

Jolanta PASIONEK
Wojciech ZEMBURA

Rola danych makroekonomicznych na rynku Forex



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego
w Katowicach

Jolanta PASIONEK
Wojciech ZEMBURA

Rola danych makroekonomicznych na rynku Forex



Katowice 2023

Praca naukowa

Komitet redakcyjny

Janina Harasim (przewodnicząca), Monika Ogrodnik (sekretarz),
Małgorzata Pańkowska, Jacek Pietrucha, Irena Pyka, Anna Skórska,
Maja Szymura-Tyc, Artur Świerczek, Tadeusz Trzaskalik, Ewa Ziemia

Recenzent

Marcin Gruszczyński

Redakcja i korekta językowa

Beata Kwiecień

Skład tekstu

Marzena Safian

Projekt okładki

Janusz Gumulak

Ilustracja na okładce © BiancoBlue – Photogenica

ISBN 978-83-7875-842-6

doi.org/10.22367/uekat.9788378758426

© Copyright by Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2023



Publikacja na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa 4.0 Międzynarodowa
(CC BY 4.0), <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.pl>



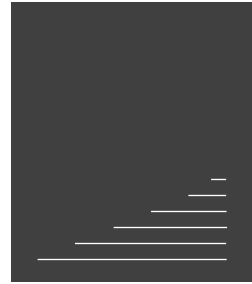
WYDAWNICTWO UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO W KATOWICACH

ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, tel.: +48 32 257-76-33

www.wydawnictwo.ue.katowice.pl, e-mail: wydawnictwo@ue.katowice.pl

Facebook: [@wydawnictwouekatowice](https://www.facebook.com/wydawnictwouekatowice)

Spis treści



Wstęp	5
Rozdział 1	
Rynek Forex we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym	7
1.1. Ewolucja rynku Forex	7
1.2. Rynek Forex i jego specyfika	9
1.2.1. Cechy charakteryzujące rynek Forex	9
1.2.2. Podmioty działające na rynku Forex	11
1.2.3. Przedmiot obrotu na rynku Forex – główne pary walutowe.....	16
1.2.4. Podstawowe pojęcia związane z rynkiem Forex	19
1.2.5. Typy zleceń składanych na rynku Forex	25
1.2.6. Najpopularniejsze style tradingu na rynku Forex	27
1.3. Rodzaje transakcji zawieranych na rynku Forex i ich charakterystyka	30
1.3.1. Kasowe transakcje wymiany walut (spot)	33
1.3.2. Terminowe transakcje wymiany walut (outright forward)	35
1.3.3. Swapy walutowe (FX swap).....	37
1.3.4. Dwuwalutowe transakcje wymiany płatności odsetkowych (swap walutowo-procentowy, Cross-Currency Interest Rate Swap – CIRS)	39
1.3.5. Opcje walutowe (FX option)	41
Rozdział 2	
Ewolucja polskiego rynku walutowego w latach 1989-2019	44
2.1. Przeobrażenia na polskim rynku walutowym	44
2.2. Obroty na rynku walutowym w Polsce.....	49
2.3. Transakcje na rynku walutowym w Polsce na tle globalnych obrotów	54

2.4. Charakterystyka transakcji zawieranych na krajowym rynku walutowym.....	58
2.4.1. Kasowe transakcje wymiany walut (spot)	60
2.4.2. Terminowe transakcje wymiany walut (outright forward)	61
2.4.3. Swapy walutowe (FX swap).....	62
2.4.4. Dwuwalutowe transakcje wymiany płatności odsetkowych (swap walutowo-procentowy, Cross-Currency Interest Rate Swap – CIRS)	64
2.4.5. Opcje walutowe (FX option)	65

Rozdział 3

Rola danych makroekonomicznych na rynku Forex

3.1. Rola danych makroekonomicznych jako determinantów reakcji kursów walutowych na rynku Forex – przegląd literatury	67
3.2. Charakterystyka najważniejszych danych makroekonomicznych	70
3.2.1. Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne	70
3.2.2. Wskaźniki opisujące rynek pracy	80
3.2.3. Wskaźniki opisujące sytuację na rynku nieruchomości	84
3.2.4. Wskaźniki pochodzące z sektora przedsiębiorstw	88
3.2.5. Wskaźniki opisujące decyzje producentów	94
3.2.6. Wskaźniki opisujące decyzje konsumentów	96
3.2.7. Wskaźniki dotyczące nastrojów konsumenckich	99
3.2.8. Wskaźniki regionalne banków zrzeszonych w Systemie Rezerwy Federalnej	102
3.2.9. Pozostałe wskaźniki makroekonomiczne	105
3.3. Reakcja kursu walutowego EUR/USD na publikację danych makroekonomicznych – studia przypadku	110
3.3.1. Zakres i metoda badania	110
3.3.2. Wpływ danych dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym na poziom kursu walutowego EUR/USD – studium przypadku	113
3.3.3. Wpływ danych dotyczących Indeksu ISM dla usług (ISM Services PMI) na poziom kursu walutowego EUR/USD	126

Zakończenie

Bibliografia

Spis rysunków

Spis schematów

Spis tabel

Spis wykresów

Wstęp



Przedmiotem rozważań podjętych w niniejszym opracowaniu jest rynek Forex i jego rozwój. Międzynarodowy rynek wymiany walut, w literaturze przedmiotu nazywany Forexem (Foreign Exchange), jest rynkiem globalnym, pozagieldowym, zdecentralizowanym zarówno pod względem ekonomicznym, geograficznym, jak i technicznym. Stanowi największy segment światowego rynku finansowego. Charakteryzuje się wysoką płynnością, ale również wysoką dynamiką i wielkością obrotów. Transakcje walutowe na rynku Forex dokonywane są równocześnie przez inwestorów z różnych regionów świata za pośrednictwem technologii informatycznych i telekomunikacyjnych. Rynek ten nie podlega kontroli żadnej międzynarodowej instytucji, niemniej jednak każdy kraj prowadzi indywidualny nadzór nad funkcjonowaniem krajowego rynku walutowego.

Problematyka podjęta w niniejszej pracy dotyczy najbardziej dynamicznego rynku, jakim jest rynek Forex. Zasadniczym celem opracowania było pokazanie rozwoju rynku walutowego, ze szczególnym uwzględnieniem rynku walutowego w Polsce. Istotnym elementem było także przedstawienie wyników badań nad rolą danych makroekonomicznych dla krótkookresowej reakcji kursów walutowych. Analiza wpływu danych makroekonomicznych na kształtowanie się kursów walutowych jest jednym z narzędzi wykorzystywanych przez praktyków rynkowych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, dlatego w opinii autorów tak ważne jest poznanie najistotniejszych danych makroekonomicznych z amerykańskiej gospodarki. W pracy postawiono następujące pytanie badawcze: czy publikacja danych ekonomicznych wpływa na rynek walutowy?

Opracowanie składa się z trzech rozdziałów. W rozdziale pierwszym zaprezentowano rozwój rynku walutowego we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym. Wyjaśniono specyfikę rynku Forex, dokonując systematyzacji wiedzy z tego obszaru. Skoncentrowano się na cechach rynku Forex, pod-

miotach działających na nim, podstawowych pojęciach związanych z rynkiem Forex oraz rodzajach zawieranych transakcji. Istotnym elementem tej części badań było przedstawienie roli głównych walut i najważniejszych par walutowych na rynku Forex.

W rozdziale drugim pokazano ewolucję rynku walutowego w Polsce, zwracając szczególną uwagę na przeobrażenia, jakie zaszły na polskim rynku walutowym. Dokonano również charakterystyki instrumentów transakcyjnych na rynku Forex.

Przedmiotem rozważań, zaprezentowanych w rozdziale trzecim, była krótkookresowa reakcja kursów walutowych w reakcji na publikację danych makroekonomicznych. Omówiono wyniki badań dotyczących wpływu danych makroekonomicznych na kształtowanie się kursu walutowego w świetle światowej literatury. Dokonano także charakterystyki najważniejszych danych makroekonomicznych z gospodarki amerykańskiej. Przedstawiono także reakcję kursu walutowego EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w Stanach Zjednoczonych.

Książka zawiera zarówno wiedzę teoretyczną, jak i praktyczną, dlatego może być wykorzystana przez studentów różnych kierunków ekonomicznych i pokrewnych oraz słuchaczy studiów podyplomowych związanych z problematyką rynku walutowego. Ze względu na jej walory praktyczne książka może być także adresowana do pracowników instytucji finansowych, związanych z działalnością na rynku Forex, jak również do inwestorów indywidualnych. Książkę polecamy również osobom, które dopiero zaczynają bądź chciałyby rozpocząć swoją przygodę z inwestowaniem na rynku Forex.

Wyrażamy nadzieję, że niniejsza pozycja spełni Państwa oczekiwania w zakresie rynku Forex oraz pomoże lepiej zrozumieć zachodzące w nim procesy i zasady jego funkcjonowania.

Autorzy

Rynek Forex we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym

1

Rozdział

1.1. Ewolucja rynku Forex

Rozpad systemu z Bretton Woods był kluczowy dla powstania współczesnego międzynarodowego rynku walutowego, a w konsekwencji dla powstania systemu wielodewizowego [Janicka, 2009, s. 177-178]. Większość krajów wysoko rozwiniętych upłynniła kursy walut. Kraje rozwijające się pozostały przy kursach stałych, usztywniając jednak wartość swych walut w stosunku do waluty jednego z kluczowych partnerów handlowych, ewentualnie względem koszyka walut głównych partnerów handlowych [Szopa, 2012, s. 29]. System wielodewizowy umożliwił dalszą ewolucję międzynarodowego rynku walutowego.

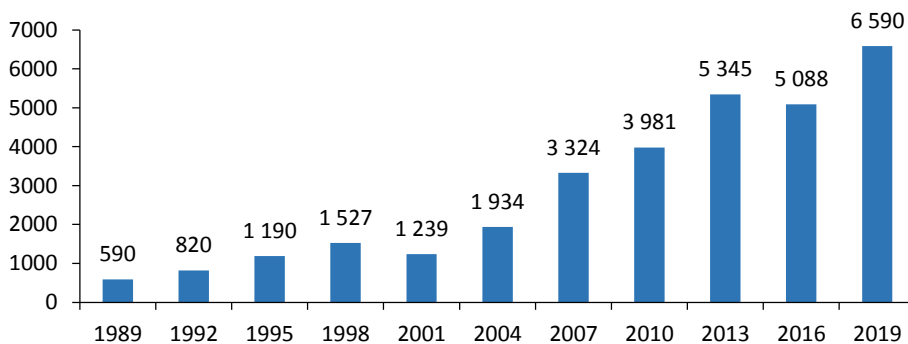
Innym czynnikiem, który od lat 80. XX wieku determinował rozwój rynku walutowego, było stopniowe znoszenie kontroli dotyczącej przepływów kapitałowych, co ułatwiło inwestorom dostęp do kapitałów zagranicznych. Liberalizacja rynków finansowych przyspieszyła wzrost kapitalizacji i wolumenu obrotów na rynku walutowym, ale wywołała znaczną zmienność kursów walutowych [NBP, 2010, s. 12].

Dynamiczny rozwój rynku Forex był wynikiem wielu następujących po sobie bądź też równocześnie działających procesów, do których można zaliczyć, oprócz wspomnianych wyżej, w głównej mierze także:

- rewolucję informatyczną i teleinformatyczną, której towarzyszył proces komputeryzacji społeczeństw,
- dynamiczny rozwój nowoczesnych technologii, w tym również technologii teleinformatycznych,
- dynamiczny rozwój oraz upowszechnienie Internetu.

W latach 80. XX wieku nastąpił spektakularny wzrost obrotów na międzynarodowym rynku walutowym. Zgodnie z danymi zawartymi w raportach Banku Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements, BIS), średnie dzienne obroty na tym rynku wzrosły z 590 mld USD w 1989 roku do 6 590 mld USD w 2019 roku [BIS, 1996, s. 3; BIS, 2016, s. 9]. Szczegółowe dane dotyczące wartości średnich dziennych obrotów na międzynarodowym rynku walutowym między 1989 a 2019 roku zaprezentowano na wykresie 1.

Wykres 1. Średnie dzienne obroty na międzynarodowym rynku walutowym Forex w latach 1989-2019 (w mld USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 1996, s. 3; BIS, 2013, s. 9; BIS, 2016, s. 9; BIS, 2019, s. 9].

W świetle danych dotyczących średnich dziennych obrotów na międzynarodowym rynku walutowym rynek Forex charakteryzuje się niezwykle dynamicznym wzrostem. Na przestrzeni trzech dekad spadek obrotów odnotowano tylko dwa razy. Po raz pierwszy nastąpiło to między 1998 a 2001 rokiem w wyniku pojawienia się w obiegu bezgotówkowym w dniu 1 stycznia 1999 roku nowej waluty – euro, a konsolidacja w systemie bankowym pogłębiła spadek aktywności. W latach 2013-2016 spadek obrotów na rynku Forex był wynikiem aprecjacji dolara amerykańskiego, która spowodowała spadek obrotów w walucie innej niż dolar amerykański [BIS, 2016, s. 4]. Zmniejszenie wielkości obrotów na rynku walutowym było również skutkiem wprowadzonej w 2013 roku przez Bank Japonii ekspansywnej polityki monetarnej, której celem miało być pobudzenie japońskiego wzrostu gospodarczego. W wyniku tych działań handel walutami krzyżowymi jena, tj.: USD/JPY, EUR/JPY oraz JPY/AUD, uległ skurczeniu [BIS, 2016, s. 4].

1.2. Rynek Forex i jego specyfika

1.2.1. Cechy charakteryzujące rynek Forex

Globalny charakter rynku Forex sprzyja jego szybkiemu rozwojowi. Międzynarodowy rynek walutowy wyróżnia się cechami, które przekładają się na jego specyfikę.

Rynek Forex jest przede wszystkim rynkiem pozagiełdowym, czyli rynkiem typu over-the-counter (OTC market) [Oziewicz, 2006, s. 178; Bieliński, 2013, s. 208]. Współczesny rynek walutowy nie jest umiejscowiony geograficznie, a transakcje walutowe mogą być dokonywane w różnych regionach świata [Rubaszek i Serwa, 2009, s. 22; Świerkocki, 2011, s. 188]. Zatem Forex jest rynkiem zdecentralizowanym zarówno pod względem ekonomicznym, geograficznym, jak i technicznym [Oziewicz, 2006, 178].

Rynek ten działa nieprzerwanie przez 24 godziny na dobę, a transakcje walutowe realizowane są od godz. 23.00 w niedzielę do godz. 22.00 w piątek czasu środkowoeuropejskiego. Rynek nie przestaje funkcjonować nawet w okresie świąt, dając inwestorom nieustanną możliwość zawierania transakcji i włączenia się do inwestowania o każdej porze dnia i nocy. Takie reguły funkcjonowania rynku sprawiają, że rynek Forex poddawany jest permanentnym i silnym wpływom nowych informacji i wydarzeń.

Otwarcie rynku Forex następuje w niedzielę o godz. 23.00, wówczas rozpoczyna się handel w rejonie Azji i Pacyfiku. Większą część inwestycji stanowią wówczas transakcje reprezentujące waluty poszczególnych państw tego rejonu. W dalszej kolejności do inwestowania włączają się inwestorzy z kontynentu europejskiego. Czas trwania sesji europejskiej przypada na drugą połowę sesji azjatyckiej oraz pierwszą połowę sesji amerykańskiej. Sesja europejska rozpoczyna się w drugiej połowie sesji azjatyckiej i trwa do pierwszej połowy sesji amerykańskiej. Ostatnimi podmiotami włączającymi się do inwestowania na rynku Forex są inwestorzy z Ameryki Północnej. W trakcie trwania sesji amerykańskiej ogłaszane są najistotniejsze dane makroekonomiczne, wpływające w największym stopniu na kurs dolara. Wówczas największą część inwestycji stanowią transakcje z dolarem w parze. Zamknięcie rynków amerykańskich kończy dzień inwestycyjny, który ponownie otwiera się sesją w Azji. Schemat 1 pokazuje funkcjonowanie rynku Forex (według czasu środkowoeuropejskiego).

