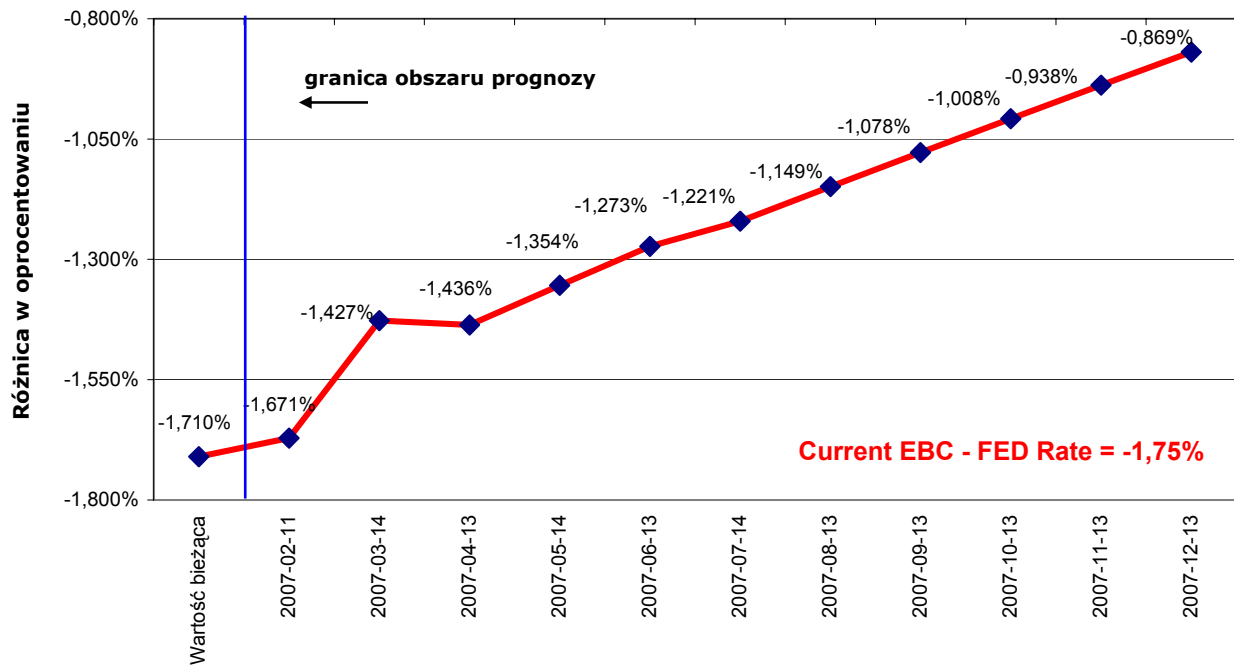


do poziomu 4,248% obecnie, czyli o 2,9 punktów bazowych. Oznacza to, iż uczestnicy tego rynku spodziewają się serii dalszych podwyżek stóp dla Euro – do poziomu 4,25% na przestrzeni 12 miesięcy.

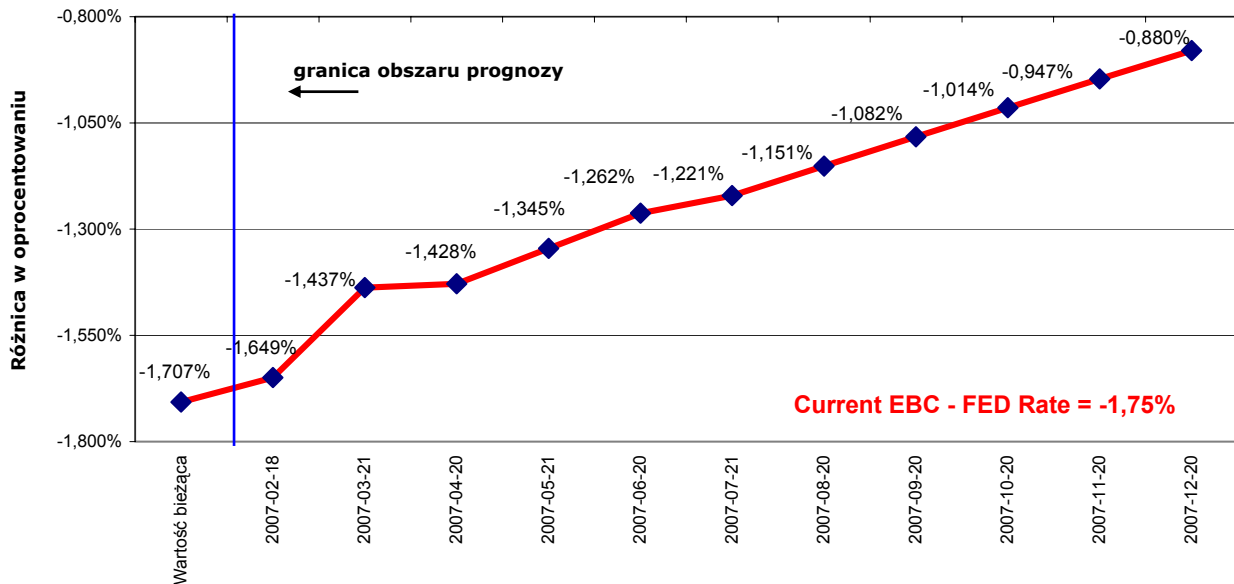


Tym samym prawy kraniec różnicy dwóch krzywych przesunął się w dół o 1,1 punktów bazowych (z -0,869% do -0,880%).

