

# Sławomir Zarębski

---

## Forex w strategiach inwestycyjnych małych i średnich przedsiębiorstw

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 63, 371-378

---

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach  
dozwolonego użytku.

*SŁAWOMIR ZARĘBSKI*

Uniwersytet Szczeciński

## **FOREX W STRATEGIACH INWESTYCYJNYCH MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW**

### **Wprowadzenie**

Nowoczesny, dobrze rozwinięty rynek finansowy znacząco zwiększa paletę możliwości inwestycyjnych jego uczestników. Osoby fizyczne oraz niefinansowe podmioty gospodarcze koncentrowały w przeszłości swoją uwagę na inwestycjach dokonywanych na rynku kapitałowym, pieniężnym oraz depozytowo-kredytowym, podczas gdy pozostałe segmenty rynku finansowego były niejako „zarezerwowane” dla profesjonalnych podmiotów sektora finansowego. Dotyczyło to głównie rynku transakcji terminowych oraz rynku transakcji walutowych. Ewolucja instrumentarium rynku finansowego oraz dynamiczny rozwój wykorzystywanych na tym rynku środków technicznych otworzyły oba wymienione segmenty operacyjne także dla inwestorów nieprofesjonalnych. Z powodu wysokiej atrakcyjności coraz częściej rynek walutowy staje się dla wielu takich inwestorów alternatywną formą miejsca dokonywania inwestycji finansowych.

W artykule przedstawiono analizę jednej z podstawowych kwestii związanych z uczestnictwem małych i średnich niefinansowych podmiotów gospodarczych na rynku walutowym, jaką jest wybór najodpowiedniejszej dla nich strategii inwestycyjnej. Dokonano specyfikacji i analizy przydatności – dla nieprofesjonalnych podmiotów gospodarczych – ogólnych i specyficznych dla FOREX-u strategii inwestycyjnych. Zaprezentowano także główne zalety i kategorie ryzyka rynku walutowego.

## 1. Inwestorzy nieprofesjonalni na rynku walutowym w Polsce

Możliwości i zakres uczestnictwa podmiotów gospodarczych w międzynarodowym obrocie walutowym (w tym poprzez giełdy walutowe) zależą nie tylko od uwarunkowań czysto ekonomicznych, dotyczących opłacalności transakcji walutowych, ale także od różnorodnych uwarunkowań o charakterze prawnym (prawo dewizowe) i strukturalnym (poziom rozwoju rynku finansowego).

Przepisy prawa dewizowego w Polsce zliberalizowano w 2002 roku<sup>1</sup>, dając polskim podmiotom gospodarczym między innymi uprawnienia do otwierania i prowadzenia kont bankowych w zagranicznych bankach oraz do zawierania transakcji walutowych, bezpośrednio i za pośrednictwem międzynarodowych instytucji finansowych, w procesie realizowania inwestycji walutowych na rynkach międzynarodowych. Polski rynek finansowy charakteryzuje się dynamicznym wzrostem aktywności biur maklerskich i brokerskich, wspomagających dokonywanie inwestycji przez nieprofesjonalne podmioty gospodarcze na rynku FOREX. Pozwala to na stopniowe przezwyciężanie jednej z podstawowych barier rozwoju tego segmentu rynku, jaką był przez wiele lat ubogi katalog ofert w tym zakresie przygotowanych przez polskie instytucje finansowe. Skutkowało to zaangażowaniem do operacji walutowych firm zagranicznych, co wprowadzało dodatkowe elementy ryzyka finansowego oraz podrażało koszty transakcji, wpływając ostatecznie na redukcję poziomu efektywności poszczególnych operacji. Od kilku lat polskie podmioty profesjonalne – wyposażone we współczesne środki komunikacji (poczta elektroniczna, telefonia komórkowa, elektroniczna transmisja danych) – mogą wykorzystywać liczne oferty zarówno dużych domów maklerskich (między innymi WBK, BRE, BOŚ, Pekao SA i ING), jak i licznych mniejszych, specjalistycznych firm brokerskich (na przykład X-Trade Brokers DM)<sup>2</sup>. Pozwala to na inwestowanie niekiedy na bardzo krótkie okresy nawet niewielkich środków finansowych i na wykorzystywanie licznych zalet inwestycji na rynku walutowym. Najważniejsze z tych zalet dotyczą możliwości:

- dokonywania zyskownych inwestycji zarówno w trakcie trwania hossy, jak i bessy na rynku finansowym,
- wykorzystywania wysokiego poziomu dźwigni finansowej dokonywanych transakcji, pozwalających na osiągnięcie wysokich zysków przy stosunkowo niewielkim poziomie inwestowanych środków,
- dywersyfikacji portfela inwestycyjnego,

---

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe, DzU 2002, nr 141, poz. 1178.