Schemat 1. Czas otwierania się poszczególnych sesji na rynku Forex

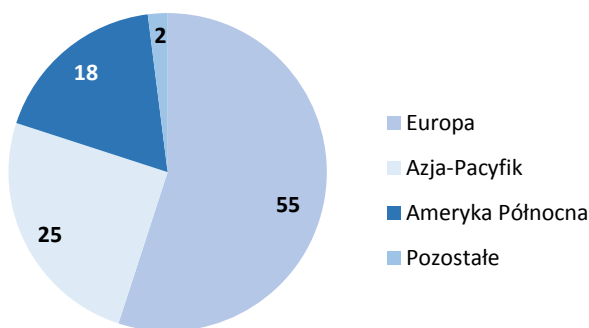
Godzina według czasu środkowoeuropejskiego																															
23	24	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22								
Azja i Pacyfik																															
											Europa																				
															Ameryka Północna																
											Największa aktywność i płynność																				
											Najniższe spready																				
											Prawie 65% wartości obrotu dobowego																				

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Garner, 2012, s. 9; Gau i Wu, 2017, s. 236].

Na sesji europejskiej, która charakteryzuje się największą aktywnością i płynnością, realizowanych jest 65% wartości obrotów dobowych. Olbrzymie obroty są realizowane przez europejskie centra finansowe, a wyższa płynność sprawia, że spready są niższe.

Rynek Forex ma zasięg globalny. Największe centra finansowe zlokalizowane są w Europie, a ich udział w inwestycjach na rynku walutowym w 2019 roku wyniósł ponad 55%. W 2019 roku udział państw Azji i Pacyfiku w inwestycjach forexowych wyniósł 25%, a centr finansowych z Ameryki Północnej 18%. Udział pozostałych gospodarek wyniósł zaledwie 2%. Udział poszczególnych regionów świata w transakcjach na rynku Forex odzwierciedlono na wykresie 2.

Wykres 2. Udział poszczególnych regionów świata w transakcjach na rynku Forex w 2019 roku (w %)



Źródło: [BIS, 2019, s. 14].

Do największych europejskich centr finansowych należą Londyn, Paryż, Frankfurt i Zurych. Tylko instytucje finansowe z London City generują obroty przekraczające 43%, stając się tym samym niekwestionowanym liderem inwestycji na rynku Forex [BIS, 2019, s. 14]. Z kolei największe ośrodki finansowe z Azji i Pacyfiku zlokalizowane są w Japonii, Singapurze, Hongkongu, Australii

oraz Nowej Zelandii. Największe centra finansowe Ameryki Północnej zlokalizowane są w Nowym Jorku i Chicago.

Mówiąc o rynku Forex, należałoby również wspomnieć o różnicach pomiędzy rynkiem akcji a rynkiem walutowym. W tabeli 1 pokazano najważniejsze różnice w funkcjonowaniu tych obu rynków.

Tabela 1. Rynek Forex vs rynek akcji

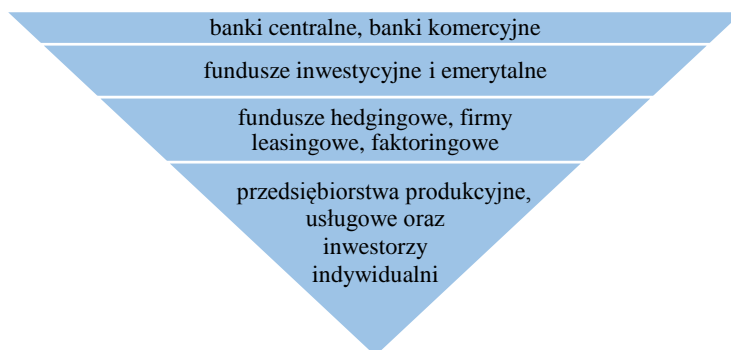
Cechy charakterystyczne	Gielda	Forex
Wkład własny	Całkowity	Znacznie mniejszy niż wartość transakcji
Dźwignia	Brak	Od 1:100, 1:200 i więcej
Pozycje	Długa Krótka	Długa Krótka
Możliwości zarobkowania	Brak możliwości zarabiania na hossach	Możliwość czerpania zysków zarówno na hossach, jak i na bessach
Płynność rynku	Znacznie mniejsza niż na rynku Forex	To największy finansowy rynek świata o bardzo dużej płynności
Strata	Możliwy cały kapitał	Nigdy cały kapitał (30% zawsze pozostaje na rachunku)
Lokalizacja	Gieldy w poszczególnych państwach	Brak
Możliwości handlu	Od 8.30 do 17.05	24 h / dobę

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Lien, 2008, s. 7; Lien, 2016, s. 4-5].

1.2.2. Podmioty działające na rynku Forex

Najważniejszymi uczestnikami na rynku Forex są: banki centralne i komercyjne, fundusze inwestycyjne, emerytalne, hedgingowe, firmy leasingowe i faktoringowe, a także przedsiębiorstwa i inwestorzy indywidualni.

Rysunek 1. Podmioty uczestniczące w transakcjach na rynku Forex



Źródło: Opracowanie własne.

Głównymi podmiotami działającymi na międzynarodowym rynku walutowym Forex są:

- duże banki komercyjne,
- banki centralne poszczególnych krajów,
- inne instytucje finansowe i niebankowe instytucje finansowe,
- instytucje niefinansowe,
- spekulanci i arbitrażyści.

Duże banki komercyjne (np. Bank of America, Barclays, Crédit Suisse, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan, Société Générale) stanowią najważniejszą i największą grupę inwestorów. Transakcje zawierane przez tę grupę sięgają setek milionów dolarów [Najlepszy, 2000, s. 36-38]. W 2019 roku w Polsce aktywne uczestnictwo na rynku Forex deklarowało 13 banków¹. Cel ich działalności na rynku Forex jest różny, ale wśród zasadniczych powodów można wskazać:

- chęć osiągnięcia zysku; banki zwykle zarabiają na różnicach kursowych, wykorzystując spread walutowy,
- możliwość inwestowania na międzynarodowym rynku walutowym na własny rachunek w celu uzupełniania zapasów danej waluty oraz dokonania wymiany walut między bankami,
- zawieranie transakcji w imieniu i na rachunek swoich zamożnych klientów,
- głównymi klientami tego typu są przedsiębiorstwa produkcyjne czy handlowe oraz osoby fizyczne, chcące inwestować na giełdach zagranicznych,
- obsługa klientów, takich jak m.in. korporacje transnarodowe, klienci indywidualni czy turyści; usługi finansowe i doradcze związane m.in. z potrzebą finansowania zaciąganych przez klientów kredytów hipotecznych w obcej walucie czy też dokonywania transakcji kupna-sprzedaży walut [Eiteman, Moffett i Stonehill, 2004, s. 73; Świerkocki, 2011, s. 176; Bieliński, 2013, s. 210].

Banki centralne² odgrywają bardzo dużą rolę na rynku walutowym, m.in. dlatego, że są odpowiedzialne za kreację waluty będącej przedmiotem obrotu.

¹ Alior Bank SA, Bank Gospodarstwa Krajowego, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, BNP Paribas Bank Polska SA, BNP Paribas SA Oddział w Polsce, Deutsche Bank Polska SA, ING Bank Śląski SA, mBank SA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Santander Bank Polska SA, Société Générale SA Oddział w Polsce. Zob. [NBP, 2019, s. 21].

² Uczestnikami rynku walutowego są następujące banki centralne: Central Bank of Argentina, Bank of Lithuania, Reserve Bank of Australia, Central Bank of Luxembourg, Central Bank of the Republic of Austria, Central Bank of Malaysia, Bank of Mexico, Bahrain Monetary Agency, Netherlands Bank, National Bank of Belgium, Reserve Bank of New Zealand, Central Bank of Brazil, Central Bank of Norway, Bulgarian National Bank, Central Reserve Bank of Peru, Bank of Canada, Bangko Sentral ng Pilipinas, Central Bank of Chile, Narodowy Bank Polski, People's Bank of China, Bank of Portugal, State Administration of Foreign Exchange, National Bank of Romania, Central Bank of China, Central Bank of the Russian Federation, Bank of the Republic, Czech National Bank, Saudi Arabian Monetary Authority, Danmarks Nationalbank,

Obecność banków centralnych na rynku walutowym wynika z ich zadań, w tym w zakresie oddziaływania na kurs walutowy, głównie w celu:

- a) utrzymania jego stabilności,
- b) niedopuszczenia do jego nadmiernej aprecjacji bądź deprecjacji,
- c) prowadzenia działań na rzecz osłabienia własnej waluty, jak np. w przypadku działań podjętych przez Bank Japonii w 2010 roku,
- d) obrony określonego poziomu kursu waluty.

Banki centralne podejmują działania na rynku Forex także w celu realizacji wyznaczonej polityki walutowej. Ponadto instytucje te wykorzystują międzynarodowy rynek walutowy do zarządzania swoimi rezerwami [Reuters, 2001a, s. 57; www 1].

Niebankowe instytucje finansowe stanowią dość ważną grupę uczestników międzynarodowego rynku walutowego. Udział tej grupy w obrotach na rynku Forex na przestrzeni kilku lat charakteryzuje najbardziej dynamiczny wzrost. Do niebankowych instytucji finansowych zalicza się:

- firmy ubezpieczeniowe, firmy leasingowe,
- mniejsze banki,
- domy maklerskie, firmy brokerskie,
- fundusze inwestycyjne i emerytalne [Rubaszek i Serwa, 2009, s. 23].

Do głównych motywów uczestnictwa tych instytucji w transakcjach na rynku Forex można zaliczyć:

- chęć osiągania zysków na własny rachunek i rachunek swoich klientów, za pośrednictwem wykorzystania efektu dźwigni finansowej,
- możliwość realizacji bezpośrednich inwestycji zagranicznych,
- budowanie portfela inwestycyjnego, składającego się z zagranicznych aktywów finansowych, np. aby zakupić zagraniczne obligacje skarbowe czy akcje zagranicznych spółek, należy najpierw zakupić na rynku walutowym daną walutę.

Spośród tej grupy jedynie firmy brokerskie nie zawierają bezpośrednio żadnej transakcji, a działają na zlecenie banku i innych klientów. Ich rolą jest pośredniczenie w transakcjach między dwoma stronami. Mają za zadanie kojarzenie ofert kupna-sprzedaży walut. Zapewniają wzrost płynności oraz lepszą efektywność rynku walutowego. Zarabiają na prowizjach pobieranych za pośrednictwo

Monetary Authority of Singapore, Bank of Finland, Bank of France, National Bank of Slovakia, Deutsche Bundesbank, South African Reserve Bank, Bank of Greece, Bank of Spain, Hong Kong Monetary Authority, Sveriges Riksbank, Magyar Nemzeti Bank, Statistics Sweden, Reserve Bank of India, Swiss National Bank, Bank Indonesia, Bank of Thailand, Central Bank of Ireland, Central Bank of the Republic of Turkey, Bank of Israel, Bank of Italy, Bank of England, Bank of Japan, Federal Reserve Bank of New York, Bank of Korea, Bank of Latvia, Central Bank of the United Arab Emirates [BIS, 2019, s. 28].

w transakcji [Chrabonszczewska i Kalicki, 1996, s. 86; Reuters, 2001b, s. 57; Bieliński, 2013, s. 210].

Instytucje niefinansowe stanowią równie ważną grupę inwestorów, która odnotowuje coraz większy udział w rynku walutowym. Do grupy tej należą przedsiębiorstwa (korporacje transnarodowe) oraz sektor publiczny (administracja skarbu państwa, instytucje publiczne, rządy państw) [Rubaszek i Serwa, 2009, s. 23].

Czynnikami zachęcającymi przedsiębiorstwa do uczestnictwa w transakcjach na rynku Forex są:

- zakup waluty obcej na potrzeby wynikające z prowadzonej działalności importowej i eksportowej,
- zakup waluty obcej na potrzeby realizowanych inwestycji, np. zakup zagranicznych maszyn czy urządzeń wymaga posiadania zagranicznej waluty,
- transfer zysków, np. z dywidend,
- wykorzystywanie dostępnych narzędzi w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym,
- osiąganie jak największego zysku z zawieranych pozycji [Reuters, 2001b, s. 20; Bieliński, 2013, s. 210].

Z kolei dla sektora publicznego motywy skłaniające do uczestnictwa w transakcjach na rynku Forex to:

- zakup waluty zagranicznej głównie w celu spłaty długu zagranicznego,
- realizacja celów polityki gospodarczej,
- przeprowadzanie operacji wymiany walut, dokonywanie przelewów w obcej walucie oraz do zarządzania państwowymi rezerwami walutowymi.

Spekulanci walutowi i arbitrażyści stanowią bardzo dużą i ważną grupę uczestników międzynarodowego rynku walutowego [Świerkocki, 2011, s. 191]. Spekulanci umożliwiają innym uczestnikom zawieranie transakcji na rynku Forex, gwarantując niskie koszty zamiany walut. Rynek walutowy stanowi dla nich doskonałe źródło zwiększenia dochodów. Głównym celem ich działalności jest pomnażanie kapitału dzięki wykorzystaniu przewidywań zmian kursów walut. Spekulanci, kupując waluty, których wartość ich zdaniem będzie rosła, a sprzedając te, których wartość będzie spadała, świadomie akceptują ryzyko. Często sami wywołują zmianę kursów walut, angażując bardzo duże środki finansowe. Z kolei arbitrażyści zarabiają, nabywając waluty na tańszym rynku, a sprzedając na droższym [Osiński, 2010, s. 93; Bieliński, 2013, s. 210].

W świetle klasyfikacji podmiotów stosowanej w raportach dotyczących międzynarodowego rynku walutowego wyróżnia się zasadniczo: instytucje sprawozdające, pozostałe instytucje finansowe oraz instytucje niefinansowe. Do instytucji sprawozdających zalicza się: duże banki inwestycyjne i komercyjne, a także domy maklerskie [BIS, 2019, s. 18]. Do grupy pozostałych instytucji

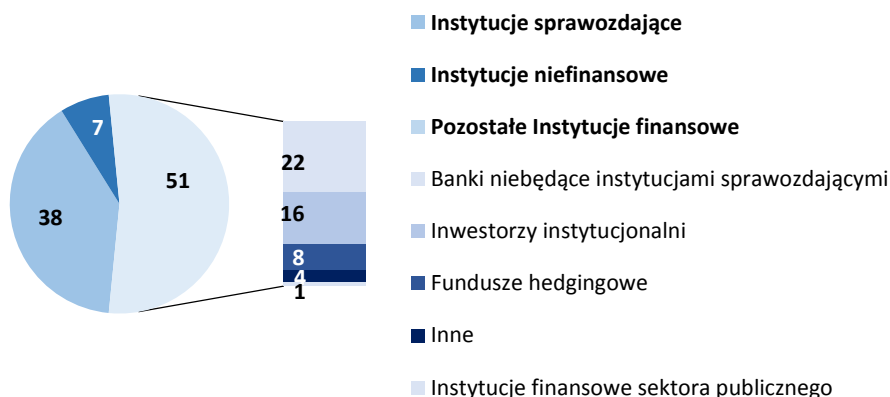
finansowych zalicza się wszystkie te instytucje finansowe, które nie zostały sklasyfikowane jako instytucje sprawozdające. Należą do nich:

- banki niebędące instytucjami sprawozdającymi, tj.: mniejsze banki komercyjne, inwestycyjne, spółdzielcze, państwowe oddziały instytucji kredytowych,
- inwestorzy instytucjonalni: fundusze inwestycyjne, emerytalne, zakłady ubezpieczeniowe, zakłady reasekuracji, fundacje, fundusze hedgingowe,
- instytucje finansowe sektora publicznego: banki centralne, międzynarodowe instytucje finansowe sektora publicznego, banki rozwoju (Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju, Europejski Bank Inwestycyjny), agencje rozwoju,
- firmy leasingowe, faktoringowe i inne podmioty finansowe, których nie da się zaklasyfikować do żadnej z grup.

Do grupy instytucji niefinansowych należą wszyscy pozostali kontrahenci: przedsiębiorstwa produkcyjne, usługowe oraz klienci detaliczni [BIS, 2019, s. 18].

Rynek Forex łączy banki, instytucje finansowe, korporacje oraz inwestorów indywidualnych [Archer, 2008, s. 3]. Wykres 3 prezentuje strukturę podmiotową transakcji zawieranych na rynku Forex.

Wykres 3. Struktura podmiotowa obrotów na rynku Forex w 2019 roku (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2019, s. 7].