Prognoza rynkowa różnicy w oprocentowaniu EUR1M i USD1M

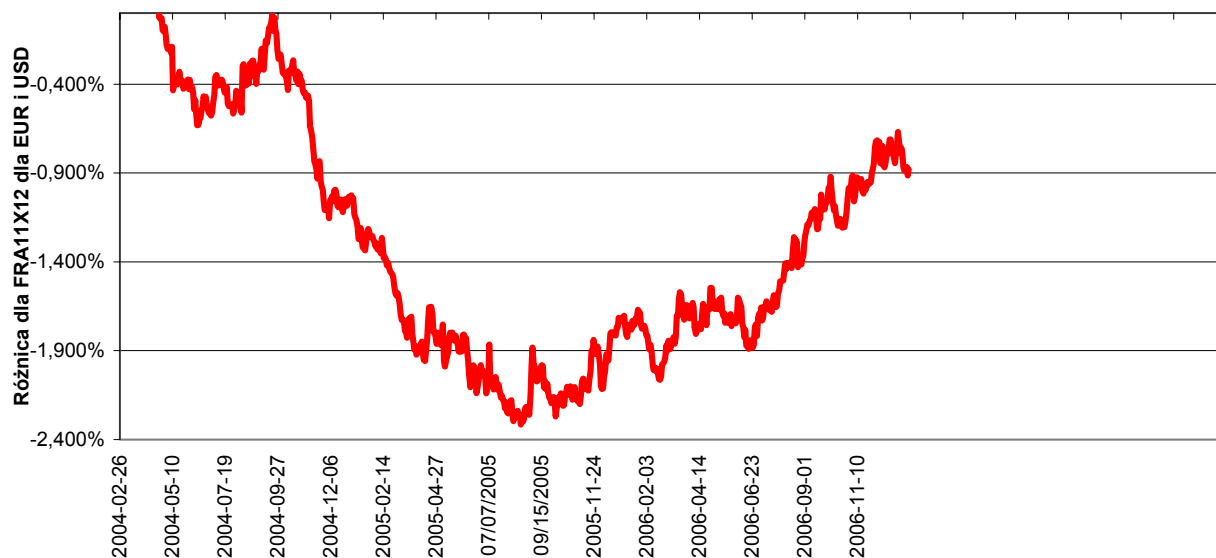


Prognoza rynkowa różnicy w oprocentowaniu EUR1M i USD1M

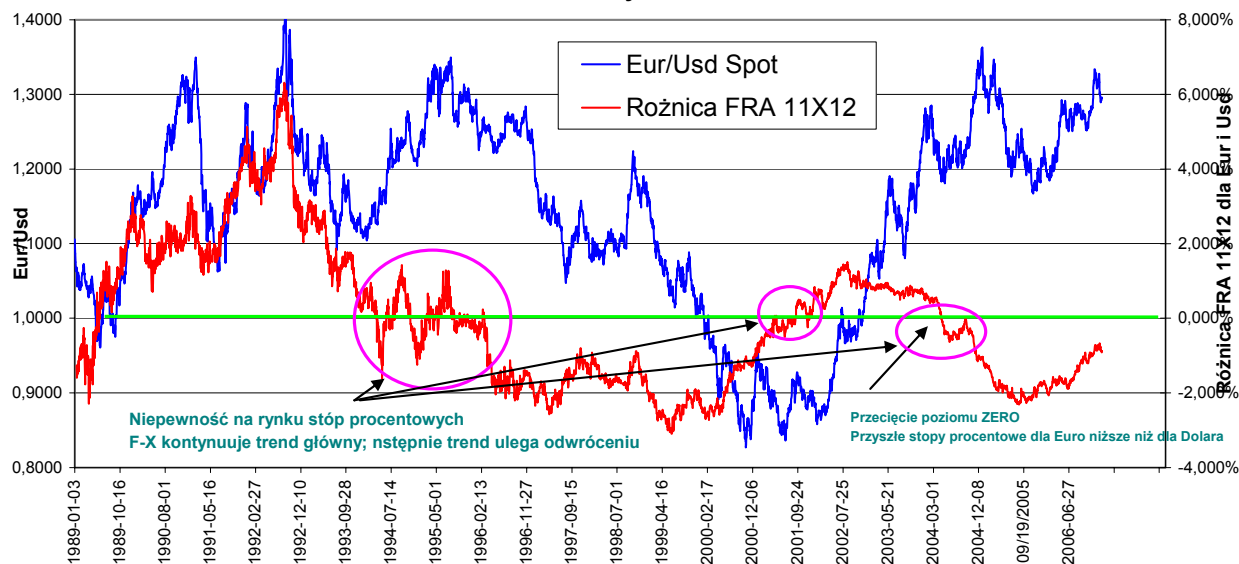


Na zamieszczonym poniżej wykresie możemy zobaczyć dynamikę prawego krańca krzywej z poprzedniego wykresu. Na kolejnym zaś wykresie przedstawiłem to samo w dłuższym horyzoncie. Warto zwrócić uwagę na podobieństwo dwóch okresów: 1991-1995 oraz 2004-2007. Gdyby teraz miał powtórzyć się historia z 1995 roku, to czekałaby nas potężna fala umacniania dolara trwająca cały rok – aż do poziomu 1,14-1,15 (spadek o 20 centów)

Różnica dla FRA11X12 dla EUR i USD



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



Koszyk/Pln – silny Złoty na horyzoncie

Diagnoza:

Podwyższenie wiarygodności kredytowej dla Polski przez agencję ratingową FITCH podziałała na wyobraźnię inwestorów zagranicznych, którzy na wyścigi zaczęli kupować Złotego, a w ślad za tym akcje notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych oraz obligacje skarbowe.

Olbrzymi popyt na polską walutę zepchnął kurs Euro poniżej bardzo ważnego poziomu 3,85, co znacząco zwiększyło prawdopodobieństwo dalszego spadku kursu tej waluty w kierunku 3,80 a nawet 3,75.

Zalecenia:

1. Krótkoterminowo:
 - ✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla eksporterów – eksporterzy mający przychody w Euro po zabezpieczeniu się na długie terminy po kursie 3,90 mogą ze spokojem obserwować rodzącą się nową falę umacniania Złotego. Eksporterzy dolarowi na razie zabezpieczyli jedynie pierwszy kwartał gdyż z uwagi na wzrost kursu dolara na rynkach światowych w dalszym ciągu możliwy jest wzrost kursu Dolar-Złoty w kierunku 3,04-3,05, który powinien zostać wykorzystany do długoterminowego zabezpieczenia się za pomocą korytarz opcyjnego.
 - ✓ Krótkoterminowe zabezpieczenie się przed ryzykiem dla importerów – po

W piątek na kontynuowana była fala umacniania Złotego będącą reakcją inwestorów zagranicznych na podwyższenie wiarygodności kredytowej dla Polski przez agencję ratingową FITCH. Naruszone zostało bardzo ważne wsparcie 3,40 na wykresie Koszyka. Jeśli w ciągu kilku najbliższych dni nie powrócimy powyżej tego poziomu, pojawi się dalsza mocna podaż walut zagranicznych i popyt na Złotego, co powinno doprowadzić do szybkiego spadku kursu Koszyka do poziomu 3,37 a nawet do 3,35.

zamknięciu części zabezpieczenia po cenach 3,90 za Euro oraz 3,00 za Dolara i po zrealizowaniu 10-groszowego zysku można teraz cierpliwie poczekać na umocnienie Złotego. W razie spadku kursu Euro do 3,85 oraz Dolara do 2,95 warto odnowić połowę zamkniętych niedawno zabezpieczeń. Gdyby kursy walut spadły jeszcze mocniej, to przy cenach 3,80 oraz 2,90 należy odnowić całość zabezpieczeń zamykanych po kursie 3,90 i 3,00.

2. Długoterminowo:

- ✓ Oszczędności. Najgorsze chwile dla waluty amerykańskiej najprawdopodobniej już minęły. Rok 2007 powinien przynieść umocnienie Dolara, którego nadal powinniśmy trzymać w portfelu korzystając z wyższego o jeden punkt oprocentowania tej waluty w porównaniu do oprocentowania Złotego.
- ✓ Kredyty. Dopóki Złoty jest silny zaciągamy kredyty wyłącznie w naszej walucie krajowej. Dopiero w razie wystąpienia zwyżki kursu Franka w okolice 2,50 wartość zastanowienia będzie spekulacyjnie przewalutowanie kredytów ze złotych na denominowane w walucie szwajcarskiej. Takie osłabienie Złotego może pojawić się w okresie maj-czerwiec.

Wszystko na to wskazuje, iż na przełomie lutego i marca możemy być świadkami apogeum euforii, czyli przełamania ważnego poziomu 3,75 Złotego za Euro, o czym opowiem bardziej szczegółowo w dalszej części raportu.