<sup>2</sup> M. Kwiatkowska, *Coraz łatwiej inwestować za granicą*, „Gazeta Prawna” z 29.02.2008, nr 43, s. 8.

- dokonywania efektywnych inwestycji, pozwalających zagospodarować krótkoterminowe nadwyżki zasobów finansowych (na przykład w skali jednej sesji giełdowej).

Przeprowadzanie inwestycji na rynku walutowym wiąże się także z licznymi (zarówno uniwersalnymi, jak i specyficznymi dla tego rynku) rodzajami ryzyka. Podstawowe formy ryzyka dla nieprofesjonalnych graczy, związane z dokonywaniem inwestycji na rynku FOREX, można skategoryzować w kilka podstawowych grup:

- ryzyko wynikające ze specyfiki przedmiotu obrotu na tym rynku (jakimi są tzw. pary walutowe),
- ryzyko wynikające z rodzaju wiedzy niezbędnej do prawidłowego rozpoznawania trendów na tym rynku,
- ryzyko wynikające ze specyficznego charakteru stosunków między klientem a maklerem na rynku walutowym,
- ryzyko finansowe będące wynikiem specyficznego sposobu dokonywania transakcji, opartego na bardzo wysokim poziomie lewarowania poszczególnych transakcji,
- ryzyko wynikające z występujących nieuczciwych praktyk maklerskich.

Istnienie tych kategorii ryzyka powoduje, że wejście na rynek walutowy przez podmiot niefinansowy powinno być zawsze poprzedzone szczegółową analizą zalet i wad prowadzenia tego typu inwestycji<sup>3</sup>.

## 2. Ogólne strategie inwestycyjne na rynku walutowym

W literaturze przedmiotu spotyka się różnorodne rodzaje strategii inwestycyjnych. Pod względem celu realizowanych inwestycji finansowych wyróżnia się często strategie: hedgingowe, arbitrażowe oraz spekulacyjne.

**Strategia hedgingowa** jest strategią przenoszenia ryzyka z podmiotów, które mają awersję do ryzyka, na podmioty, które chcą to ryzyko przejąć; przejście ryzyka odbywa się za odpowiednią opłatą<sup>4</sup>. Działanie hedgingowe ma na celu zabezpieczenie się przed niepożądanymi zmianami cen instrumentów finansowych (na przykład walut). Strategie hedgingowe są stosowane zarówno przez instytucje finansowe, jak i podmioty – głównie przedsiębiorstwa – które nie należą do sektora finan-

---

<sup>3</sup> Szerzej na temat charakterystyki poszczególnych rodzajów ryzyka na rynku walutowym, w: Sławomir Zarębski, *Forex as a place of financial investment for small and medium sized enterprises*, Service Management, Szczecin 2010, vol. 5, s. 81.

<sup>4</sup> Transakcja nazwana jest transakcją hedgingową z punktu widzenia podmiotu przenoszącego ryzyko na swojego kontrahenta, ta sama transakcja z punktu widzenia podmiotu przejmującego ryzyko ma charakter operacji spekulacyjnej i nazywana jest transakcją tradingową (tradingiem).

sowego. Obejmują one instrumenty rynku *spot*, jak i instrumenty rynku instrumentów pochodnych. Klasyczna strategia hedgingowa na rynku walutowym polega zwykle na zabezpieczeniu się przed ryzykiem niekorzystnych zmian kursowych, jest podstawową strategią przedsiębiorstw na tym rynku. Wiąże się ona zwykle z zabezpieczeniem realizowanych przez spółkę działań operacyjnych, głównie zakupu lub sprzedaży produktów na rynkach zagranicznych. Wykorzystanie w tym zakresie rynku walutowego uzależnione jest głównie od poziomu ryzyka walutowego związanego z daną transakcją, a także między innymi od wolumenu transakcji walutowej oraz od kosztów transakcyjnych związanych z daną operacją.