Na rynku tym dominują transakcje zawierane z pozostałymi instytucjami finansowymi. W 2019 roku stanowiły one 51%. Duża część transakcji zawierana jest z instytucjami sprawozdającymi. W 2019 roku było to 38%. Udział transakcji zawieranych z instytucjami niefinansowymi jest stosunkowo niski i w 2019 roku wynosił 7%.

Rynek Forex należy do najlepiej zintegrowanych rynków w skali międzynarodowej, a jednocześnie do najtańszych, gdyż kosztem zawieranych transakcji są jedynie spready. Funkcjonowanie międzynarodowego rynku walutowego nie pod-

lega nadzorowi żadnej instytucji, ale w każdym kraju kontrolę nad funkcjonowaniem transakcji sprawuje odpowiednia agencja rządowa.

1.2.3. Przedmiot obrotu na rynku Forex – główne pary walutowe

Inwestowanie na rynku Forex oznacza zawieranie transakcji kupna-sprzedaży określonej pary walutowej. Przedmiotem obrotu są pary walutowe, w związku z tym zakup jednej waluty oznacza jednoczesną sprzedaż waluty drugiej. Inwestowanie opiera się na wykorzystaniu różnic kursowych pomiędzy dwoma walutami. Zatem zawsze ma się do czynienia z parą walutową, dokładniej z wymianą jednej waluty na drugą.

Wyróżnia się dwa rodzaje walut: walutę bazową oraz walutę kwotowaną. Zawsze jako pierwszą podaje się walutę bazową, następnie walutę kwotowaną. Inwestor kupuje walutę bazową (jednocześnie sprzedaje walutę kwotowaną) według kursu podanego po lewej stronie kwotowania, z kolei sprzedaż waluty bazowej (jednoczesne kupno waluty kwotowanej) odbywa się według kursu podanego po prawej stronie kwotowania.

W zależności od kraju, w którym waluta jest kwotowana, wyróżniamy dwa sposoby kwotowania kursów walutowych:

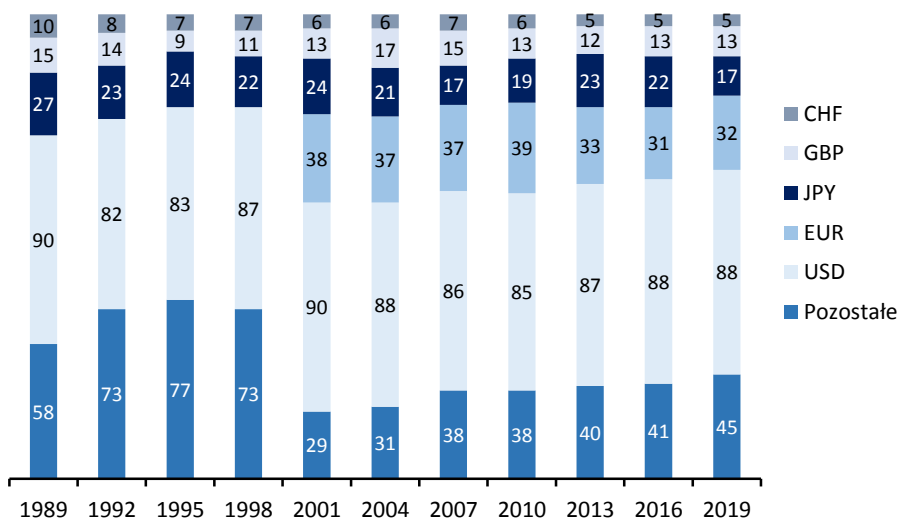
1. Kwotowanie pośrednie, które polega na kwotowaniu stałej ilości waluty krajowej względem zmiennej ilości waluty obcej. Innymi słowy to wartość waluty krajowej wyrażona w jednostkach waluty obcej. Kwotowanie to pokazuje ile jednostek waluty krajowej potrzeba do nabycia jednostki waluty obcej.
2. Kwotowanie bezpośrednie, w przypadku którego stała ilość waluty obcej kwotowana jest względem zmiennej ilości waluty krajowej. Innymi słowy, to cena jednostki waluty obcej za jednostkę waluty krajowej. Kwotowanie to pokazuje ile jednostek waluty obcej można nabyć za jednostkę waluty krajowej.

EUR/PLN wynosi 4,52 (co oznacza, że za jedno euro musimy zapłacić 4,52 PLN). Z punktu widzenia Polaka takie kwotowanie będzie kwotowaniem pośrednim, gdyż wiemy ile musimy zapłacić za jednostkę waluty zagranicznej w walucie krajowej. Natomiast z punktu widzenia Niemca takie kwotowanie będzie kwotowaniem bezpośrednim, gdyż dla niego będzie to wyrażenie wartości waluty krajowej w walucie obcej – będzie wiedział ile może otrzymać złotych za jedno euro, natomiast nie będzie wiedział, ile euro należy zapłacić za jedną złotówkę.

Na rynku Forex można zawierać transakcje na każdej parze walutowej. Najbardziej aktywną walutą, czyli walutą, na której dokonuje się najwięcej transakcji, jest dolar amerykański. Wynika to z faktu, iż gospodarka amerykańska jest nadal największą na świecie pod względem produkcji w wartości nominalnej i ma determinujący wpływ na sytuację polityczno-gospodarczą na świecie. Duże zainteresowanie dolarem jest związane z dominującą rolą dolara jako głównej waluty rezerwowej oraz z potrzebą posiadania tej waluty w celu regulowania należności z tytułu handlu zagranicznego oraz z realizowaniem inwestycji na globalnych rynkach finansowych [Chinn i Frankel, 2005, s. 2-23; Goldberg i Tille, 2008, s. 177-181; Posen, 2008, s. 78-79].

Nadal większość należności względem państw trzecich finalizowana jest w dolarach. Ponadto dolar amerykański jest główną walutą rezerw dewizowych gromadzonych przez państwa. Obok dolara, głównymi walutami na rynku Forex są: euro, jen japoński, funt szterling oraz frank szwajcarski. Na wykresie 4 pokazano udział najpopularniejszych walut w transakcjach na międzynarodowym rynku walutowym Forex. Należy zaznaczyć, że w każdej transakcji biorą udział dwie waluty, zatem suma udziałów procentowych poszczególnych walut wynosi 200%.

Wykres 4. Struktura walutowa zawieranych transakcji w latach 1989-2019 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2002, s. 9; BIS, 2013, s. 10; BIS, 2016, s. 10; BIS, 2019, s. 10].

Waluty drugorzędne to waluty krajów uprzemysłowionych o mniejszym znaczeniu, są to np.: korona norweska, korona szwedzka, korona duńska, dolar australijski czy dolar nowozelandzki.

Na rynku Forex funkcjonuje jeszcze pojęcie walut surowcowych, do których zalicza się pięć walut krajów w dużej mierze uzależnionych od eksportu surowców. Walutami tymi są: dolar australijski (AUD), dolar kanadyjski (CAD), korona norweska (NOK) oraz dolar nowozelandzki (NZD).

W badanym okresie największy udział w obrocie walutami miała waluta USD. Udział ten waha się od 82% do 90%. Do 1998 roku stosunkowo duże znaczenie miały pozostałe waluty, do których zaliczono m.in. część walut europejskich. Od 1 stycznia 1999 roku inauguracja euro w transakcjach bezgotówkowych spowodowała spadek udziału walut pozostałych na rzecz euro.

W praktyce rynkowej wyróżnia się następujące typy par walutowych:

- główne pary walutowe (pierwszorzędne waluty), tzw. majors,
- drugorzędne, tzw. minors (krosy krzyżowe, tzw. cross),
- egzotyczne, tzw. exotic.

Główne pary walutowe to te, w skład których wchodzi najpopularniejsza waluta świata, czyli dolar amerykański. Najpopularniejszymi parami walutowymi na rynku Forex są: EUR/USD, USD/JPY i GBP/USD.

Transakcje zawierane są również na innych parach walutowych, określanych jako drugorzędne, nazywanych także crossami. Kursy krzyżowe to nazwa pary walutowej, w której żadna z walut nie jest dolarem amerykańskim [Garner, 2012, s. 206]. Mogą występować w konfiguracji z:

- euro, jak np.: EUR/AUD, EUR/CAD, EUR/CHF, EUR/GBP czy EUR/NZD,
- jenem, jak np.: AUD/JPY, CAD/JPY, CHF/JPY, GBP/JPY, EUR/JPY czy NZD/JPY,
- funtem szterlingiem, jak np.: GBP/AUD, GBP/CAD, GBP/CHF czy GBP/NZD,
- dolarem australijskim, jak np.: AUD/CAD, AUD/CHF czy AUD/NZD.

Istnieją jeszcze inne pary krzyżowe, jednak ich udział w obrotach jest znikomy.

Na rynku Forex funkcjonuje również pojęcie egzotycznych par walutowych. Termin odnosi się do walut krajów rozwijających się. Waluty te mają niewielki udział w rynku Forex. Zwykle są to pary walutowe, których walutą bazową lub kwotowaną są waluty najmniej rozwiniętych gospodarczo państw. Cechą charakterystyczną tych par jest bardzo niska płynność, będąca m.in. skutkiem niewielkiego zainteresowania tymi walutami ze strony inwestorów. Handel omawianymi parami walutowymi jest intensywny wyłącznie w momencie otwarcia lokalnych rynków. Są to np. pary walutowe: USD/PLN, USD/BRL, USD/MNX, USD/TRY, USD/CZK, USD/HUF, USD/CNY czy USD/ZAR.

W tabeli 2 pokazano procentowy udział poszczególnych par walutowych w transakcjach zawieranych na rynku Forex.

Tabela 2. Udział poszczególnych par walutowych w transakcjach na rynku Forex w latach 1992-2019 (w %)

Para walutowa	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
EUR/USD	x	x	x	30	28	27	28	24	23	24
EUR/JPY	x	x	x	3	3	3	3	3	2	2
EUR/GBP	x	x	x	2	2	2	3	2	2	2
EUR/CHF	x	x	x	1	2	2	2	1	1	1
EUR/inne	x	x	x	2	2	4	4	3	4	3
USD/JPY	20	21	18	20	17	13	14	18	18	13
GBP/USD	10	7	8	10	13	12	9	9	9	10
USD/CHF	6	5	5	5	4	4	4	3	3	3
USD/inne	46	49	55	24	25	29	30	32	34	38
Pozostałe pary walutowe	18	17	11	2	3	4	4	5	4	4
Łącznie	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 11; BIS, 2019, s. 11].

Na rynku Forex funkcjonuje także potoczne nazewnictwo niektórych par walutowych. W tabeli 3 pokazano wybrane pary walutowe i ich potoczne nazwy.

Tabela 3. Pary walutowe i ich potoczne określenia

Para walutowa	Pełna nazwa pary walutowej	Potoczna nazwa pary walutowej
AUD/USD	dolar australijski / dolar amerykański	Aussie / Ozzie
EUR/NOK	euro / korona norweska	Euro nokkie
EUR/USD	euro / dolar	Edek, Edward, Ed czy Fiber
EUR/SEK	euro / korona szwedzka	Euro stokkie
GBP/USD	funt brytyjski / dolar amerykański	Cable (Kabel), Sterling
USD/CAD	dolar amerykański / dolar kanadyjski	Loonie
USD/CHF	dolar amerykański / frank szwajcarski	Swissy
USD/JPY	dolar amerykański / jen japoński	Ninja, Gopher
USD/NZD	dolar amerykański / dolar nowozelandzki	Kiwi

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Garner, 2012, s. 207].

1.2.4. Podstawowe pojęcia związane z rynkiem Forex

Omawiając rynek Forex, należy przedstawić podstawowe terminy z nim związane: cenę ask i cenę bid, depozyt zabezpieczający, interwał czasowy, lukę cenową (lukę otwarcia), mechanizm dźwigni finansowej, pips, pozycję długą, pozycję krótką, punkt, transakcję rolowania, widełki cenowe (spread), wolumen transakcji (lot).

Cena ask i cena bid. Na rynku Forex każde kwotowanie podawane jest w postaci dwóch cen. Cena ask to cena, po której oferowana jest dana waluta, czyli jest to cena kupna danej waluty [Person, 2007, s. 258]. Cena bid to cena, po której sprzedawana jest dana waluta, czyli jest to cena sprzedaży danej waluty. Cena ask jest zawsze większa od ceny bid. Na wykresie 5 pokazano cenę ask i cenę bid.

Wykres 5. Cena kupna (ask) i cena sprzedaży (bid) na przykładzie



Źródło: Opracowanie własne.

Należy pamiętać, że zajmując pozycję długą, transakcja zostanie otwarta po cenie ask (cena kupna), natomiast zamknięta po cenie bid (cena sprzedaży). Jeśli jednak zajmujemy pozycję krótką, transakcja zostanie otwarta w tym wypadku po cenie bid (cena sprzedaży), a zamknięta po cenie ask (cena kupna).

Zależność tą najlepiej wyjaśnić na przykładzie: Jeśli wykres na parze walutowej EUR/USD pokazuje 1,0613 / 1,0617, oznacza to, że cena kupna wynosi 1,0617, a cena sprzedaży jest równa 1,0613. W tym przypadku za każde sprzedane euro otrzymamy 1,0613 dolara amerykańskiego, a za każde kupione euro zapłacimy 1,0617 dolara amerykańskiego.

Depozyt zabezpieczający to środki pieniężne zablokowane na rachunku pod otwarte pozycje. W momencie potwierdzenia zawarcia określonej transakcji środki są blokowane, a przy jej zamknięciu odblokowywane. Im większa dźwignia finansowa, tym mniejszy depozyt zabezpieczający. Wielkość dźwigni ma wpływ tylko na depozyt zabezpieczający. Wartość pipsa pozostaje taka sama dla każdej dźwigni. Depozyt zabezpieczający stanowi procent (zazwyczaj od 1% do 10%) wartości nominalnej kontraktu. Oznacza to, że przy dźwigni finansowej (lewarze) 100:1 i depozycie zabezpieczającym w wysokości 1%, można zawie-

rać transakcje na 100 tys. USD, faktycznie posiadając tylko 1 tys. USD. Na przykład posiadając 56 tys. PLN, po kursie 1 USD = 2,8 PLN, przy 1% depozycie zabezpieczającym i dźwigni finansowej 100:1, można inwestować na kwocie 2 mln USD, która w momencie wyjściowym stanowi równowartość 5,6 mln PLN [Michałowski, 2012, s. 126]. Należy przy tym pamiętać, że dźwignia finansowa działa w dwie strony. Można więc w szybkim tempie dużo zarobić, ale również dużo stracić [Sopoćko, 2005, s. 133-135].

Sposób obliczania depozytu przy dźwigni 1:100

1. 1.5 lota EUR/PLN = 150 000 EUR : 100 = 1500 EUR = depozyt zabezpieczający
 - a) dla rachunku w PLN depozyt wyniesie 1500 EUR x 4,1500 (kurs EUR/PLN) = 6225 PLN
 - b) dla rachunku w USD depozyt wyniesie 1500 EUR x 1,1200 (kurs EUR/USD) = 1680 USD
2. 1 lot EUR/USD = 100 000 EUR : 100 = 1000 EUR = depozyt zabezpieczający
 - a) dla rachunku w PLN depozyt wyniesie 1000 EUR x 4,1500 (kurs EUR/PLN) = 4150 PLN

Sposób obliczania depozytu przy dźwigni 1:200

1. 0.03 lota GBP/USD = 3000 GBP : 200 = 15 GBP = depozyt zabezpieczający
 - a) dla rachunku w PLN depozyt wyniesie 15 GBP x 5,8500 (kurs GBP/PLN) = 87,75 PLN
 - b) dla rachunku w USD depozyt wyniesie 15 GBP x 1,5600 (kurs GBP/USD) = 23,40 USD
2. 2.5 lota USD/CHF = 250 000 USD : 200 = 1250 USD = depozyt zabezpieczający
 - a) dla rachunku w PLN depozyt wyniesie 1250 USD x 3,7054 (kurs USD/PLN) = 4631,75 PLN

Sposób obliczania depozytu przy dźwigni 1:888

1. 0.4 lota USD/CHF = 40 000 USD : 888 = 45,05 USD = depozyt zabezpieczający
 - a) dla rachunku w PLN depozyt wyniesie 45,05 USD x 3,7054 (kurs USD/PLN) = 166,93 PLN
2. 7 lotów EUR/USD = 700 000 USD : 888 = 788,29 USD = depozyt zabezpieczający
 - a) dla rachunku w PLN depozyt wyniesie 788,29 USD x 3,7054 (obecny kurs USD/PLN) = 2920,93 PLN

Interwał czasowy to jednostka czasu, w jakiej dokonywany jest pomiar ceny. Na rynku Forex wyróżniamy: M1 – jednodominutowy, M5 – pięciominutowy, M15 – piętnastominutowy, M30 – trzydziestominutowy, H1 – godzinowy, H4 – czterogodzinowy, D1 – dzienny, W1 – tygodniowy, MN – miesięczny.