Wskaźniki MACD (zarówno dzienne jak też tygodniowe) sygnalizują jak na razie utrzymanie się trendu rosnącego. Wystarczy jednak dwa dni spadku, by wskaźniki te ponownie zaczęły określać trend spadkowy.

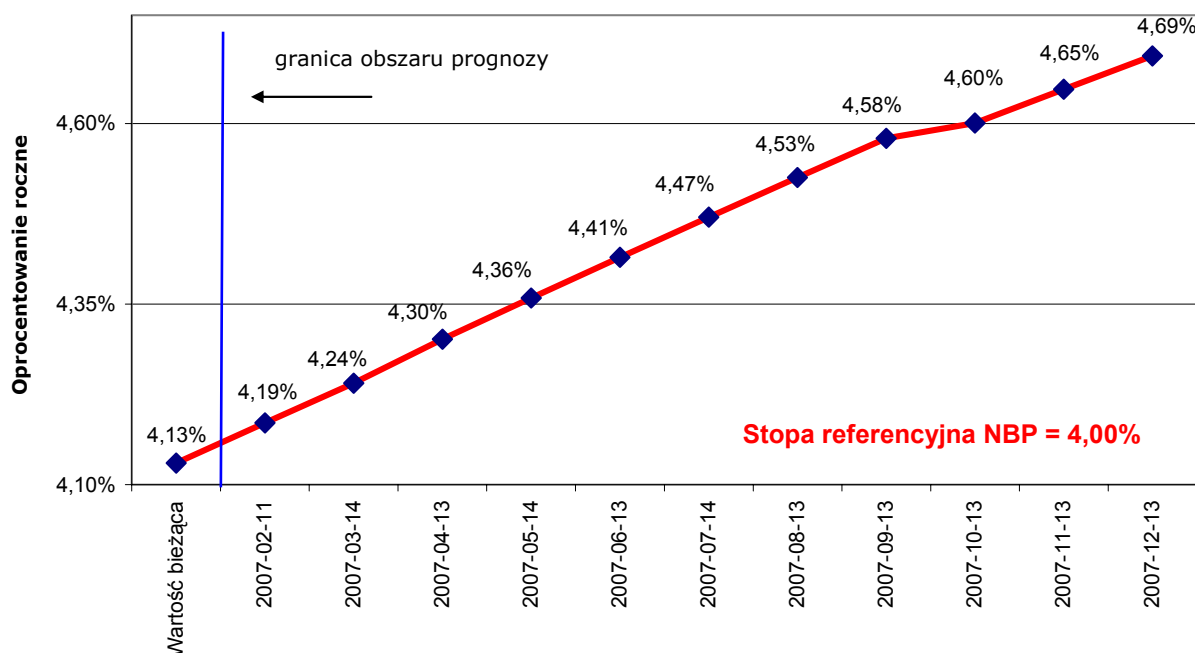


	Kurs bieżący (bid)	3,4090	3,8478	2,9702	2,3780	5,8650
Poziom Eur/Usd - constans	1,2955	Koszyk/Pln	Eur/Pln	Usd/Pln	Chf/Pln	Gbp/Pln
Eksport	Trzeci poziom oporu (bid)	3,5700	4,0296	3,1104	2,4903	6,1420
	Drugi poziom oporu (bid)	3,5100	3,9618	3,0582	2,4485	6,0388
	Pierwszy poziom oporu (bid)	3,4600	3,9054	3,0146	2,4136	5,9527
Import	Pierwszy poziom wsparcia (bid)	3,4000	3,8377	2,9623	2,3717	5,8495
	Drugi poziom wsparcia (bid)	3,3800	3,8151	2,9449	2,3578	5,8151
	Trzeci poziom wsparcia (bid)	3,3500	3,7812	2,9188	2,3368	5,7635

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

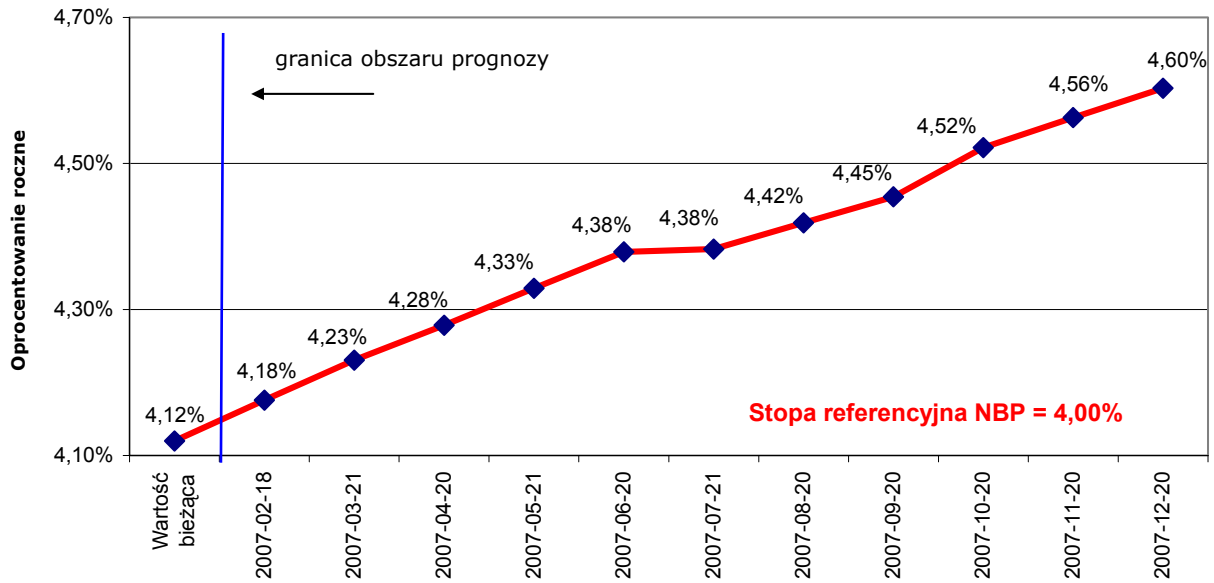
Zerknijmy teraz na rynek lokat międzybankowych. Tydzień temu prawy kraniec krzywej FORWARD (FRA 11X12) znajdował się na poziomie 4,69%

Oczekiwana przyszła wartość stawki WIBOR 1M



Natomiast w piątek 19 stycznia przesunął się w dół o 9 punkty bazowe, czyli do poziomu 4,60%. 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 cały czas obstawiają scenariusz mniejszej podwyżki stóp o 50 punktów (do poziomu 4,50%) w ciągu nadchodzącego roku.

Oczekiwana przyszła wartość stawki WIBOR 1M



Na rynku polskich obligacji w Polsce doszło do przełamania bardzo ważnego poziomu 4,85% na wykresie rentowności 5-latek. Poziom ten rozdzielał linię hossy z linią korekcyjnego wzrostu cen obligacji. Sprawa wyjaśniła się więc jednoznacznie. Mamy hossę na rynku obligacji, co wraz z utrzymującą się równoległe hossą na rynku akcji skazuje Złotego na umacnianie się.