Rozwój rynku walutowego w kierunku umożliwienia dokonywania transakcji detalicznych może zwiększać partycypację na tym rynku nie tylko osób indywidualnych, ale także małych i średnich niefinansowych podmiotów gospodarczych. Chociaż w pewnych sytuacjach do realizacji operacji hedgingowych może zostać wykorzystany walutowy rynek operacji natychmiastowych (rynek *spot*), to podstawowym segmentem szeroko rozumianego rynku walutowego jest w tym przypadku rynek operacji terminowych. Podstawowymi instrumentami są w tym kontekście: walutowe kontrakty *forward* oraz opcje walutowe. Strategia hedgingowa w przypadku kontraktów *futures* umożliwia zabezpieczenie przed ryzykiem niekorzystnych zmian cen („blokowanie” ceny na stałym poziomie), ale nie daje korzyści dokonującemu operacji hedgingowej, gdy cena zmienia się w kierunku korzystnym. Inaczej jest w przypadku opcji, w której korzyści finansowe występują w sytuacji zmian cen w obu kierunkach.

**Strategia arbitrażowa** to rodzaj strategii inwestycyjnej rynku finansowego, która polega na jednoczesnym zakupie i sprzedaży identycznych (lub zbliżonych do siebie) instrumentów finansowych według różnych cen i na różnych rynkach. Cechą charakterystyczną strategii arbitrażowej jest to, że daje ona możliwość osiągnięcia zysku możliwie bez ryzyka; jest to efekt tego, że kupno i sprzedaż następują w tym samym momencie (choć na różnych rynkach), i stąd brak jest ryzyka niekorzystnej zmiany ceny przedmiotu transakcji. Strategia ta występuje głównie na rynkach walutowych (przeważnie na rynkach takich instrumentów, jak rynek opcji i rynek *futures*). Teoretyczną podstawą strategii arbitrażowej jest tak zwane prawo jednej ceny, które mówi, że to samo dobro nie może być sprzedawane po różnych cenach. Na rynku finansowym prawo jednej ceny jest interpretowane w taki sposób, że papiery wartościowe o równym ryzyku muszą mieć te same stopy zwrotu. Istotą wykorzystania w transakcjach walutowych strategii arbitrażowej jest występowanie chwilowych odstępstw od prawa jednej ceny; arbitrażysta kupuje po cenie niższej (lub sprzedaje po cenie wyższej) dobro, wywołując wzrost (spadek) popytu na to dobro i powodując odpowiednią zmianę ceny. Wykorzystanie przez podmioty niefinansowe (zwłaszcza małe i średnie) strategii arbitrażowej – ze względu na niewielką wartość jednostkową pojedynczej transakcji oraz na krótki okres występowania okazji arbitrażowych – jest bardzo trudne do realizacji. Praktycznie więc,

poza wyjątkowymi sytuacjami, realizacja transakcji arbitrażowych przez takie podmioty nie będzie możliwa.

**Strategia spekulacyjna** polega na przewidywaniu zmian cen na rynku finansowym (korzystnych trendów cenowych) i przeprowadzaniu operacji finansowych stosownie do tych przewidywań. Podstawowym celem strategii spekulacyjnej jest próba osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków dzięki akceptacji podwyższonego ryzyka (na przykład przez dokonywanie transakcji, w których brak jest symetryczności skutków transakcji rynkowej dla jej uczestników pod względem poziomu dochodów i ryzyka). Rynek walutowy jest ważnym obszarem spekulacji finansowych, jednak ten rodzaj inwestycji jest spotykany niemal w każdym segmencie rynku finansowego (rynek pieniężny, rynek kapitałowy, rynek instrumentów pochodnych). Ważną cechą spekulacji jest możliwość dokonywania operacji zarówno na rynku zwyżkującym (*bull speculation*), jak i na rynku zniżkującym (*bear speculation*). Wysoki poziom zysków spekulacyjnych (i jednocześnie znaczący poziom ryzyka) często związany jest z wykorzystaniem wysokiego poziomu dźwigni finansowej (*leverage*).

W praktyce to właśnie strategia spekulacyjna będzie najczęściej wykorzystywaną przez podmioty nieprofesjonalne ogólną strategią inwestycyjną spotykaną na rynku walutowym. Jest to też typ strategii o najbardziej rozbudowanym zestawie specyficznych strategii rynku walutowego.

### 3. Specyficzne strategie inwestycyjne rynku walutowego i wykorzystywanie ich przez podmioty niefinansowe

Można zaprezentować szereg różnych klasyfikacji strategii rynku walutowego, jednak podstawowy podział tych strategii związany jest horyzontem czasowym prowadzonych inwestycji. W tym kontekście można wyróżnić:

- spekulacyjne strategie krótkookresowe (*lobbing, scalping*),
- spekulacyjne strategie średnioterminowe (*momentum trading, swing trading*),
- spekulacyjne strategie długoterminowe.