Luka otwarcia (weekendowa) to zmiana poziomu ceny w sytuacji, gdy pomiędzy zamknięciem a otwarciem rynku na czas weekendu niemożliwe było przeprowadzanie transakcji. Luka otwarcia pojawia się najczęściej w momencie otwarcia sesji azjatyckiej, czyli w przypadku polskiego inwestora w niedzielę w nocy. Jest ona konsekwencją sobotnio-niedzielnich wydarzeń. Nigdy żaden inwestor nie będzie w stanie przewidzieć, co wydarzy się podczas weekendu i jak te ewentualne wydarzenia wpłyną na kurs poszczególnych walut, ale taką ewentualność należy wziąć pod uwagę i w kalkulować w strategię inwestycyjną. Luka ta może pojawić się także w czasie tygodnia handlowego, w momencie publikacji danych makro znacząco odbiegających od prognoz.

Mechanizm dźwigni finansowej umożliwia generowanie znacznego zysku, nawet przy inwestowaniu niewielkich środków finansowych i przy stosunkowo małych zmianach cen instrumentu bazowego [Michałowski, 2012, s. 126]. Dźwignia finansowa (lewar) daje nam możliwość otwarcia pozycji o znacznie większej wartości niż posiadany przez inwestora kapitał. To szansa na zwiększenie ewentualnych zysków (jak i strat), nawet przy niewielkiej zmienności. Najpopularniejszą wielkością dźwigni na rynku Forex jest 1:100. Na rynku Forex inwestorzy często korzystają jeszcze z dźwigni na poziomie 1:200, 1:500, 1:888. Niestety takie poziomy dźwigni finansowej nie są dostępne dla polskiego inwestora, gdyż została ona zmniejszona przez KNF. KNF, sprawując nadzór nad funkcjonowaniem rynku walutowego w Polsce, dnia 16 lipca 2015 roku ograniczyła dźwignię finansową do poziomu 1:100. Ograniczenie to obowiązuje wszystkie firmy inwestycyjne prowadzące działalność maklerską w Polsce [www 2].

Pipsem (*price interest point*) lub inaczej punktem bazowym w terminologii rynku walutowego określa się najmniejszą jednostkę, o jaką może zmienić się kurs danej waluty [Butcher, 2010, s. 300-305]. W kantorze zmiana kursu danej waluty podawana jest np. w groszach, natomiast na rynku Forex zmiany te liczone są właśnie w pipsach. Za pipsa uważa się cyfrę z czwartego miejsca po przecinku (0,0001) lub drugiego w przypadku par z jenem (0,01). Wartość pipsa zależy od wolumenu zlecenia (lot) oraz od instrumentu transakcyjnego. Wynika on z waluty kwotowanej (drugiej w parze). Poniższy przykład zamieszczony w tabeli 4 pozwoli lepiej zrozumieć, czym jest pips.

Tabela 4. Jednostka zmiany kursu

Jednostki zmiany kursu	Nazewnictwo stosowane na rynku Forex
0,0001	Jeden pips (pip, tik lub punkt)
0,0010	10 pipsów (dziesięć punktów)
0,0100	Jedna figura (kurs musi kończyć się na cyfrach 00)
0,1000	Dziesięć figur

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Reuters, 2001b, s. 230].

Jeżeli zatem kurs danej pary walutowej zmienił się z 1,2350 na 1,2380, to oznacza, że kurs tej pary walutowej wzrósł o 30 pipsów. Jeżeli zaś zmienił się z 1,2350 na 1,2250, to oznacza, że kurs tej pary walutowej spadł o 100 pipsów.

Przykład

Sposób obliczania 1 pipsa dla pary walutowej EUR/USD to 0,0001 (czwarte miejsce po przecinku):

- dla transakcji 1 lota (100 000) na EUR/USD 1 pips jest wart 10 USD,
- każda zmiana kwotowania o 1 pipsa (0,0001) przy takim wolumenie spowoduje zmianę na rachunku o 10 USD.

Sposób obliczania 1 pipsa dla pary walutowej USD/PLN to 0,0001 (czwarte miejsce po przecinku):

- dla transakcji 0.1 lota (10 000) na USD/PLN 1 pips wart jest 1 PLN,
- każda zmiana kwotowania o 1 pipsa (0,0001) przy takim wolumenie spowoduje zmianę na rachunku o 1 PLN.

Pozycja długa to kupno danej pary walutowej (Long, Buy). Dokonujemy zakupu jednej waluty za drugą lub na odwrót. Otwieramy wówczas pozycję długą na EUR/PLN, co oznacza, że kupujemy euro za złotówki. Jest otwierana, gdy zakładamy wzrost kursu danej waluty.

Pozycja krótka to sprzedaż danej pary walutowej (Short, Sell). Otwieramy wówczas pozycję krótką na EUR/PLN, co oznacza, że kupujemy złotówki za euro. Jest otwierana, gdy zakładamy spadek kursu danej waluty.

Punkt to jedna dziesiąta pipsa. Obecnie na rynku Forex zdecydowana większość par walutowych jest kwotowana do pięciu miejsc po przecinku. 1/10 pipsa oznacza, że 1 pips to 10 punktów. Punkt oznacza zmianę ceny o 0,00001 (5 miejsc po przecinku), np. 5 pipsów = 50 punktów; 0,7 pipsa = 7 punktów.

Transakcja rolowania to dwie dodatkowe operacje finansowe związane bezpośrednio z otwartą pozycją. Konieczności rolowania podlegają wszystkie pozycje, które nie zostały zamknięte w danym dniu do godziny 24.00 i zostają przeniesione na następny dzień inwestycyjny³. Kwota dodatnia (powiększająca stan rachunku) lub ujemna (obniżająca stan rachunku) dzięki operacji rolowania może być w zależności od typu otwartej pozycji zyskiem bądź stratą. Zyski oraz straty wynikające z takiej operacji zależą od wielkości transakcji – im jest ona większa, tym wyższy zysk lub strata.

³ W Stanach Zjednoczonych rolowaniu podlegają pozycje, które nie zostały zamknięte do godz. 17.00 (według czasu ET). Godzina ta wyznacza bowiem koniec bieżącego międzynarodowego dnia handlowego i początek następnego (nowego).

Widelki cenowe (spread) stanowią różnicę pomiędzy ceną kupna (ask) a ceną sprzedaży (bid). Spread jest jednym z głównych kosztów transakcji. Im mniejszy, tym niższe koszty transakcyjne. Podczas publikacji najważniejszych danych makroekonomicznych spready niektórych par walutowych mogą znacznie wzrosnąć [Archer, 2010, s. 51]. Na rynku Forex transakcje zawierane są na parach walutowych. Załóżmy, że para walutowa EUR/USD kwotowana jest po kursie kupna 3,7504, a cena sprzedaży wynosi 3,7469, zatem w tym konkretnym przykładzie $\text{spread} = 0,0035$, czyli 35 pipsów. Spread jest jednym z powodów, dla których zaraz po otwarciu dowolnej pozycji w polu zysk widoczna jest strata. Dopiero gdy cena zmieni się o 35 pipsów zgodnie z oczekiwaniem inwestora, wówczas transakcja zacznie generować zyski. Na wykresie 6 pokazano wyliczony spread dla przykładowej transakcji.

Wykres 6. Sposób obliczania spreadu dla przykładowej transakcji



Źródło: Opracowanie własne.

Rozpiętość widełek cenowych uzależniona jest od brokera oraz od danej pary walutowej. Ogólnie rzecz biorąc im płynniejsza para walutowa, tym węższe widełki i odwrotnie. Warto o tym pamiętać, zwłaszcza wtedy, gdy planuje się zawierać transakcje na mniej płynnych parach walutowych lub na niektórych crossach.

Wolumen transakcji (lot) to jednostka transakcyjna stosowana na rynku Forex. Jest jednostką określającą wielkość transakcji. Zazwyczaj jeden lot to transakcja opiewająca na 100 tys. waluty pierwszej w parze, dla EUR/USD to 100 tys. EUR [Zembura, 2010, s. 432-448]. Kupując 1 lota na EUR/USD, kupu-

jemy 100 000 EUR za dolary. Kupując 1 mini lota (0.1 lota), kupujemy 10 000 EUR za dolary, czyli jest to 10-krotnie mniejsza transakcja od standardowego lota (100 000 * 0,1). Dane zamieszczone w tabeli 5 pozwolą lepiej zrozumieć pojęcie lota i sposób jego przeliczania.

Tabela 5. Wielkość lota z przelicznikami dla pary walutowej EUR/USD

Lot	Odpowiednik	1 pips
1 lot	100 000 EUR	10 USD
10 lotów	1 000 000 EUR	100 USD
mini lot; 1/10 lota; 0,1 lota	10 000 EUR	1 USD
mikro lot; 1/100; 0,01 lota	1 000 EUR	0.1 USD
nano lot; 1/1000; 0,001 lota	100 EUR	0.01 USD

Źródło: Opracowanie własne.

Przykłady

Przykład 1. Kupujemy 10 lotów na EUR/USD, czyli kupujemy 1 000 000 EUR za dolary. Każda zmiana wartości pary walutowej EUR/USD o 1 pipsa to zmiana o 100 USD, a zmiana o 10 pipsów to zmiana o 1000 USD.

Przykład 2. Kupujemy 1 mikro lota (0.01 lota) na EUR/USD, czyli kupujemy 1 000 EUR za dolary. Każda zmiana wartości pary walutowej EUR/USD o 1 pipsa to zmiana o 0.1 USD, a zmiana o 10 pipsów to zmiana o 1 USD.

1.2.5. Typy zleceń składanych na rynku Forex

Na rynku Forex inwestorzy mogą składać różne typy zleceń. W tabeli 6 scharakteryzowano najważniejsze z nich.

Tabela 6. Możliwe typy zleceń składanych na rynku Forex i ich charakterystyka

Typy zleceń	Cechy charakterystyczne
1	2
Zlecenie typu market order – zawarcia transakcji po cenie rynkowej	<ul style="list-style-type: none"> – jest podstawowym typem zlecenia, – spowoduje wejście lub wyjście z rynku przy obowiązujących poziomach kursów walutowych, – stosowane, gdy akceptujemy aktualną cenę rynkową, – należy starać się unikać tego typu zleceń, gdyż w praktyce rynkowej w momencie gwałtownych zmian kursu (podczas publikacji istotnych danych makroekonomicznych) może okazać się, że zlecenie nie zostanie zrealizowane po cenie, jaką widzimy w momencie składania zlecenia
Zlecenie typu take profit – realizacji zysków	<ul style="list-style-type: none"> – jest stosowane celem realizacji zysku z zawartej transakcji, – umożliwia określenie poziomu, dla którego transakcja zostanie automatycznie zamknięta, przynosząc inwestorowi zysk, – zwykle składa się je zaraz po otwarciu pozycji, – umożliwia skorzystanie z opcji automatycznej realizacji zysków tylko z części otwartej pozycji, zatem realizujemy zysk, czekając jak rozwinię się sytuacja na rynku,

cd. tabeli 6

1	2
	<ul style="list-style-type: none"> - przy jego wykorzystaniu inwestor może automatycznie zrealizować zysk po dwóch różnych kursach, - w przypadku zajęcia pozycji długiej take profit ustawiamy (ustalamy punkt aktywacyjny) zawsze powyżej aktualnie obowiązującego kursu, zaś w przypadku pozycji krótkiej – odwrotnie
<p>Zlecenie typu limit order – z limitem ceny</p>	<ul style="list-style-type: none"> - stosowane w momencie chęci wejścia na rynek lub wyjścia z niego po z góry ustalonym kursie, - umożliwia automatyczne otwarcie nowej pozycji, - polega na określeniu limitu do jakiego godzimy się na realizację transakcji – zawierając pozycje długą (kupno), ustalamy limit powyżej aktualnie obowiązującej ceny, a zawierając pozycję krótką, limit ten ustalamy poniżej aktualnie obowiązującej ceny, - należy do zleceń składanych z wyprzedzeniem, - przez praktyków rynkowych określane jako zlecenie składane, aby po wejściu na rynek wyjść z niego z zyskiem
<p>Zlecenie typu stop loss order – ograniczania strat</p>	<ul style="list-style-type: none"> - jest stosowane celem zabezpieczenia się przed ryzykiem, - tego typu zlecenie aktywuje się, w momencie gdy nastąpi niekorzystna dla inwestora zmiana kursu walutowego, - powoduje natychmiastowe zamknięcie pozycji, która w danym momencie przynosi straty, - polega na ustaleniu poziomu, w którym nastąpić ma automatyczne zamknięcie pozycji, gdy kurs danej pary walutowej będzie zmierzać niezgodnie z oczekiwaniami inwestora, - stosowane w momencie wchodzenia na rynek lub wychodzenia z niego, - w przypadku zajęcia pozycji długiej stop loss ustawiamy (ustalamy punkt aktywacyjny) zawsze poniżej aktualnie obowiązującego kursu, zaś w przypadku pozycji krótkiej – odwrotnie
<p>Zlecenie trailing stop – podążające (kroczące)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - jest zleceniem podążającym za aktualnym trendem, - bardzo korzystne w momencie otwartej pozycji, gdy kurs zmierza zgodnie z oczekiwaniami inwestora, - zlecenia trailing stop dotyczą wyłącznie jednego kierunku, - z chwilą jego aktywacji przesuwa się tak długo, jak długo będzie rósł kurs pary walutowej, której dotyczy, - jest szczególnie przydatne, gdy posiadamy otwartą pozycję, a sytuacja na rynku odpowiada oczekiwaniom zlecającego transakcję / zawierającego pozycję
<p>Zlecenie one-cancels-the-other OCO – anulujące zlecenie / jedno zlecenie anuluje drugie</p>	<ul style="list-style-type: none"> - to zlecenie, które anuluje inne zlecenie, przy czym realizacja / aktywacja jednego z nich natychmiast anuluje drugie zlecenie, - jest dobrym sposobem na otwarcie pozycji niezależnie od trendu rynkowego, - stanowi swego rodzaju połączenie zlecenia take profit i zlecenia stop loss, - dzięki korzystaniu z tego typu zlecenia inwestorzy nie pozostaną z otwartą pozycją, kiedy jedno zlecenie zostało zrealizowane, powodując tym samym zamknięcie wcześniej otwartej pozycji i anulowanie drugiego zlecenia
<p>Zlecenia typu contingent orders – warunkowe (wiązane)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - jego specyfika polega na łączeniu kilku typów zleceń w jedno, - zwykle wykorzystywane jest w sytuacji niemożności ciągłego obserwowania notowań rynkowych, - zlecenie to polega na tym, że realizacja pierwszej części zlecenia natychmiast aktywuje drugą część zlecenia, - druga część zlecenia zawiera zwykle zlecenia take profit, stop loss czy zlecenie typu OCO, - dzięki możliwości zastosowania tego typu zlecenia inwestorzy mogą starać się zbudować kompleksową strategię inwestycyjną

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Martinez, 2007, s. 25-28; Hull, 2008, s. 35-36; Garner, 2012, s. 107-117; Aziz, 2018, s. 54].

W tabeli 6 dokonano charakterystyki najczęściej stosowanych typów zleceń. To, z jakich typów korzystają poszczególni inwestorzy, zależy wyłącznie od obranej strategii i ich osobistych preferencji. Nie należy jednak zapominać o konieczności stosowania zleceń stop loss i take profit. W dużym stopniu mogą one przyczynić się do ograniczania strat z inwestycji na rynku Forex.