Na rynku obligacji amerykańskich przełamany został trend spadkowy na wykresie rentowności. Na razie nie można mówić o powrocie do trendu rosnącego, dopóki nie pokonany zostanie poziom 4,85%. Beztrendzie w przedziale 4,40-4,85 wydaje się być w tej sytuacji najbardziej prawdopodobne.





Eur/Pln – 3,80 a nawet 3,75 na horyzoncie

Tydzień temu przypomniałem, iż: „Eksporterzy ponownie wykorzystali wzrost do 3,90 i powiększyli swe zabezpieczenia tak, by w obecnej chwili mieć ochronę przynajmniej do końca czerwca 2007, a nawet na cały 2007 rok. W tym celu kupiliśmy opcje PUT 3,84-3,86 i sfinansowaliśmy ich zakup poprzez wystawienie grudniowych opcji CALL 4,00. Strategię tę omawialiśmy podczas bezpośrednich rozmów”.

Wszyscy, którzy przeprowadzili tego typu transakcje odetchnęli z ulgą widząc czwartkowy i piątkowy gwałtowny spadek kursu Eur/Pln. Posiadanych zabezpieczeń nie będziemy redukować, dopóki kurs nie spadnie do poziomu 3,75. Być może nawet wtedy nie zdecydujemy się na tego typu spekulację polegającą na zamknięciu z zyskiem posiadanych opcji PUT oraz krótkich pozycji futures licząc się z groźbą przełamania wsparcia 3,75, co skutkowałoby gwałtownym załamaniem rynku i ruchem w kierunku 3,60.

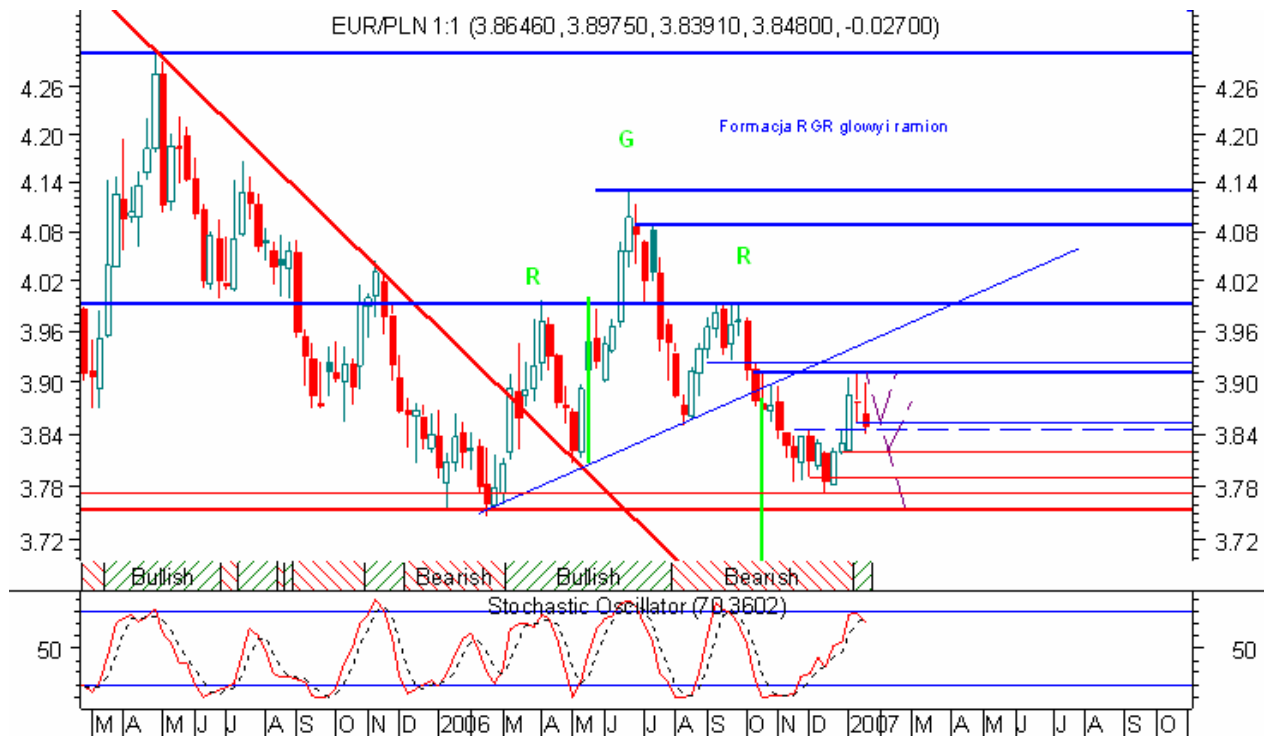
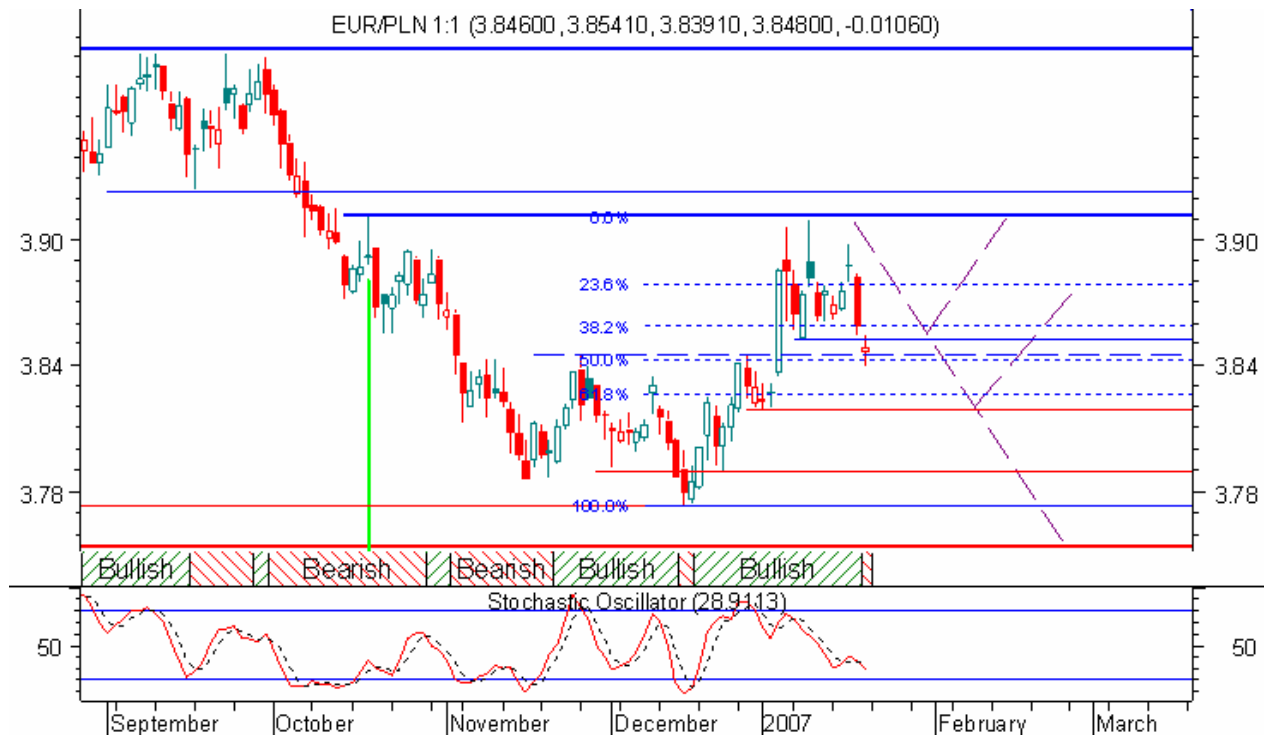
Zgodnie z zasadą mówiącą, iż: „zabezpieczać się NALEŻY ZAWSZE, zaś spekulować nie koniecznie”.