**Krótkoterminowe strategie** inwestycyjne to strategie, których podstawowym celem jest osiągnięcie ponadprzeciętnych (nadzwyczajnych) wyników finansowych kosztem wysokiego poziomu ryzyka przeprowadzanych operacji. Każda strategia krótkookresowa powinna być elastyczna i zmieniać się równoległe do wahających się nastrojów i emocji rynkowych. Powinna się ona koncentrować na zmianie wartości kapitału w krótkich okresach i bazować na instrumentach posiadających najwyższy krótkoterminowy potencjał wzrostu. Poziom dywersyfikacji portfela nie jest tak istotny jak w przypadku strategii długoterminowej.

Krótkookresowe strategie rynku walutowego charakteryzują się wieloma cechami, które różnią się od analogicznych strategii rynku kapitałowego. Najistotniejsza różnica dotyczy krótszego horyzontu czasowego inwestycji walutowej w porównaniu z krótkookresowymi strategiami rynku kapitałowego (ich czas liczony jest raczej w sekundach lub minutach). Poziom oczekiwanych zysków z inwestycji na rynku FOREX jest znacznie niższy niż w przypadku operacji na rynkach niewalutowych (dziesiąte lub setne części procenta).

Walutowe strategie krótkookresowe są najczęściej wykorzystywanymi przez podmioty niefinansowe strategiami rynku walutowego. Ich realizowanie wymaga ścisłego przestrzegania wielu zaleceń praktycznych. Najważniejsze z tych zaleceń, przeznaczone dla podmiotów nieprofesjonalnych, obejmują<sup>5</sup>:

- konieczność ograniczenia się do najpłynniejszych i najlepiej poznanych kilku par walutowych,
- koncentrację momentów dokonywania transakcji na okresach o największej aktywności rynku,
- opieranie się na starannie przygotowanym planie inwestycji (dotyczącym między innymi rozmiaru operacji oraz prognozowania zysku) i wysokiej dyscyplinie stosowania tego planu,
- niezbędność odpowiedniego wyposażenia technicznego,
- zaangażowanie sprawnie wykonującego swoje obowiązki brokera walutowego,
- unikanie spekulacji w okresach publikowania ważnych danych ekonomicznych.

Dla podmiotów niefinansowych niewątpliwym utrudnieniem w sprawnym realizowaniu strategii krótkookresowej jest konieczność ciągłej obserwacji rynku. Strategia ta jest bardzo pracochłonna, zwłaszcza że liczba wykonywanych operacji jest bardzo wysoka (nawet kilkanaście lub kilkadziesiąt operacji dziennie).

Ponadto z powodu konieczności natychmiastowych reakcji za zmiany cen (notoryczne otwieranie i zamykanie pozycji, częste wymiany par walutowych, liczne zmiany pozycji inwestycyjnych) do prowadzenia tej strategii potrzebna jest także kadra o specyficznych cechach charakteru. Inwestor krótkookresowy na rynku walutowym musi cechować się refleksem, zdecydowaniem w podejmowaniu decyzji i ich realizowaniu, a także samodyscypliną i intuicją w zakresie bieżących zmian cen na rynku.

Kolejnym utrudnieniem w realizowaniu krótkookresowej strategii przez graczy „detalicznych” na rynku walutowym jest fakt, że uzyskanie dodatniego zwrotu z inwestycji walutowej w ich przypadku wymaga większego skoku ceny niż w przypadku graczy „hurtowych” (takich jak fundusze hedgingowe lub inne

---

<sup>5</sup> M. Galant, B. Dolan, *Currency Trading for Dummies*, Wiley Publishing, Inc., Hoboken 2007, s. 212.

instytucje finansowe). Jest to głównie efekt konieczności pokrycia kosztów transakcyjnych.