1.2.6. Najpopularniejsze style tradingu na rynku Forex

Na rynku Forex istnieje wiele różnych stylów inwestowania. Do najczęściej stosowanych przez praktyków rynkowych zalicza się: scalping, news trading, day trading, swing trading oraz trading pozycyjny. Różnica pomiędzy poszczególnymi stylami zależy od charakteru transakcji, a także od czasu jej trwania. Należy mieć świadomość, iż poszczególne style inwestycyjne mają charakter umowny.

Scalping. Stanowi odmianę day tradingu. Przy scalpingu, podobnie jak w przypadku day tradingu, pozycje otwierane i zamykane są tego samego dnia. Scalping polega na zawieraniu bardzo dużej liczby transakcji w ciągu jednego dnia, które zwykle kończą się kilku- lub kilkunastopipsowym zyskiem bądź stratą. W jego przypadku należy stosować bliskie stop lossy i take profity. Scalping jest bardzo wymagającym stylem tradingu, ponieważ pozycja jest otwarta zaledwie od kilku sekund do kilku minut najwyżej. Wymaga to od inwestora dużego skupienia, precyzji oraz umiejętności szybkiego podejmowania decyzji. Trading ten nazywany jest tradingiem sekundowym bądź minutowym. Skalperzy najczęściej opierają się na analizach, wykorzystując wykresy z interwałem minutowym (M1) lub pięciominutowym (M5). Głównym narzędziem wspomagającym decyzje inwestycyjne jest zwykle analiza techniczna. Należy pamiętać, że w momencie publikacji kluczowych danych makroekonomicznych trading powinien być przerwany. Scalping odbywa się zazwyczaj na jednej parze walutowej. Najczęściej transakcje skupiają się wokół głównych par walutowych: EUR/USD, GBP/USD lub USD/JPY. Powodem jest ich duża płynność, niezbędna przy tego typu transakcjach. Scalping jest jednym z najtrudniejszych sposobów inwestowania, wymaga od inwestora dużej dyscypliny i odporności psychicznej. Początkujący traderzy raczej powinni unikać tego stylu tradingu.

Scalping może być dobrą strategią dla uczestników rynku, którzy:

- potrafią spędzić przed komputerem cały dzień,
- nie mają wystarczającej cierpliwości, aby być traderem pozycyjnym,

- potrafią szybko myśleć i błyskawicznie dostosować się do sytuacji,
- lubią dostarczać prowizję swojemu brokerowi (zawierając transakcje, dostarczamy prowizje brokerowi; im więcej transakcji, tym więcej prowizji).

News trading. Ten styl tradingu polega na zawieraniu transakcji opierając się na wiadomościach rynkowych i ich wpływie na niektóre pary walutowe. News trading zaliczany jest do tradingu krótkoterminowego. Handel ten odbywa się zwykle na najbardziej płynnych parach walutowych, zaliczanych do głównych par walutowych na rynku Forex (jak np. EUR/USD, USD/GBP, USD/JPY, USD/CHF). Waluty te są również najbardziej podatne na publikację danych makroekonomicznych. W news tradingu analizowana jest reakcja kursu danej pary walutowej na niespodziankę makroekonomiczną⁴. Im jest ona większa, tym przypuszczalnie większa reakcja. Głównymi narzędziami wykorzystywanymi przez inwestorów do analizy są wykresy z interwałem minutowym, pięciominutowym bądź piętnastominutowym (M1, M5, M15). News traderzy w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych wykorzystują zazwyczaj analizę danych fundamentalnych. Należy pamiętać, że moment publikacji danych makroekonomicznych wywołuje zwiększoną zmienność na rynku Forex, a reakcja kursu danej pary walutowej następuje bardzo szybko, dlatego też inwestorzy inwestujący pod dane makroekonomiczne często korzystają z automatycznych systemów zawierania transakcji.

News trading może być dobrą strategią dla uczestników rynku, którzy:

- mocno koncentrują się na bieżących wydarzeniach,
- mają możliwość spędzania całego dnia, a czasami nawet nocy przed komputerem,
- potrafią szybko i właściwie analizować publikowane dane makroekonomiczne,
- są zdyscyplinowani, dokładni i bardzo dobrze zorganizowani,
- posiadają dużą odporność psychiczną.

Day trading. To handel dzienny, gdzie otwarcie i zamknięcie pozycji zwykle następuje w tym samym dniu. Day traderzy przeważnie zawierają wiele transakcji dziennie. Podobnie jak w przypadku scalpingu, w tego typu transakcjach należy stosować stop lossy i take profity. Trading ten zaliczany jest do tradingu krótkoterminowego. Otwarta pozycja zwykle zostaje utrzymywana od kilku minut do godziny [www 3]. Day traderzy w swych analizach przeważnie opierają się na wykresach z interwałem od godziny w dół (H1, M30, M15, M5).

Wymaga on dużego zaangażowania traderów, reżimu inwestycyjnego oraz wysokiej samodyscypliny. Day traderzy wykorzystują zazwyczaj analizę tech-

⁴ Niespodzianka makroekonomiczna – to różnica pomiędzy wartością prognozowaną przez ekonomistów a wartością faktycznie opublikowaną poszczególnej danej makroekonomicznej.

niczną, rzadziej korzystają z analizy fundamentalnej. Co istotne, w momencie publikacji kluczowych danych makroekonomicznych należy zwiększyć czujność. Day trading wymaga od inwestora dużego poświęcenia, nie powinien być traktowany jako praca dorywcza. Day trading jest najpowszechniejszym stylem inwestycyjnym na rynku Forex.

Day trading może być dobrą strategią dla uczestników rynku, którzy:

- lubią wiedzieć czy zakończą dzień z zyskiem, czy ze stratą,
- nie lubią przetrzymywać otwartej pozycji przez noc,
- potrafią i mają możliwość spędzić przed komputerem cały dzień.

Swing trading. To styl pośredni pomiędzy day tradingiem a tradingiem pozycyjnym. Jest tradingiem średniokresowym. Swing traderzy zwykle utrzymują otwarte pozycje przez kilka dni, czasem nawet kilka tygodni [Aziz, 2016, s. 12]. Nie jest konieczna codzienna analiza zdarzeń rynkowych [Boxer, 2014, s. 176]. Najtrudniejszym zadaniem inwestora w tego typu tradingu jest zidentyfikowanie momentu wejścia w transakcje, tak aby móc w największym stopniu wykorzystać duże ruchy cenowe. Swing traderzy do analizy wykorzystują zazwyczaj wykresy czterogodzinne, dzienne lub tygodniowe (H4, D1, W1). Narzędziem wspierającym decyzje inwestycyjne może być zarówno analiza techniczna, jak i fundamentalna. Ten styl tradingu wymaga mniejszej odporności psychicznej niż np. day trading czy scalping. Może być stylem, którym powinni zainteresować się początkujący inwestorzy.

Swing trading może być dobrą strategią dla uczestników rynku, którzy:

- nie są wystarczająco cierpliwi, aby czekać na realizację zysków tygodniami czy miesiącami,
- nie potrafią przetrzymywać pozycji zbyt długo,
- potrafią przetrzymać ruchy przeciwko swojej pozycji, które mogą trwać nawet kilka dni.

Trading pozycyjny. W tym przypadku otwarte pozycje utrzymywane są tygodniami, miesiącami, a nawet dłużej. Trading ten jest tradingiem długoterminowym. Głównymi narzędziami wykorzystywanymi przez inwestorów do analizy są wykresy z interwałem dziennym tygodniowym i miesięcznym (D1, W1, MN). Traderzy pozycyjni w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych wykorzystują zarówno analizę fundamentalną, jak i techniczną.

Trading pozycyjny może być dobrą strategią dla uczestników rynku, którzy:

- potrafią utrzymywać otwartą pozycję tygodniami, miesiącami, a czasem i dłużej,
- są odporni na głębsze korekty niezgodne z własnymi założeniami,
- są odporni na opinie innych, zwłaszcza analityków,
- są doświadczonymi inwestorami, wyjątkowo cierpliwymi, opanowanymi i odpornymi psychicznie,
- lubią analizować.

W tabeli 7 zestawiono główne style tradingu w podziale na trading krótko-, średnio- i długoterminowy.

Tabela 7. Główne style tradingu

Typ tradingu	Styl tradingu	Interwał czasowy	Narzędzie inwestycyjne
Trading krótkoterminowy	scalping	M1, M5	Analiza techniczna
	day trading	M5, M15, M30, H1	Analiza techniczna, Analiza fundamentalna
	news trading	M1, M5, M15	Analiza fundamentalna
Trading średnioterminowy	swing trading	H4, D1, W1	Analiza techniczna, Analiza fundamentalna
Trading długoterminowy	trading pozycyjny	D1, W1, MN	Analiza techniczna, Analiza fundamentalna

Źródło: Opracowanie własne.

Z powyższego płynie kilka wniosków:

- na rynku Forex nie istnieje jeden skuteczny sposób na zarobienie wielkich pieniędzy,
- każdy opisany styl tradingu ma swoje wady i zalety,
- idealny styl inwestycyjny nie istnieje.

Który styl tradingu przyniesie największe zyski? Który styl inwestowania na rynku Forex jest dla Ciebie? Niestety na te pytania nie ma właściwej odpowiedzi. Horyzont czasowy czy też styl tradingu jest również uzależniony od naszych indywidualnych cech charakteru. Każdy inwestor powinien opracować i doskonalić swój własny styl, bowiem jeśli inwestujemy w sposób, który nie pasuje do naszej osobowości, narażamy się na sytuację, w której konsekwentne podążanie za wybraną strategią będzie niemożliwe [Ward, 2015, s. 16].

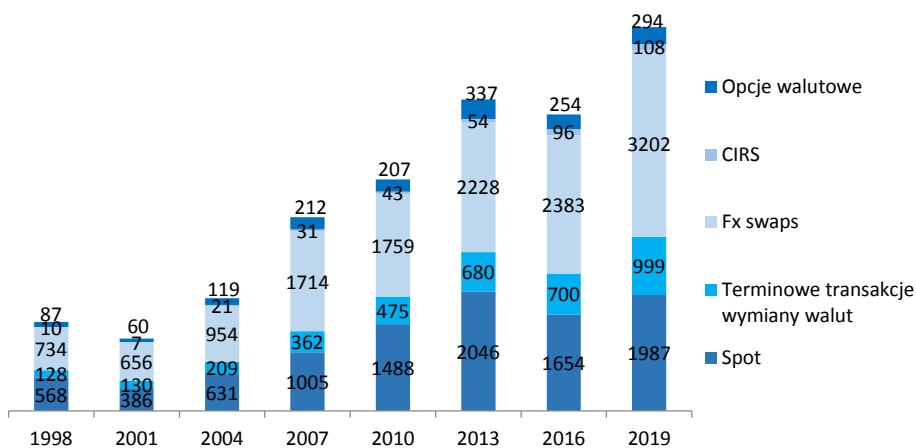
1.3. Rodzaje transakcji zawieranych na rynku Forex i ich charakterystyka

Według definicji stosowanej przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych w ramach rynku walutowego wyróżnia się następujące rodzaje transakcji:

- kasowe transakcje wymiany walut (spot),
- terminowe transakcje wymiany walut (outright forward),
- swapy walutowe (FX swap),
- dwuwalutowe transakcje wymiany płatności odsetkowych (swap walutowo-procentowy, Cross-Currency Interest Rate Swap – CIRS),
- opcje walutowe (FX option) – w podziale na wystawione (sprzedane) i nabyte (kupione) [NBP, 2013, s. 18].

Na przestrzeni lat obroty transakcji kasowych (spot) wzrosły z 568 mld USD w 1998 roku do 1987 mld USD w 2019 roku, co daje wzrost o 250% [BIS, 2002, s. 5; BIS, 2016, s. 9]. Natomiast transakcje z udziałem swapów walutowych wzrosły z 734 mld USD w 1998 roku do 3202 mld USD w 2019 roku, dając wzrost o 336% [BIS, 2002, s. 5; BIS, 2016, s. 9]. Dynamiczny rozwój transakcji walutowych był możliwy dzięki niezwykle szybko postępującym procesom technologicznym, rozwojowi technologii teleinformatycznych, a także upowszechnieniu Internetu, który umożliwia inwestowanie na globalnym rynku Forex z dowolnego miejsca na świecie. Dynamikę transakcji walutowych w latach 1989-2019 przedstawia wykres 7.

Wykres 7. Dynamika transakcji walutowych w latach 1998-2019 (w mld USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2002, s. 5; BIS, 2013, s. 9; BIS, 2019, s. 12].

W tabeli 8 pokazano wielkość obrotów w latach 1998-2019 na rynku Forex w podziale na poszczególne rodzaje transakcji.

Największym zainteresowaniem inwestorów cieszą się swapy walutowe, których udział w rynku w 2019 roku wyniósł 49%. W dalszej kolejności były to transakcje kasowe, których udział wyniósł 30%, zaś najmniejszym udziałem charakteryzowały się transakcje CIRS (2%) oraz opcje walutowe (4%).

Tabela 8. Obroty na rynku walutowym Forex według dostępnych instrumentów w latach 1998–2019 (w mld USD)

Instrument	Lata																	
	1998		2001		2004		2007		2010		2013		2016		2019			
	wartość	%	wartość	%	wartość	%	wartość	%	wartość	%	wartość	%	wartość	%	wartość	%		
Transakcje kasowe (spot)	568	37	386	31	631	33	1 005	30	1 488	38	2 046	38	1 654	32	1 987	30		
Transakcje terminowe (outright forward)	128	8	130	10	209	11	362	11	475	12	680	13	700	14	999	15		
Swapy walutowe (FX swaps)	734	48	656	53	954	49	1 714	52	1 759	44	2 228	42	2 383	47	3 202	49		
CIRS	10	1	7	1	21	1	31	1	43	1	54	1	96	2	108	2		
Opcje walutowe	87	6	60	5	119	6	212	6	207	5	337	6	254	5	294	4		
Łącznie	1 527	100	1 239	100	1 934	100	3 324	100	3 971	100	5 345	100	5 088	100	6 590	100		

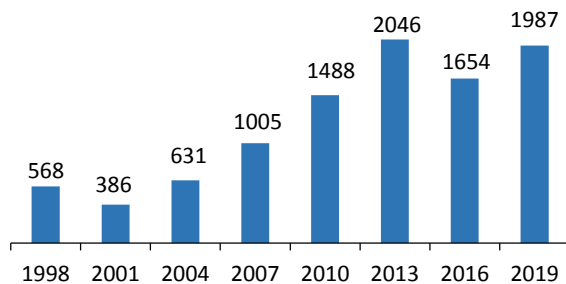
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 12; BIS, 2016, s. 12; BIS, 2019, s. 12].

1.3.1. Kasowe transakcje wymiany walut (spot)

To pojedyncze transakcje polegające na bezpośredniej wymianie dwóch walut po kursie ustalonym w momencie zawarcia transakcji, której rozrachunek musi nastąpić w ciągu dwóch dni roboczych [BIS, 2013, s. 18]. Kurs walutowy, jaki został ustalony w wyniku tej transakcji, nazywany jest kursem bieżącym. Istotą tej transakcji jest kupno jednej waluty, przy równoczesnej sprzedaży drugiej waluty w parze. Przy czym, aby sprzedać (kupić) określoną walutę, inwestor nie musi jej wcześniej kupić (sprzedać).

Transakcje kasowe rozwijają się bardzo dynamicznie. Wzrost w latach 1998-2019 przekroczył 250%. Wielkość obrotów na rynku kasowym przedstawiono na wykresie 8.

Wykres 8. Wielkość obrotów kasowych transakcji wymiany walut w latach 1998-2019 (w mld USD)



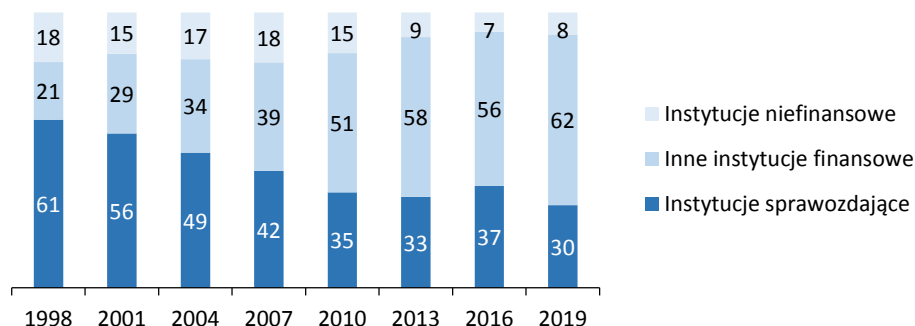
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 12; BIS, 2016, s. 12; BIS, 2019, s. 12].