Importerzy, którzy zredukowali swe zabezpieczenia przy cenie 3,90, odświeżali je w piątek po kursie 3,8500-3,8550. Odświeżaliśmy tylko połowę tych długich pozycji futures, które zostały zamknięte po cenie 3,90. Drugą połowę (czyli przywrócenie stanu portfela sprzed spekulacyjnej transakcji redukującej jego stan) będziemy starali się odnowić dopiero po spadku kursu w okolice 3,8000-3,8050.

Nie przeprowadzaliśmy żadnych transakcji o charakterze klasycznej spekulacji. Nadal więc trzymamy korytarz złożony z opcji długich PUT 3,84 oraz krótkich CALL 3,94, który otwieraliśmy w chwili gdy kurs spot wynosił 3,8950. Dziś portfel ten przynosi nam zysk, ale gra idzie o wyższą stawkę. W chwili gdy kurs spot spadnie poniżej 3,84, każdy grosz spadku oznaczać będzie grosz zysku z posiadanej opcji.

Dzienne MACD wskazuje obecnie na trend spadkowy. Oporem technicznym będzie poziom 3,8550. Wsparcia zaś to 3,82, następnie 3,79 i wreszcie 3,75.





Usd/Pln – znowu poniżej 3 Złotych

Tydzień temu zarekomendowałem eksporterom, by przy cenie 2,99-3,00 otworzyli krótkie pozycje futures chroniące do końca marca, by w ten sposób ze spokojem czekać na ewentualny podskok do 3,05, który wykorzystamy do zabezpieczenia się korytarzem 2,90-3,20 na cały 2007 rok. Na razie musimy uzbroić się w cierpliwość. Kurs 3,04-3,05 możemy osiągnąć w chwili, gdy na rynku Euro-Dolara kurs zacznie spadać w kierunku 1,2500, co wydaje się być wysoce prawdopodobne na przestrzeni najbliższych dwóch miesięcy.

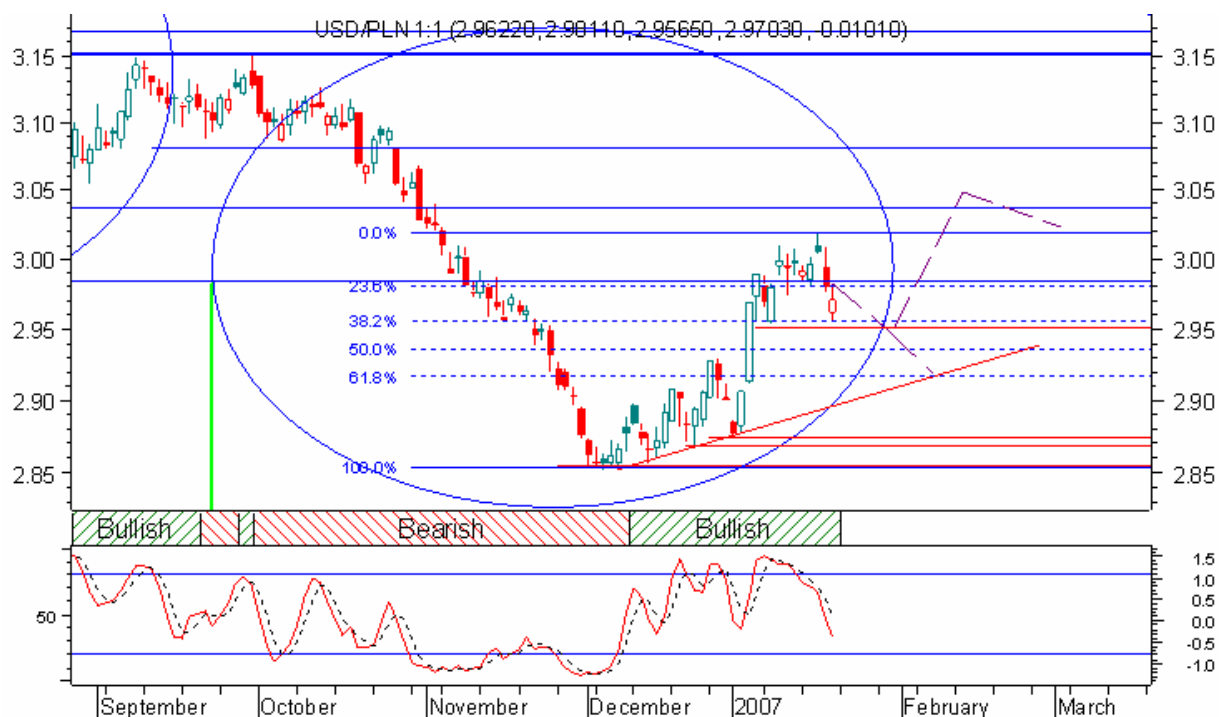
Importerzy dolarowi, którzy przy cenie 3,00 pozbywali się długich pozycji futures (realizując zysk w wysokości 10 groszy na kontraktach futures kupionych po 2,90) i którzy pozostawili sobie jedynie opcje CALL 3,00 będące górą korytarza 2,80-3,00 powinni odnowić połowę zamkniętych futures po cenie 2,9500-2,9550. Całą resztę zabezpieczeń można będzie zamknąć po

cenie 2,9000, a gdyby kurs Dolara nie chciał spaść w tamte okolice, trzeba będzie uzupełnić portfel po cenach z okolic 2,95.

Nie przeprowadzaliśmy żadnych transakcji spekulacyjnych. W razie spadku kursu Dolara o kilka groszy warto zastanowienia się będzie otwarcie długich pozycji futures lub zakup opcji CALL.

Z punktu widzenia AT mamy do czynienia z krótko i średnioterminowym trendem rosnącym. Lada chwila oscylator dzienny zejdzie do strefy wyprzedania dając sygnał do otwierania długich pozycji spekulacyjnych. Najbliższe wsparcia to 2,95 oraz 2,92, zaś opory to 3,02 i 3,04.

Na wykresie świec dziennych i tygodniowych MACD sygnalizuje nam trend rosnący. Nie spodziewałbym się jednak jakiejś mocnej zwyczajki, ale poziom 3,04-3,08 mamy spore szanse osiągnąć.





Gbp/Pln – opór 5,94 wsparcie 5,82

Na skutek zaskakującej decyzji Banku Anglii (podnieśli stopy z 5,00% do 5,25%) Funt urasta do miana jednej z najsilniejszych walut świata. Najbliższym oporem technicznym jest poziom 5,94, zaś wsparciem 5,82.