Walutowe **strategie średniookresowe** również charakteryzują się licznymi cechami swoistymi. Podobnie jak w przypadku strategii krótkookresowych, podstawowa specyfika jest związana z okresem inwestycyjnym. Na rynku FOREX średniookresowa strategia dotyczy inwestycji, które liczone są zwykle w godzinach (najczęściej – poniżej jednego dnia). Nieprofesjonalny inwestor realizujący taką strategię musi przede wszystkim charakteryzować się umiejętnościami o charakterze analitycznym (analiza techniczna), intuicją w zakresie przewidywania trendów średnioterminowych wybranych par walutowych i wyboru optymalnego momentu zawierania transakcji (otwarcie/zamknięcie pozycji), a także cierpliwością. Są to cechy znacząco odmienne niż w przypadku inwestora krótkookresowego. O ile w instytucjach finansowych poszczególne strategie mogą być realizowane przez różne osoby, o tyle w podmiotach nieprofesjonalnych zwykle jest to niemożliwe.

Wykonywanie walutowych strategii średniookresowych – w porównaniu ze strategiami krótkookresowymi – jest natomiast znacznie mniej pracochłonne. Ponadto z powodu znacznie mniejszej liczby wykonywanych operacji koszty transakcyjne są w tym przypadku znacząco niższe. W efekcie strategie średniookresowe na rynku walutowym są także stosunkowo często wykorzystywane przez podmioty niefinansowe.

**Strategie długookresowe** na rynku walutowym są przez nieprofesjonalistów relatywnie najrzadziej stosowane. Podmiotami dominującymi są tu najczęściej instytucje finansowe. Wynika to głównie z konieczności długotrwałego zamrożenia środków finansowych, gdyż okres inwestycji w przypadku realizowania tej strategii wynosi zwykle kilka tygodni lub miesięcy. Zwiększony jest także zakres trudności występujących przy dokonywaniu analiz, które opierają się na badaniu różnorodnych danych makroekonomicznych i analizie długoterminowych trendów rynkowych. Podstawowe przedmioty takiej analizy – cykle zmian stóp procentowych, cykle wzrostu gospodarczego, polityki kursowe państw, tak zwane elementy strukturalne (deficyty i nadwyżki budżetów centralnych i bilanse handlu zagranicznego)<sup>6</sup> – wymagają bardzo specjalistycznej wiedzy, rzadko posiadanej w dostatecznym stopniu przez pracowników w firmach niefinansowych.

## Podsumowanie

1. Ewolucja rynku walutowego skutkuje wchodzeniem na ten rynek, będący dotąd domeną dużych instytucji finansowych, coraz większej liczby podmiotów indywidualnych i przedsiębiorstw sektora niefinansowego. Giełdy

---

<sup>6</sup> *Ibidem*, s. 216.



- walutowe dla inwestorów nieprofesjonalnych (w tym małych i średnich przedsiębiorstw) znacząco zwiększają zakres możliwości lokowania głównie krótkookresowych nadwyżek środków obrotowych.
2. Inwestowanie na giełdach walutowych, dając inwestorowi liczne potencjalne korzyści, wiąże się jednak także z wysokim poziomem ryzyka, dlatego powinno ono być poprzedzone starannym wyborem sposobu uczestnictwa na tym rynku. Jedną z podstawowych kwestii związanych z partycypacją na rynku FOREX jest dobór optymalnej strategii inwestowania.
  3. Podmioty niefinansowe mogą wykorzystywać nowoczesne możliwości techniczne w celu rozszerzania swojego uczestnictwa w walutowej grze rynkowej nie tylko w charakterze podmiotu zainteresowanego hedgingiem walutowym, ale także w celu realizowania motywów czysto spekulacyjnych. Znacznie trudniejsze do wykorzystania będą dla tych podmiotów strategie o charakterze arbitrażowym.
  4. Najodpowiedniejsze dla podmiotów nieprofesjonalnych są spekulacyjne strategie o charakterze krótkookresowym (*lobbing*, *scalping*) oraz średniookresowym (*momentum trading*, *swing trading*). Ze względu na znacząco różny charakter strategii krótko- i średniookresowych podmioty niefinansowe mogą mieć niekiedy problemy z wykorzystywaniem obu tych strategii jednocześnie i będą zmuszone do dokonania wyboru strategii najbardziej dla nich odpowiedniej.

## **FOREX IN INVESTMENT STRATEGIES OF SMALL AND MEDIUM SIZED ENTERPRISES**

### **Summary**

Article examines some basic issues related to the participation of small and medium-sized, non-financial enterprises on the currency market. Short analysis of the suitability of some general and specific investment FOREX for non-professional traders has been conducted by the author. Main conditions for participation of non-professional investors at the foreign currency market, as well as key benefits and risks concerning this market has been also described.

*Translated by Sławomir Zarębski*