Do najistotniejszych cech transakcji kasowych można zaliczyć:

- możliwość osiągnięcia zysku zarówno w przypadku aprecjacji, jak i deprecjacji danej waluty, co pozwala wykorzystać trendy wzrostowe i spadkowe,
- zasadniczo są to transakcje krótkookresowe, a motywem ich zawierania jest w głównej mierze chęć osiągnięcia zysku,
- zdecydowana większość tych transakcji nie oznacza fizycznej dostawy, lecz rozliczane są różnice kursowe,
- przy tych transakcjach konieczne jest wniesienie depozytu zabezpieczającego w wysokości ustalonej przez brokera,
- cena sprzedawanej i kupowanej waluty ustalana jest w momencie zawierania transakcji,
- transakcje kasowe umożliwiają wykorzystanie efektu dźwigni finansowej, w dużej mierze indywidualnie dostosowanej [Dicks, 2004, s. 15-29; Oziewicz, 2006, s. 178].

Do przeprowadzenia operacji na kasowych transakcjach wymiany walut konieczne są dwie strony: nabywca i sprzedawca. W roli sprzedawcy mogą występować instytucje sprawozdające, inne instytucje finansowe oraz instytucje niefinansowe. Na wykresie 9 pokazano strukturę podmiotową transakcji kasowych.

Wykres 9. Struktura podmiotowa kasowych transakcji wymiany walut w latach 1998-2019 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 12; BIS, 2016, s. 12; BIS, 2019, s. 12].

Jak wynika z danych, z roku na rok maleje udział transakcji zawieranych z instytucjami sprawozdającymi. Ich udział zmniejszył się z 61% w 1998 roku do 30% w 2019 roku. Znaczny spadek udziałów odnotowały także transakcje zawierane z instytucjami niefinansowymi. Szybko rośnie natomiast udział transakcji zawieranych z innymi instytucjami finansowymi. Jest to spowodowane przede wszystkim wysokim udziałem banków, które nie prowadzą sprawozdań, funduszy hedgingowych i firm zajmujących się obrotem prawami własnościowymi. Spada natomiast handel z inwestorami instytucjonalnymi [BIS, 2019, s. 4].

Każdy z uczestników rynku, zawierając transakcje kasowe, kieruje się różnymi motywami. Wśród najczęstszych przyczyn wskazuje się transakcje związane z:

- realizacją bieżących rozliczeń handlowych, które w przypadku importu kreują popyt na walutę, zaś w przypadku eksportu stanowią źródło sprzedaży określonej waluty,
- zakupem i sprzedażą walut w celach spekulacyjnych,
- koniecznością obsługi przez klientów prowadzących działalność gospodarczą,
- chęcią dokonania operacji finansowych, jak np.: zakup, sprzedaż akcji, obligacji,
- arbitrażem walutowym,
- koniecznością utrzymania struktury walutowej aktywów i pasywów na odpowiednim poziomie [Chrabonszczewska i Kalicki, 1996, s. 86; Bilski, 2006, s. 30; NBP, 2011, s. 7].

Rynek transakcji kasowych uważany jest za rynek o niemal doskonałej konkurencji, głównie z uwagi na:

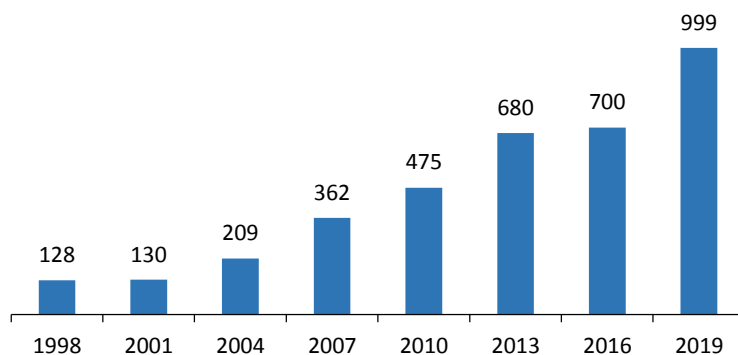
- jednorodność produktu,
- przejrzystość rynku, gdyż informacje kształtujące kursy walut są powszechnie dostępne,
- łatwy dostęp do rynku dla każdego podmiotu,
- skład i strukturę uczestników rynku, gdyż na rynku występuje duża liczba kupujących i sprzedających [Donnelly, 2019, s. 7-70; Wang, 2020].

1.3.2. Terminowe transakcje wymiany walut (outright forward)

To transakcje wymiany dwóch walut według kursu ustalonego w momencie zawarcia transakcji, której rozrachunek będzie następował w określonym dniu w przyszłości, w terminie późniejszym niż dwa dni robocze [Tarczyński, Zwolankowski, 1999, s. 106; BIS, 2013, s. 18]. W kategorii tej mieszczą się także terminowe transakcje wymiany walut z rozliczeniem różnicowym (NDF – non-deliverable forwards, CFD – contracts for difference). Kurs, według którego strony zobowiązały się dokonać rozrachunku, w literaturze przedmiotu nosi nazwę terminowego kursu walutowego (forward exchange rate). Termin realizacji kontraktów outright forward wynosi zwykle od kilku dni do powyżej roku.

Terminowe transakcje wymiany walut rozwijają się niezwykle dynamicznie. Wzrost w latach 1998-2019 przekroczył 680%. Wielkość obrotów na rynku transakcji outright forward przedstawiono na wykresie 10.

Wykres 10. Wielkość obrotów terminowych transakcji wymiany walut (outright forward) w latach 1998-2019 (w mld USD)



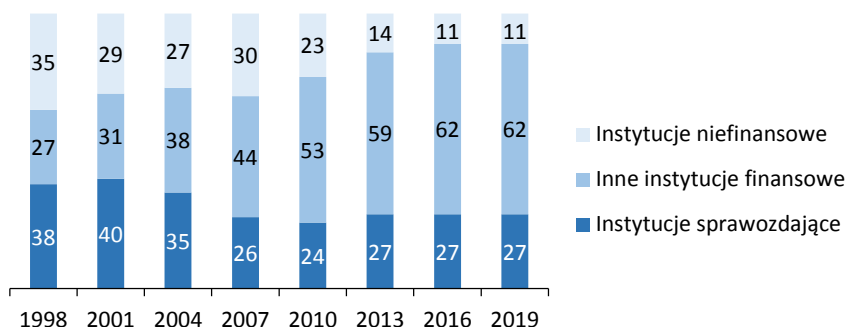
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 12; BIS, 2016, s. 12; BIS, 2019, s. 12].

Wśród najistotniejszych cech terminowych transakcji wymiany walut najczęściej wymienia się to, że:

- są to transakcje nieodwoływalne i bezwarunkowe,
- wiążą się z większym ryzykiem niż transakcje kasowe,
- są dostosowane do potrzeb stron, wszystkie parametry transakcji ustalane są indywidualnie,
- nie mają powszechnie zdefiniowanych standardów ani ogólnie ustalonych warunków obrotu,
- w dniu zawarcia transakcji ustalane są: wielkość, cena, ilość, data rozliczenia, jakość oraz miejsce dostawy [Chisholm, 2009, s. 50].

W celu przeprowadzenia terminowej transakcji wymiany walut outright forward konieczne są dwie strony: nabywca i sprzedawca. W roli sprzedawcy mogą występować instytucje sprawozdające, inne instytucje finansowe oraz instytucje niefinansowe. Na wykresie 11 pokazano strukturę podmiotową transakcji outright forward.

Wykres 11. Struktura podmiotowa terminowej transakcji wymiany walut outright forward w latach 1998-2019 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 12; BIS, 2016, s. 12; BIS, 2019, s. 12].

Jak wynika z danych, udział transakcji zawieranych z instytucjami sprawozdającymi maleje z roku na rok. Ich udział zmniejszył się z 38% w 1998 roku do 27% w 2019 roku. Znaczny spadek udziałów odnotowały instytucje niefinansowe. Obecnie to zaledwie 11% wszystkich transakcji. Stopniowo natomiast rośnie udział transakcji zawieranych z innymi instytucjami finansowymi. W 2019 roku udział ten wyniósł 62%.

Każdy z uczestników rynku, zawierając terminową transakcję outright forward, kieruje się indywidualnymi motywami, ale najczęściej wskazuje się na:

- eliminowanie ryzyka związanego ze zmianami kursu walutowego,
- dokonywanie inwestycji spekulacyjnych,

- przeprowadzanie transakcji arbitrażowych,
 - przeprowadzanie inwestycji na rynku walutowym.
- Banki komercyjne angażują się głównie z dwóch powodów:
- dla zysku, gdyż pobierają prowizję w związku z tego typu transakcjami,
 - w celu spełnienia wymagań organów kontrolnych w zakresie właściwego zarządzania aktywami i pasywami [Hull, 2008, s. 3; Jurzyk, 2010, s. 165; Kopczak, Mielus i Wieprzowski, 2011, s. 106].

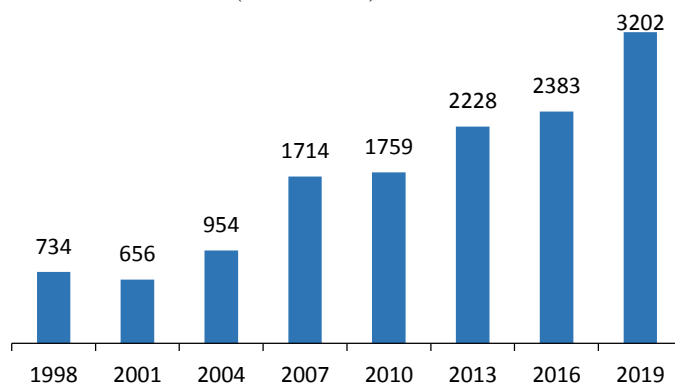
1.3.3. Swapy walutowe (FX swap)

To transakcje dotyczące początkowej wymiany dwóch walut (pierwsza noga – short leg) w określonym terminie, po kursie ustalonym w momencie zawarcia transakcji, i końcowej wymiany tych samych dwóch walut (druga noga – long leg) w określonym terminie w przyszłości (innym niż data rozrachunku pierwszej nogi) po kursie ustalonym w momencie zawarcia transakcji (zwykle innym niż kurs wymiany początkowej) [NBP, 2011, s. 9; BIS, 2013, s. 18].

Transakcja swapowa to nic innego jak para transakcji o dwóch różnych terminach rozliczenia, gdzie jedna z transakcji jest transakcją zakupu, zaś druga transakcją sprzedaży [Zajac, 2002, s. 59-61]. Do tej kategorii zalicza się wszystkie swapy walutowe, jak np.: spot/forward, forward/forward, T/N FX swap.

Transakcje z udziałem swapów walutowych należą do najczęściej zawieranych transakcji. Wzrost wolumenu transakcji w latach 1998-2019 przekroczył 336%. Wielkość obrotów na rynku swapów walutowych przedstawiono na wykresie 12.

Wykres 12. Wielkość obrotów swapów walutowych (FX swaps) w latach 1998-2019 (w mld USD)



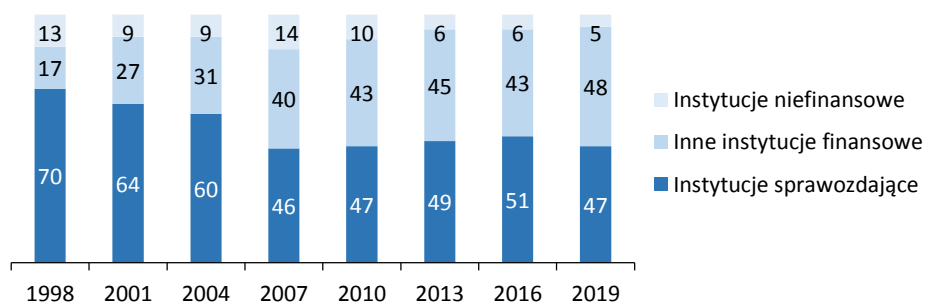
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 12; BIS, 2016, s. 12; BIS, 2019, s. 12].

W charakterystyce swapów walutowych elementy najistotniejsze to:

- w transakcjach swapowych następuje dwukrotna wymiana kapitału: na pierwszą i na drugą datę waluty,
- kurs wymiany nazywany jest kursem swapowym, stanowiącym różnicę pomiędzy kursem natychmiastowym a swapowym,
- podczas obowiązywania kontraktu nie następuje płatność odsetek,
- walutowe transakcje swap są transakcjami dwuwalutowymi,
- swap walutowy składa się z dwóch transakcji, przy czym druga jest odwróceniem pierwszej [Tymuła, 2000, s. 76; Leszczyńska, 2002, s. 21-25; Malinowski, 2011, s. 127-135; Krohn i Sushko, 2020].

Wymogiem koniecznym dla przeprowadzenia walutowej transakcji swap są dwie strony: nabywca i sprzedawca. W roli sprzedawcy mogą występować instytucje sprawozdające, inne instytucje finansowe oraz instytucje niefinansowe. Na wykresie 13 pokazano strukturę podmiotową swapów walutowych.

Wykres 13. Struktura podmiotowa swapów walutowych (FX swaps) w latach 1998-2019 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 12; BIS, 2016, s. 12; BIS, 2019, s. 12].

Jak wynika z danych, w badanym okresie zmalał udział instytucji sprawozdających w zawieraniu transakcji swapowych z 70% w 1998 roku do 47% w 2019 roku. Wzrósł natomiast udział innych instytucji niefinansowych w zawieraniu transakcji, a w 2019 roku po raz pierwszy był on większy niż udział instytucji sprawozdających i wyniósł 48%.

Każdy z uczestników rynku, zawierając walutową transakcję swapową, kieruje się własnymi motywami. Zasadniczo jednak ten rodzaj transakcji:

- ułatwia wymianę walut na określony czas,
- pozwala na zarządzanie ryzykiem walutowym i płynnością walutową,
- umożliwia zabezpieczenie się przed ryzykiem walutowym i ryzykiem stopy procentowej,
- umożliwia zarządzanie pozycją walutową,
- pozwala na niższe, w porównaniu do innych instrumentów, koszty transakcji,

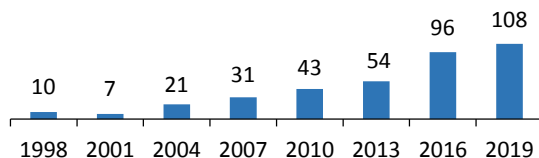
- ułatwia dostęp do tych rynków, które z przyczyn prawnych bądź fiskalnych są niedostępne dla niektórych inwestorów,
- stanowi sposób na omijanie rygorystycznego prawa dewizowego,
- będąc substytutem krótkoterminowej pożyczki, umożliwia pozyskiwanie środków finansowych,
- stwarza możliwości zwiększania efektywności inwestycji,
- jest narzędziem spekulacyjnym, pozwalającym na dodatkowe możliwości inwestycji,
- dopuszcza zmianę waluty zaciągniętego kredytu,
- może być wykorzystany przez banki centralne jako operacja otwartego rynku [Wolańska, 1998, s. 32; McDougal 2001, s. 91; Leszczyńska, 2002, s. 49-61; Hull, 2008, s. 176-179; Chisholm, 2009, s. 56; Kudła, 2009, s. 193].

1.3.4. Dwuwalutowe transakcje wymiany płatności odsetkowych (swap walutowo-procentowy, Cross-Currency Interest Rate Swap – CIRS⁵)

To transakcje, które zobowiązują obie strony do okresowej wymiany płatności odsetkowych, naliczanych od pewnej kwoty nominalnej przez określony czas. Wymiana kwoty nominalnej (po z góry uzgodnionym kursie) następuje w dniu zakończenia transakcji [NBP, 2013, s. 25]. Każda strona dokonuje płatności odsetkowych w różnych walutach, obliczanych według stóp procentowych ustalonych indywidualnie dla każdej waluty [Binkowski i Beeck, 1998, s. 58].

Transakcje z udziałem swapów procentowo-walutowych należą do najrzadziej zawieranych transakcji. Mimo że wzrost obrotów tych transakcji w latach 1998-2019 wzrósł o 980%, to wciąż najrzadziej zawierane transakcje. Wielkość obrotów na rynku swapów procentowo-walutowych przedstawiono na wykresie 14.