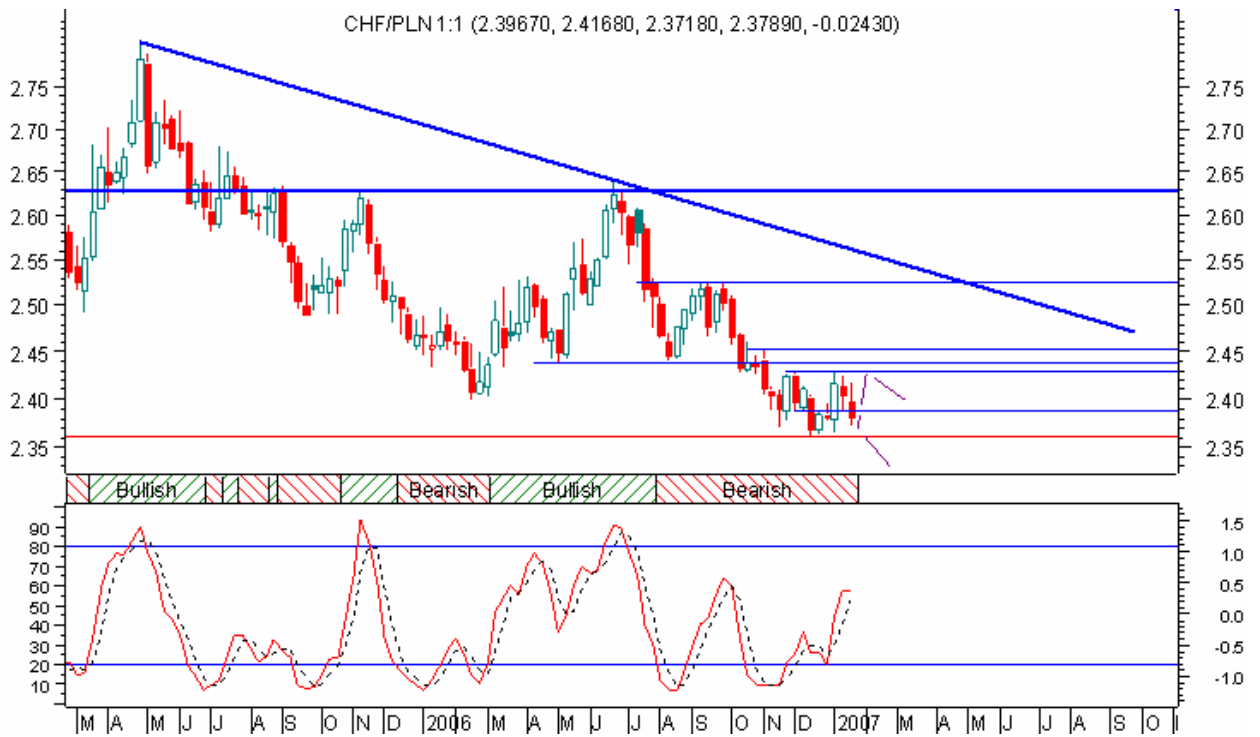




Chf/Pln – konsolidacja 3,39-3,43

Tutaj rynek powinien oscylować w przedziale 3,36-3,43 zgodnie z tym, co napisałem tydzień temu.





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

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

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 dla trendu krótkoterminowego (wzrost z zielonego na niebieski). Oznacza to, iż inwestorzy krótkoterminowi powinni teraz transakcje przeprowadzać często, z mniejszym lewarem, szerszym stop-loss, węższym take-profit. W krótkim terminie w chwili obecnej preferowane krótkie pozycje otwierane podczas głębokich korekt wzrostowych (1,3050?).

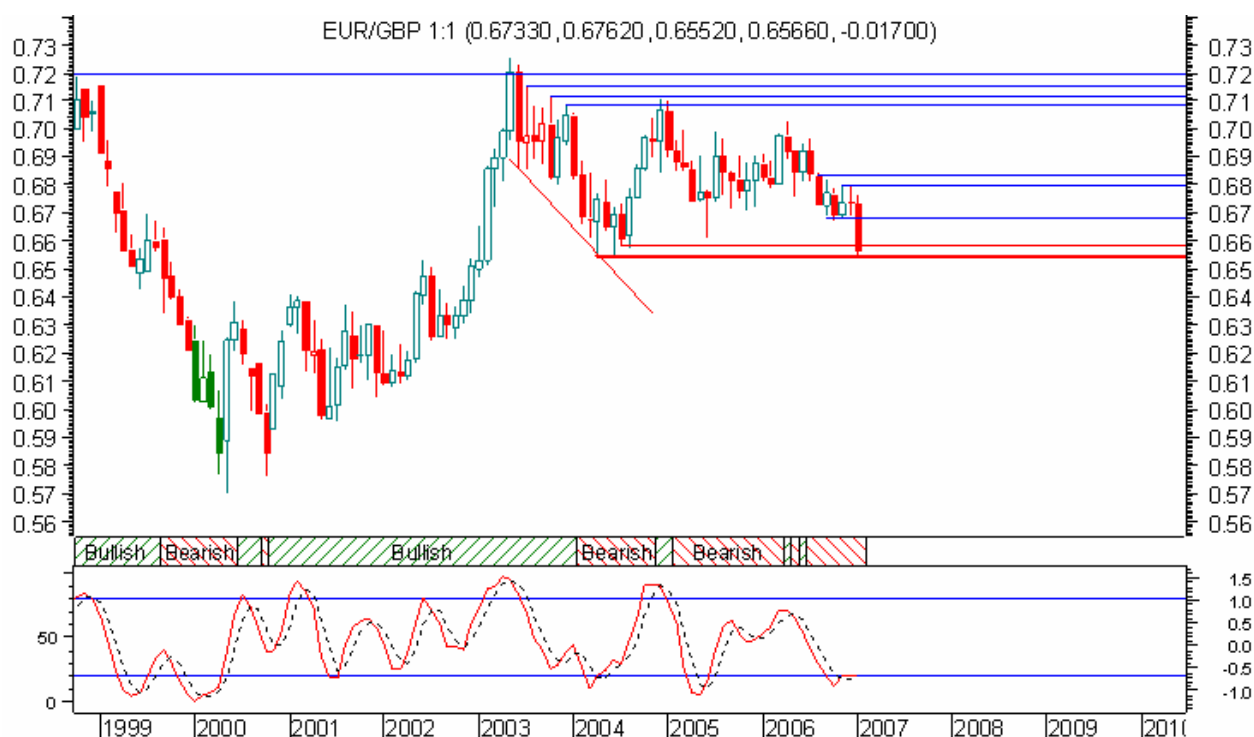
Dla trendu średnioterminowego poziom szumu utrzymał się zwiększył na najwyższym poziomie (niebieski). Przy średnioterminowej spekulacji transakcje powinno się więc teraz

wykonywać często, z małym lewarem, szerokim stop-loss oraz wąskim take-profit. W średnim terminie w chwili obecnej preferowane krótkie pozycje otwierane podczas głębokich korekt wzrostowych (1,30-32?).

Innymi słowy w chwili obecnej zarówno w horyzoncie krótkoterminowym, jak też średnioterminowym warto grać na umocnienie Dolara.

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.

Wróćmy teraz do klasycznej jednowymiarowej AT. Pierwszym rynkiem wartym uwagi jest Eur/Gbp. Właśnie dotarliśmy do arcyważnego poziomu wsparcia 0,6550. Jeśli wsparcie to zostanie pokonane, czekać nas będzie gwałtowna fala umacniania Funta względem Euro – nawet do poziomu 0,6200, czyli o około 5%. W razie zadziałania wsparcia możliwy jest podskok do poziomu 0,6700.



Drugim ciekawym rynkiem jest Usd/Jpy. Tutaj pokonany został ważny opór 121 Yenów za Dolara. Otworzyła nam się tym samym droga do dalszej wyżki kursu Dolara nawet do poziomu 135. Silny Dolar w Azji powinien przełożyć się na silnego Dolara na całym świecie. To jedynie kwestia czasu. Wyjątkiem może być para Gbp/Usd, gdyż tutaj obie waluty sprawią jednakowo silną pozycję.



Trzeci interesującym rynkiem jest Gbp/JPY. Tutaj grozi nam przełamanie arcyważnego oporu 240 Jenów za Funta. Jest to poziom najwyższy od 1998 roku.



Widzimy więc, iż rynki walutowe znajdują się obecnie w przełomowych miejscach. Na horyzoncie pojawiają się nam bardzo duże zmiany, mogące się lada chwila pojawić. W mojej ocenie czeka nas gwałtowne umacnianie się Dolara i Funta oraz równie gwałtowne osłabianie się Yena, Franka i Euro.

Teraz spójrzmy na rynek złota. Tydzień temu wspomniałem, iż: „Większe szansę upatruję przy grze na spadek ceny złota, przy czym trzeba być cierpliwym, by krótkich pozycji nie otworzyć za wcześnie. Jeśli w najbliższych dniach cena złota wzrośnie w okolice 630, co powinno towarzyszyć wejściu oscylatora w strefę wykupienia (przy założeniu, że taka zwyżka nie zmieni kierunku trendu sygnalizowanego wskaźnikiem MACD!), otwarcie krótkich pozycji nie powinno być wysoce ryzykowne, a zarobić będzie można nawet 30 Dolarów – spadek do 600.”. Wszystko było by zgodne z planem, gdyby nie to, że MACD zmieniło kierunek trendu na rosnący. Mimo to nadal starałbym się grać na spadek ceny złota tyle, że teraz z nieco większą ostrożnością.



Pora na rynek miedzi, gdzie trwa prawdziwa rzeź posiadaczy długich pozycji. Wszystkie trendy – począwszy od krótkoterminowych, poprzez średnioterminowy, a skończywszy na długoterminowym, wyraźnie się odwróciły. Oczywiście co jakiś czas pojawiać się będą

mocne korekty, które jednak powinny być wykorzystywane do otwierania krótkich pozycji. Posiadacze akcji KGHM SA mogą jedynie mieć nadzieję, iż koncern ten w porę ubezpieczył się przed spadającą ceną miedzi.



Na rynku ropy również mamy załamanie cen. Z punktu widzenia AT możliwy jest teraz spadek w okolice 47 Dolarów za baryłkę,

gdzie znajduje się wsparcie. Oporami technicznymi są poziomy 54 oraz 57.





Tradycyjnie przedstawiamy krzywą kapitału portfela inwestora indywidualnego, który od początku roku stosował sugerowaną przez nas strategię spekulacji. Wielokrotnie już wspominałem, iż spekulacja nie jest celem głównym dla firmy AFS. Transakcje spekulacyjne przeprowadzamy niejako przy okazji doradztwa przy zarządzaniu ryzykiem. Być może gdybyśmy więcej uwagi poświęcili spekulacji zamiast zarządzaniu ryzykiem, to krzywa kapitału pięłaby się w górę w szybszym tempie.

Dla nas jednak pierwszoplanowe znaczenie ma ochrona kapitału, ochrona marż dla importerów/eksporterów, zapewnienie spokoju dla przedsiębiorstw działających na rynkach zagranicznych. Spekulacja jest jedynie elementem dodatkowym. Nie silimy się wobec tego na pobijanie rekordów ustanawianych przez firmy wyspecjalizowane w spekulacji/tradingu.

Spójrzmy na wykres. Czerwona linia obrazuje dynamikę wartości portfela inwestora stosującego STRATEGIĘ przy maksymalnie dwukrotnej dźwigni finansowej. Niebieska linia przedstawia tak zwany dopuszczalny poziom ubytku kapitału. Przyjęto zasadę, iż

wartość portfela nie może ulec deprecjacji o więcej niż 10%. Niebieska linia wskazuje właśnie taki poziom, przy którym spadek wartości portfela (liczone od najwyższej wartości osiągniętej przez linię czerwoną) przekroczyłby wspomniane 10%.

Jak widzimy w chwili obecnej Max DD wynosi 5,63%. Bieżąca stopa zwrotu liczona jest jako przyrost kapitału od dnia 1 stycznia 2006. Maksymalna stopa zwrotu zaś, to stopa zwrotu takiego inwestora, który rozpocząłby stosowanie strategii w drugim tygodniu stycznia, kiedy to zanotowaliśmy pierwszy mocniejszy spadek krzywej kapitału (spadek poniżej poziomu 93).

Dodam jeszcze, iż jedyny cel jaki sobie postawiliśmy w firmie AFS to osiągnięcie wyniku zbliżonego do 20% w skali roku dla portfela nie korzystającego z dźwigni przy maksymalnym ryzyku (obsuw kapitału) nie przekraczającym 5%. Listopadowe straty sprawiają, iż plan nie zostanie wykonany. Stopa zwrotu wyniosła ostatecznie 13,67%, a DD sięgnął wartości 5,63%, czyli powyżej przyjętego progu bezpieczeństwa. Pierwsze dwa tygodnie nowego roku przyniosły 2,18% wzrost wartości portfela.



Dynamika krzywej kapitału (KK) portfela nie korzystającego z dźwigni



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.

Tak więc z początkiem nowego roku AFS wspólnie z BGC wprowadzają usługę zarządzania rachunkami na zlecenie Klienta. Strategia inwestycyjna będzie nadal ta sama, jaką obecnie stosujemy, lecz z lekkimi modyfikacjami. Przy zawieraniu każdej transakcji Klienti będą powiadamiani o tym fakcie za pośrednictwem SMS, lecz nie będą musieli już składać indywidualnie zleceń, lecz zlecenia zostaną złożone w ich imieniu. Przyspieszy to szybkość reakcji na pojawiające się okazje rynkowe, dzięki czemu możliwe stanie się „gra” na szybsze ruchy oraz stosowane będą węższe zlecenia stop-loss. Zainteresowanych prosimy o kontakt telefoniczny. Planujemy spotkanie w tej sprawie i omówienie zasad funkcjonowania takiej usługi w drugim tygodniu stycznia. Równoległe do usługi zarządzania rachunkami prowadzona będzie w dalszym ciągu usługa doradcza tak jak dotychczas. Każdy będzie mógł więc indywidualnie wybrać formę usługi – albo jedną, albo drugą, albo też dwie jednocześnie.