Wykres 14. Wielkość obrotów dwuwalutowych transakcji wymiany płatności odsetkowych (CIRS) w latach 1998-2019 (w mld USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 12; BIS, 2016, s. 12; BIS, 2019, s. 12].

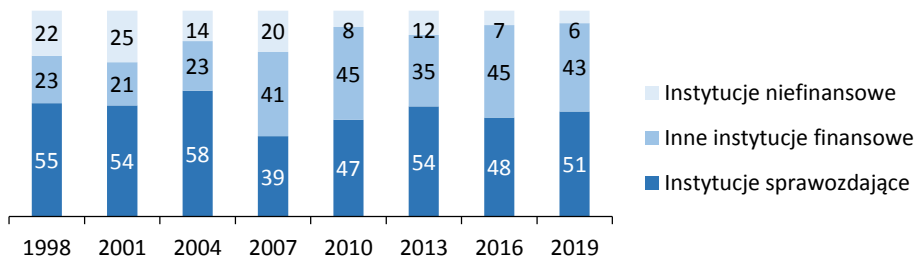
⁵ W literaturze polskiej oraz angielskiej transakcje walutowo-procentowe bywają określane również jako swap walutowy (currency swap), co prowadzi do konfuzji [Za: Leszczyńska, 2002, s. 10].

Wśród najistotniejszych cech dwuwalutowych transakcji wymiany płatności odsetkowych najczęściej wskazuje się następujące:

- za ryzyko związane z niewykonaniem kontraktu odpowiedzialne są obie strony transakcji,
- brak niezależnego gwaranta,
- z racji niskiej płynności tego instrumentu, zgoda na jego wcześniejsze wygaśnięcie wymagana jest od każdej ze stron,
- możliwość negocjacji zasadniczych parametrów transakcji,
- w transakcjach CIRS dopuszczalne jest zbycie kontraktu przez jednego z kontrahentów osobie trzeciej,
- okresowe płatności odsetkowe,
- dwukrotna wymiana walut, w dacie waluty spot oraz w innym terminie w przyszłości (innym niż data spot),
- są to transakcje, na których zwykle zyskują obie strony i pośrednik [Solnik, 1993, s. 176-183; Binkowski i Beeck, 1998, s. 58-59; Leszczyńska, 2002, s. 21-22; Bilski, 2006, s. 3; Chisholm, 2009, s. 54].

W celu dokonania walutowej transakcji CIRS konieczne są dwie strony: nabywca i sprzedawca. W roli sprzedawcy mogą występować instytucje sprawozdające, inne instytucje finansowe oraz instytucje niefinansowe. Na wykresie 15 pokazano strukturę podmiotową dwuwalutowych transakcji wymiany płatności odsetkowych.

Wykres 15. Struktura podmiotowa dwuwalutowych transakcji wymiany płatności odsetkowych (CIRS) w latach 1998-2019 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 12; BIS, 2016, s. 12; BIS, 2019, s. 12].

Udział instytucji sprawozdających w zawieraniu transakcji od 1998 roku zmniejszył się z 55% do 51%. Również udział instytucji niefinansowych spadł w tym okresie z 22% do 6%. Wzrasta natomiast udział innych instytucji finansowych. Udział ten zwiększył się z 22% w 1998 roku do 43% w 2019 roku.

Każdy z uczestników rynku, zawierając transakcję CIRS, kieruje się własnymi motywami, najczęściej jednak podkreśla się, że transakcje te:

- umożliwiają jednoczesne zabezpieczenie się zarówno przed ryzykiem walutowym, jak i ryzykiem stopy procentowej,
- umożliwiają pozyskanie środków finansowych w określonej walucie, a spłatę w innej,
- umożliwiają zabezpieczenie się przed długoterminowym kredytem walutowym, nawet do 10 lat,
- zapewniają płynność w walucie zagranicznej,
- umożliwiają redukcję kosztów pozyskania kapitału,
- są niżej oprocentowanym (w porównaniu z innymi instrumentami) źródłem finansowym,
- pozwalają na dostęp do walut i rynków, na których występują ograniczenia związane z transferem kapitału [Świętochowski, 1999, s. 45-46; Leszczyńska, 2002, s. 84-90; Bilski, 2006, s. 43; Kudła, 2009, s. 194].

1.3.5. Opcje walutowe (FX option)

To transakcja dająca jej nabywcy prawo (ale nie obowiązek) do kupna bądź sprzedaży określonej kwoty waluty w zamian za inną walutę w oznaczonym czasie i po ustalonym wcześniej kursie [NBP, 2013, s. 25]. Do kategorii tej zaliczane są opcje typu amerykańskiego, europejskiego i wszystkie opcje egzotyczne. Kurs, po którym posiadacz opcji ma prawo zrealizować kontrakt definiowany, jest kursem wykonania.

W literaturze przedmiotu oraz w praktyce rynkowej wyróżnia się dwa rodzaje opcji [Osiński, 2010, s. 104]:

- opcje amerykańskie – posiadacz ma prawo wykonania praw z opcji przez cały okres ważności opcji, także przed czasem;
- opcje europejskie – posiadacz ma prawo wykonania praw z opcji wyłącznie w dniu wygaśnięcia opcji, termin wykonania opcji jest tożsamy z terminem jej wygaśnięcia.

Termin wygaśnięcia opcji jest terminem, w którym dana opcja musi zostać wykonana. Natomiast termin wykonania opcji jest terminem, w którym opcja została faktycznie wykonana [Osiński, 2010, s. 104].

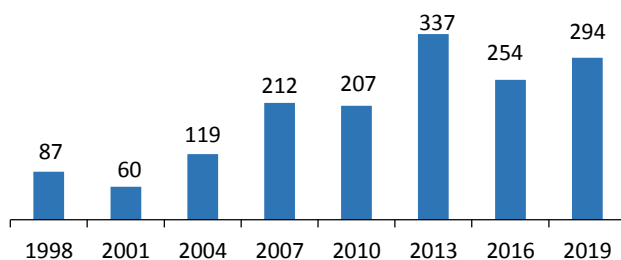
Uwzględniając rodzaj transakcji, inwestorzy mają do wyboru [Osiński, 2010, s. 104]:

- opcję kupna (call option) – daje prawo do zakupu waluty, zabezpieczając jej posiadacza przed deprecjacją waluty krajowej;

- opcję sprzedaży (put option) – daje prawo do sprzedaży waluty, zabezpieczając jej posiadacza przed aprecjacją waluty krajowej.

Transakcje z udziałem opcji walutowych należą do jednych z najrzadziej zawieranych transakcji. Wzrost w latach 1998-2019 przekroczył 238%. Wielkość obrotów na rynku opcji walutowych przedstawiono na wykresie 16.

Wykres 16. Wielkość obrotów opcji walutowych (FX option) w latach 1998-2019 (w mld USD)



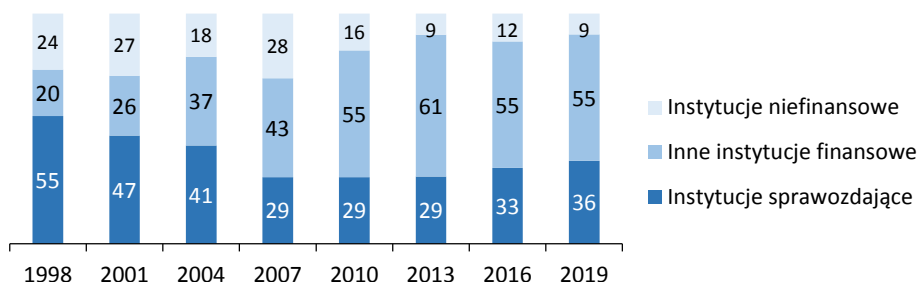
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 12; BIS, 2016, s. 12; BIS, 2019, s. 12].

Wśród najistotniejszych cech opcji walutowych najczęściej wymienia się to, że:

- dopuszcza się indywidualne kształtowanie warunków umowy tak, aby były dostosowane do potrzeb kontrahentów,
- negocjacji podlega wielkość kontraktu, cena wykonania, data wygaśnięcia, termin wykonania, kurs walutowy oraz pary walutowe,
- w większości przypadków następuje fizyczna dostawa,
- występują trudności z zamknięciem pozycji poprzez zawarcie kontraktu przeciwstawnego,
- nie jest wymagane wpłacenie depozytu zabezpieczającego,
- żadna instytucja nie gwarantuje wykonania kontraktu,
- należy liczyć się z ryzykiem kredytowym partnera transakcji,
- opcje walutowe mogą być także przedmiotem obrotu giełdowego,
- dla posiadacza opcja jest prawem, zaś dla wystawcy zobowiązaniem, bowiem opcja może, ale nie musi, być przez jej posiadacza zrealizowana,
- za niewykonanie praw z opcji strona mająca prawo realizacji umowy płaci na rzecz sprzedającego określoną kwotę, czyli premię opcyjną [Konopczak, Mielus i Wieprzowski, 2001, s. 101; Reuters, 2001a, s. 76-79; Reuters, 2001b, s. 290-292; Gajewski, 2007, s. 45; Hull, 2008, s. 216-218; Chisholm, 2009, s. 345; Jantoń-Drozdowska, 2009, s. 147; Tymoczko, 2009, s. 75-76].

W celu dokonania transakcji opcyjnej konieczny jest sprzedawca. W roli sprzedawcy mogą występować instytucje sprawozdające, inne instytucje finansowe oraz instytucje niefinansowe. Na wykresie 17 pokazano strukturę podmiotową opcji walutowych.

Wykres 17. Struktura podmiotowa opcji walutowych (FX option) w latach 1998-2019 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 12; BIS, 2016, s. 12; BIS, 2019, s. 12].

Chociaż w badanym okresie udział instytucji sprawozdających spadł z 55% w 1998 roku do 36% w 2019 roku, w ostatnich latach następuje stopniowy wzrost tego udziału. Udział instytucji niefinansowych również spadał z 24% w 1998 roku do 9% w 2019 roku. Na uwagę zasługuje wzrost transakcji zawieranych z innymi instytucjami finansowymi, które w 2019 roku zdominowały rynek opcji walutowych z obrotami rzędu 55%.

Każdy z uczestników rynku, zawierając opcję walutową, kieruje się własnymi motywami, ale najczęściej wskazuje się, że opcje walutowe:

- pozwalają na osiągnięcie sporego zysku w sytuacji, gdy kurs walutowy zmieni się zgodnie z oczekiwaniami,
- są doskonałym narzędziem wykorzystywanym do zabezpieczenia się przed ryzykiem kursowym,
- przez arbitrażystów i spekulantów wykorzystywane są w celu osiągnięcia zysków,
- z jednej strony zapewniają zabezpieczenie transakcji, a z drugiej możliwość zysku w sytuacji korzystnej zmiany kursu [Kolb, 1997, s. 99; Bennett, 2000, s. 116; Najlepszy, 2000, s. 79].

Podsumowując, największą dynamikę transakcji można zauważyć w przypadku transakcji kasowych i swapów walutowych [Kolb, 1997, s. 99; Bennett, 2000, s. 116; Najlepszy, 2000, s. 79].

Ewolucja polskiego rynku walutowego w latach 1989-2019

2

Rozdział

2.1. Przeobrażenia na polskim rynku walutowym

Do 1989 roku obrót obcymi walutami w Polsce był ograniczony praktyką monopoli państwowego, a legalny obrót walutami był praktycznie niemożliwy. Po 1989 roku, wraz z początkiem transformacji systemowej, rozpoczęły się przeobrażenia polskiego rynku walutowego. Liberalizacja polskiego prawa dewizowego dokonała się m.in. dzięki:

- wprowadzeniu wewnętrznej wymienialności złotego,
- wprowadzeniu wymienialności złotego według standardu MFW,
- dostosowaniu polskiego prawa dewizowego do standardów OECD,
- wprowadzeniu wymienialności zewnętrznej,
- kompleksowej liberalizacji polskiego prawa dewizowego.

Zmiany te były konieczne w procesie rozwoju krajowego rynku walutowego. Powołanie odpowiednich instytucji, wdrożenie regulacji obowiązujących w gospodarce rynkowej oraz uwolnienie mechanizmów kursowych umożliwiły włączenie polskiego rynku walutowego do grona już rozwiniętych rynków walutowych.

Wśród najważniejszych wydarzeń zmierzających w kierunku liberalizacji polskiego prawa dewizowego można wymienić:

- wprowadzenie wewnętrznej wymienialności złotego,
- wprowadzenie wymienialności złotego według standardu MFW,
- dostosowanie polskiego prawa dewizowego do standardów OECD,
- wprowadzenie wymienialności zewnętrznej,
- kompleksową liberalizację polskiego prawa dewizowego.

Przełomowe wydarzenia w zakresie liberalizacji polskiego ustawodawstwa zostały scharakteryzowane w tabeli 9.

Tabela 9. Liberalizacja polskiego ustawodawstwa dewizowego w latach 1990-2002

Najistotniejsze wydarzenia	
1.01.1990-1.06.1995	
Wewnętrzna wymiennalność złotego	
<ul style="list-style-type: none"> – umożliwiła podmiotom krajowym i zagranicznym posiadanie i obrót wartościami dewizowymi w kraju i za granicą, – umożliwiła podmiotom krajowym prowadzenie punktów kupna i sprzedaży walut obcych, po uzyskaniu zezwolenia dewizowego NBP, – zapewniła importerom pełną swobodę wywozu za granicę waluty obcej na cele związane z prowadzoną działalnością gospodarczą 	
<p>Zalety</p> <ul style="list-style-type: none"> – wyeliminowała dwuwalutowość i zlikwidowano czarny rynek walutowy, – pozwoliła na budowanie makroekonomicznej stabilizacji gospodarki, – legalny obrót walutami obcymi rozbudował wolność obywatelską, – fakt ten szybko uznano za wielkie osiągnięcie polskiej reformy gospodarczej, – pojawił się rynek kantorowy, – polska waluta mogła w rezultacie właściwie spełniać wszystkie funkcje pieniądza, – polski złoty zyskał większe zaufanie, – transakcje handlu zagranicznego stały się bardziej przejrzyste z uwagi na możliwość stosowania jednolitego kursu złotego 	<p>Wady</p> <ul style="list-style-type: none"> – niedostateczna wiedza podmiotów gospodarczych na temat zarządzania ryzykiem kursowym, – brak możliwości nadania kursowi złotego charakteru rynkowego względem walut obcych, – brak dostatecznie rozwiniętej infrastruktury telekomunikacyjnej i technicznej banków prowadzących obrót walutowy
1.06.1995	
Wymiennalność według standardów MFW	
<ul style="list-style-type: none"> – umożliwiła niestosowanie ograniczeń dewizowych w transakcjach bieżących z zagranicą, niezależnie od tego, czy dotyczą rezydentów czy nierezydentów, – wprowadziła zakaz uczestniczenia w dyskryminujących inne państwa porozumieniach walutowych, – wymusiła posługiwanie się polityką jednolitego kursu walutowego, – umożliwiła wykupywanie własnej waluty oferowanej przez władze monetarne innego państwa członkowskiego MFW, zakładając, że waluta ta stanowi źródło transakcji bieżących 	
<p>Zalety</p> <ul style="list-style-type: none"> – wzrost konkurencyjności polskiej gospodarki, – napływ inwestycji zagranicznych, – ograniczenie międzynarodowej izolacji złotego, – potwierdzenie kierunku prowadzonej polityki transformacji oraz stabilizacji gospodarczej, – pogłębienie współpracy Polski ze światem 	<p>Wady</p> <ul style="list-style-type: none"> – polskie ustawodawstwo dewizowe pozostało wciąż bardzo restrykcyjne
16.06.1996	
Dostosowanie polskiego prawa dewizowego do standardów OECD	
<ul style="list-style-type: none"> – umożliwiło transfer za granicę walut wymiennalnych pochodzących z rent i emerytur, darowizn, spadków oraz pożyczek, – umożliwiło osobom zagranicznym transfer za granicę walut wymiennalnych, – umożliwiło wywóz za granicę walut obcych przez osoby krajowe w celu pokrycia zobowiązań wobec osób zagranicznych, – umożliwiło osobom krajowym na przekaz walut obcych do krajów należących do OECD 	