23 stycznia (wtorek) o godzinie 11:00 w sali A1 Centrum Bankowo Finansowego (I piętro budynku, naprzeciwko banku BPH) odbędzie się prezentacja zapowiadanego od dłuższego czasu produktu – zarządzanie rachunkiem klienta na zlecenie. Zainteresowanych prosimy o kontakt oraz o zgłaszanie swego uczestnictwa na adres afs@wgt.com.pl. Jeśli ktoś nie będzie mógł uczestniczyć w tym spotkaniu, a chciałby dowiedzieć się czegoś więcej na ten temat, proszę o kontakt mailowy lub/i telefoniczny bezpośrednio ze mną.

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 korytarza 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 przestawione w dół do 2,80-3,00 (w chwili gdy kurs spot spadł do 2,90), czyli o 10 groszy, za co zapłacono 7 groszy. Oznacza to, iż po uwzględnieniu tej transakcji w roku 2007 najwyższy kurs, po którym zostaną kupione Dolary nie przekroczy 3,07 – i jest to kurs budżetowy. Dół korytarza ograniczony opcjami PUT 2,90-2,85 (po przestawieniu są to opcje 2,80-2,75) oznacza, iż najniższym kursem, po którym będzie można kupić Dolary będzie 2,87-2,82 (3 grosze 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 na razie nie robili żadnych zabezpieczeń na cały rok 2007. Sytuacja bieżąca nie sprzyja tego typu decyzjom. W mojej ocenie warto poczekać cierpliwie na wzrost kursu Usd/Pln, by dopiero wtedy stworzyć szeroki korytarz. Gdyby udało się taką transakcję przeprowadzić po kursie spot 3,05, to dół korytarza ustalilibyśmy na poziomie 2,90 a górę na poziomie 3,20. Pozostaje więc poczekać. Jest szansa, by kurs 3,05 został osiągnięty. Gdy już przeprowadzimy takie zabezpieczenie, będzie można bezkarnie spekulować w ciągu roku nadmiarowym zabezpieczeniem.

I to wszystko jeśli chodzi o podsumowanie roku 2006 oraz planów na rok 2007 od strony transakcji zabezpieczających. Na końcu raportu podam jeszcze moje oczekiwania co do kształtowania się kursów w roku 2007.

		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 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
-CALL		4,18			4,097
F15					
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

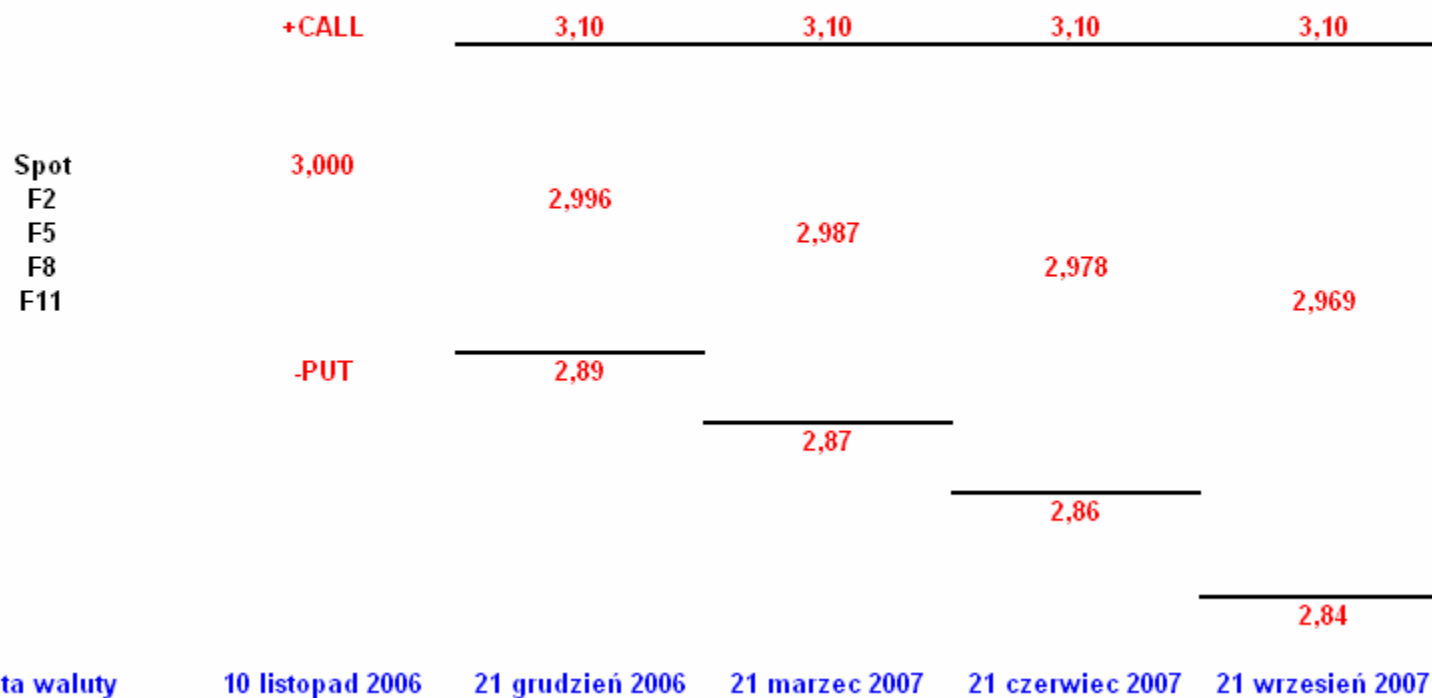
21 wrzesień 2007

Data spot
Kurs spot
Pkt SWAP 1 dzień

2006-11-10
3,0000
-1

Zabezpieczenie rocznego planu finansowego

Importer USD



Data waluty

10 listopad 2006

21 grudzień 2006

21 marzec 2007

21 czerwiec 2007

21 wrzesień 2007

Data spot
Kurs spot
Pkt SWAP 1 dzień

2006-11-15
3,8000
0,6

Importer EURO

	15 listopad 2006	21 grudzień 2006	21 marzec 2007	21 czerwiec 2007	21 wrzesień 2007
+CALL		4,00	4,00	4,00	4,00
F15					3,819
F12				3,813	
F9			3,808		
F6		3,802			3,64
Spot	3,80			3,63	
-PUT		3,60	3,62		

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 1,16. Maksymalny poziom 1,33 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 3,95-3,96.

4. Kurs Usd/Pln. Tutaj będziemy raczej trzymać się w okolicy 3,00. Nie powinniśmy spaść poniżej 2,80 oraz nie powinniśmy wzrosnąć powyżej 3,20. W takim przedziale 2,80-3,20 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 Funta w Polsce. Sądzę, iż Funt będzie silny podobnie jak Dolar. A to oznacza, iż nie należy się spodziewać spadku poniżej 5,55. Wzrosty zaś nie powinny być większe niż do 6,00. Najbardziej prawdopodobne w mojej ocenie jest utrzymanie się w okolicach 5,80.

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

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

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.

Jacek Maliszewski

mail to: JMaliszewski@bgcfx.com

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