cd. tabeli 9

<p>Zalety</p> <ul style="list-style-type: none"> – imperatyw dalszej liberalizacji polskiego prawa walutowego w kierunku zmniejszania restrykcyjności systemu dewizowego, – znaczna liberalizacja stosunków walutowych z zagranicą, – efektem był postęp w zakresie liberalizacji obrotów kapitałowych z zagranicą 	<p>Wady</p> <ul style="list-style-type: none"> – nadal istnieją obwarowania i obostrzenia hamujące postęp liberalizacji
<p>18.12.1998 Zewnętrzna wymiennalność złotego</p> <ul style="list-style-type: none"> – umożliwiła swobodne dokonywanie inwestycji na pochodnych instrumentach finansowych będących przedmiotem obrotu na GPW w Warszawie, Centralnej Tabeli Ofert S.A oraz Polskiej Gieldzie Finansowej S.A. w Warszawie, – zwolniła z ograniczeń zakup i sprzedaż (wymianę) zagranicznych środków płatniczych oraz waluty polskiej za granicą, – zwolniła z ograniczeń wywóz za granicę monet złotych emitowanych i sprzedawanych przez NBP 	
<p>Zalety</p> <ul style="list-style-type: none"> – liberalizacja w zakresie krótkookresowych przepływów kapitałowych, – legalna wymiana złotego w kantorach i zagranicznych bankach, – polska waluta może być wykorzystywana w transakcjach handlowych przez polskich importerów i eksporterów 	<p>Wady</p> <ul style="list-style-type: none"> – nadal normowany jest przywóz i wywóz walut obcych, – nadal istnieją pewne restrykcje w zakresie zobowiązań płatniczych między krajem a zagranicą
<p>27.07.2002 Dalsza liberalizacja polskiego prawa dewizowego</p> <ul style="list-style-type: none"> – spowodowała, że Prezes NBP ogłosił, iż walutami wymiennalnymi są waluty obce państw, które spełniły wymagania artykułu VIII statutu MFW. Ich wykaz pojawia się w drodze obwieszczenia w Dzienniku Urzędowym Rzeczypospolitej Polskiej „Monitor Polski”, – umożliwiła instytucjom zagranicznym dokonywanie transakcji walutowych na zasadach tożsamyh z zasadami krajowych inwestorów, – w zakresie obrotu dewizowego z zagranicą dopuściła wprowadzenie szczególnych ograniczeń, o ile są one konieczne w celu: <ul style="list-style-type: none"> a) realizacji decyzji organów organizacji międzynarodowych, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska, b) zapewnienia porządku publicznego lub bezpieczeństwa publicznego, c) zapewnienia równowagi bilansu płatniczego w sytuacji jego ogólnej nierównowagi oraz nagłego załamania bądź powstałego w tym zakresie zagrożenia, d) zapewnienia stabilności waluty polskiej w sytuacji nagłych wahań jej kursu oraz powstałego w tym zakresie zagrożenia 	
<p>Zalety</p> <ul style="list-style-type: none"> – dokonano daleko idącej liberalizacji ustawodawstwa dewizowego, dzięki czemu zwiększyła się szansa ilościowego i jakościowego rozwoju polskiego rynku walutowego, – brak jakichkolwiek istotnych ograniczeń dewizowych w zakresie obrotów z państwami Unii Europejskiej, członkami OECD oraz krajami, z którymi Polska podpisała umowę o ochronie i wzajemnym popieraniu inwestycji, – występujące, nieliczne, ograniczenia mają ściśle formalny i organizacyjny charakter 	<p>Wady</p> <ul style="list-style-type: none"> – utworzenie rynku walutowego obarczone jest ryzykiem znacznych wahań kursu

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Prawo dewizowe, 1989; Polaczek, 1993, s. 13; Barro i Grilli, 1994, s. 49; Koronowski, 1994, s. 2-8; Prawo dewizowe, 1994; Artykuł VIII statusu MFW; Zarządzenie Ministra Finansów, 1996; Prawo dewizowe, 1998; Prawo dewizowe, 1999; Prawo dewizowe, 2002; Rozporządzenie Ministra Finansów, 2002; Śliwa, 2011, s. 89-90].

W latach 1990-1995 rozwój polskiego rynku walutowego był hamowany przez bariery systemowe, które wynikały z wewnętrznej wymienialności polskiej waluty [Pietrzak (red.), 1998, s. 19]. Pierwsza bariera dotyczyła zakazu używania polskiej waluty w transakcjach handlu zagranicznego, co w dużym stopniu ograniczało możliwość integracji polskiego rynku z międzynarodowym rynkiem walutowym. Druga bariera narzucała niefinansowym podmiotom gospodarczym obowiązek odsprzedaży walut obcych, co w znacznym stopniu zawężyło zakres funkcjonowania rynku walutowego do rynku kantorowego i międzybankowego. Duże znaczenie dla rozwoju polskiego rynku walutowego miały przeobrażenia polskiego systemu kursowego, które scharakteryzowano w tabeli 10.

Tabela 10. Przeobrażenia polskiego systemu kursowego w latach 1990-2002

Okres	System kursowy	Charakterystyka
1	2	3
1.01.1990 – 14.10.1991 1.01.1990 17.05.1991	System kursu stałego – dewaluacja kursu złotego o 31,6%, – kurs względem dolara amerykańskiego wynosił 0,95 za 1 USD, – dewaluacja kursu złotego o 16,8%, – kurs złotego ustalany względem koszyka pięciu walut: dolar amerykański – 45%, marka niemiecka – 35%, funt szterling – 10% oraz frank francuski i frank szwajcarski po 5%	– kurs walutowy jako kotwica antyinflacyjna, – realna aprecjacja i utrata konkurencyjności
15.10.1991 – 15.05.1995 15.10.1991 25.02.1992 01.10.1992 27.08.1993 13.09.1994 30.11.1994 15.02.1995 06.03.1995	System kursu pelzającego – miesięczne tempo dewaluacji ustalono na 1,8%, – pasmo dopuszczalnych wahań kursu wynosiło +/-0,5%, – dewaluacja kursu złotego o 12%, – pasmo dopuszczalnych wahań kursu rozszerzono do +/-1%, – dewaluacja kursu złotego o 8%, – miesięczne tempo dewaluacji obniżono do 1,6%, – miesięczne tempo dewaluacji obniżono do 1,5%, – miesięczne tempo dewaluacji obniżono do 1,4%, – miesięczne tempo dewaluacji obniżono do 1,2%, – pasmo dopuszczalnych wahań kursu rozszerzono do +/-2%	– ograniczenie krajowej inflacji, – utrzymanie konkurencyjności polskich towarów na rynkach światowych, – przywrócenie konkurencyjności, – kurs miał stać się stabilizatorem oczekiwań inflacyjnych, – kurs walutowy jako narzędzie wspierania eksportu, – niski poziom rezerw walutowych, – ograniczenie inflacji, – zaostrzenie polityki antyinflacyjnej, – spadek inflacji, – spadek inflacji, – kurs miał stać się stabilizatorem oczekiwań inflacyjnych, – kurs walutowy jako narzędzie wspierania eksportu

cd. tabeli 10

1	2	3
<p>16.05.1995 – 11.04.2000</p> <p>16.05.1995</p> <p>22.12.1995</p> <p>08.01.1996</p> <p>25.02.1998</p> <p>17.07.1998</p> <p>10.09.1998</p> <p>29.10.1998</p> <p>01.01.1999</p> <p>25.03.1999</p>	<p>System pelzającego pasma/Regulowany kurs płynny</p> <ul style="list-style-type: none"> – dopuszczalne odchylenia kursu złotego mogły wynosić +/-7%, wzrastając do 15%, – rewaluacja kursu złotego o 6%, – miesięczne tempo dewaluacji obniżono do 1,0%, – miesięczne tempo dewaluacji obniżono do 0,8%, – dopuszczalne odchylenia kursu złotego wzrosło do +/-10%, – miesięczne tempo dewaluacji obniżono do 0,65%, – miesięczne tempo dewaluacji obniżono do 0,5%, – dopuszczalne odchylenia kursu złotego wzrosło do +/-12,5%, – ustalono nowy koszyk walutowy: euro 55%, dolar 45%, – miesięczne tempo dewaluacji obniżono do 0,3%, – dopuszczalne odchylenia kursu złotego wzrosło do +/-15% 	<ul style="list-style-type: none"> – większa zdolność zarządzania napływającym kapitałem zagranicznym, – banki miały możliwość samodzielnego ustalania kursów kupna i sprzedaży, – wzmożony napływ krótkoterminowego kapitału zagranicznego, – zniesienie nakazu odsprzedaży państwu dewiz przez eksporterów, – spadek poziomu inflacji, – spadek poziomu inflacji, – polityka kursowa spójna z celami inflacyjnymi, – przesunięcie w stronę bardziej płynnego kursu walutowego
<p>Od 12.04.2000</p> <p>12.04.2000</p>	<p>System niezależnego kursu płynnego</p> <ul style="list-style-type: none"> – uwolnienie złotego, przyjęcie kursu płynnego, – zniesiono dopuszczalne odchylenia kursu złotego, – zniesiono miesięczne tempo dewaluacji, – zniesiono zasadę ustalania kursu względem innych walut, – polski złoty stał się całkowicie wymienną walutą 	<ul style="list-style-type: none"> – nie stosuje się żadnych ograniczeń dewizowych, – kurs walutowy ustalany jest w wyniku relacji podaży do popytu na walutę, – wyższe ryzyko walutowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Małecki, 2002, s. 675-680; Trzecińska, Osiński i Sławiński, 2002, s. 67; Rubaszek i Serwa, 2009, s. 29].

Przeobrażenia jakościowe, dokonujące się na krajowym rynku walutowym, dotyczyły również:

- stopniowego ograniczania pozycji banku centralnego na tym rynku,
- rosnącej świadomości polskich inwestorów w zakresie istniejącego ryzyka kursu walutowego,
- regularnego dynamicznego wzrostu znaczenia segmentu klientowskiego, który dotyczy obrotów z kontrahentami niebędącymi bezpośrednimi uczestnikami rynku walutowego.

Do czynników, które działały szczególnie stymulująco na rozwój rynku walutowego w Polsce, należy zaliczyć:

- całkowitą wymienialność waluty polskiej,
- przyjęty system płynnego kursu walutowego,
- przeobrażenia sprzyjające liberalizacji polityki kursowej,
- nowelizację polskiego prawa dewizowego,
- akcesję do struktur Unii Europejskiej,
- większą zmienność kursu polskiej waluty.

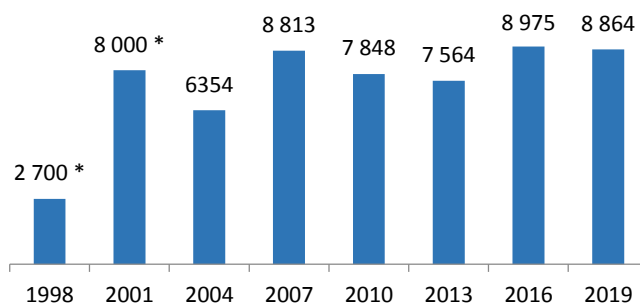
Powstanie i rozwój krajowego rynku walutowego było zdeterminowane przeobrażeniami, jakie się dokonały w polskiej gospodarce. Konsekwencją tych zmian jest zmniejszanie się dystansu, jaki dzieli krajowy rynek walutowy i rynki gospodarek wysoko rozwiniętych.

2.2. Obroty na rynku walutowym w Polsce

Krajowy rynek walutowy, rozumiany podobnie jak w raportach Narodowego Banku Polskiego dotyczących rynku walutowego, obejmuje transakcje zawarte na rynku walutowym w instytucjach zlokalizowanych w Polsce, zarówno między sobą, jak i z podmiotami zagranicznymi [NBP, 2019]. Dane uwzględniają wszystkie segmenty rynku walutowego i obejmują transakcje dokonane na rynku międzybankowym oraz klientowskim (tj. operacje z podmiotami niebankowymi) przez dealerów działających w Polsce. Kryterium decydującym jest więc lokalizacja dealera, który dokonuje transakcji.

Krajowy rynek Forex uległ znacznym przeobrażeniom natury ilościowej oraz jakościowej. Od początku 1998 roku do 2019 roku aktywność na polskim rynku walutowym wzrosła z 2 700 mln USD do 8 864 mln USD. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku walutowym zaprezentowano na wykresie 18.

Wykres 18. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku walutowym w latach 1998-2019 (w mln USD)



* Obroty obejmowały jeszcze wyłącznie transakcje na międzybankowym rynku walutowym.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 1999, s. 11; BIS, 2002, s. 12; NBP, 2007, s. 2; NBP, 2010, s. 3; NBP, 2013, s. 4; NBP, 2016, s. 4; NBP, 2019, s. 4].

Szybki wzrost wartości obrotów na krajowym rynku walutowym nastąpił między 1998 a 2001 rokiem. Na wzrost ten miały wpływ dwa czynniki:

1. Od 1999 roku w Polsce mogły legalnie funkcjonować zagraniczne instytucje finansowe, takie jak banki czy zakłady ubezpieczeniowe.
2. Wysokie stopy procentowe zachęcające inwestorów z zagranicy do inwestowania w rządowe papiery skarbowe.

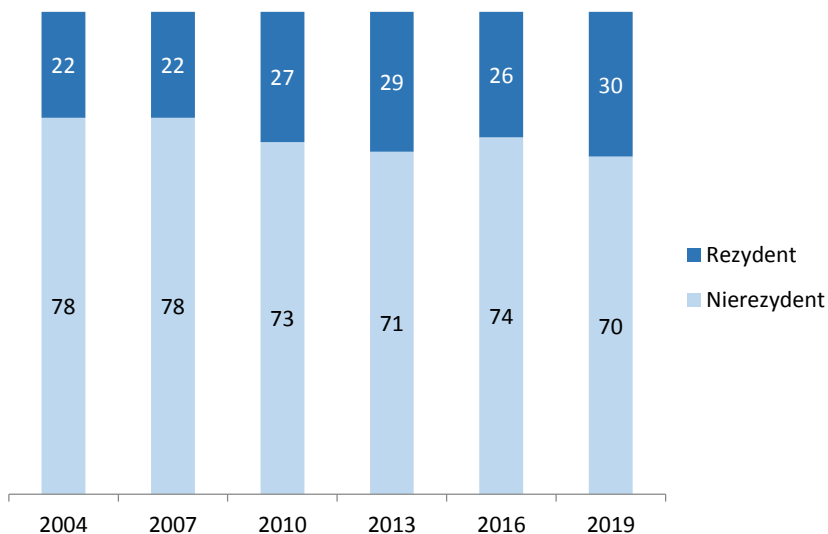
Widoczny spadek obrotów na rynku walutowym odnotowano w latach 2001-2004 oraz w latach 2007-2010. W 2004 roku spadek łącznych obrotów w dużej mierze był spowodowany zmniejszeniem obrotów na krajowym rynku kasowym. Średnia dzienna wartość transakcji kasowych spadła o około 25% w porównaniu do 2001 roku. Spadek ten dotyczył przede wszystkim transakcji z udziałem złotego i był związany z centralizacją zarządzania ryzykiem w bankach międzynarodowych. Część banków z udziałem kapitału zagranicznego ograniczyło aktywność na rynku złotego w Polsce, przenosząc te operacje na rynek londyński. Dodatkowo do spadku obrotów przyczyniły się fuzje w polskim systemie bankowym [NBP, 2004, s. 2].

Lata 2007-2009 to czas globalnego kryzysu finansowego, na skutek którego zwiększyła się zmienność kursu złotego, co w konsekwencji spowodowało większą niechęć do ryzyka [NBP, 2010, s. 4]. Spadek obrotów na krajowym rynku walutowym był wynikiem ograniczenia transakcji spekulacyjnych banków krajowych.

W analizowanym okresie najczęściej transakcji walutowych zawierali nierezydenci. W 2019 roku ich udział wyniósł 70%. Stopniowo rośnie również odsetek rezydentów zawierających transakcje na rynku walutowym. Związane jest to m.in. z coraz większym zainteresowaniem podmiotów krajowych rynkiem Forex.

Wykres 19 obrazuje udział rezydentów i nierezydentów w transakcjach na krajowym rynku walutowym.

Wykres 19. Udział transakcji zawieranych z rezydentami i nierezydentami na krajowym rynku walutowym w latach 2004⁶-2019 (w %)



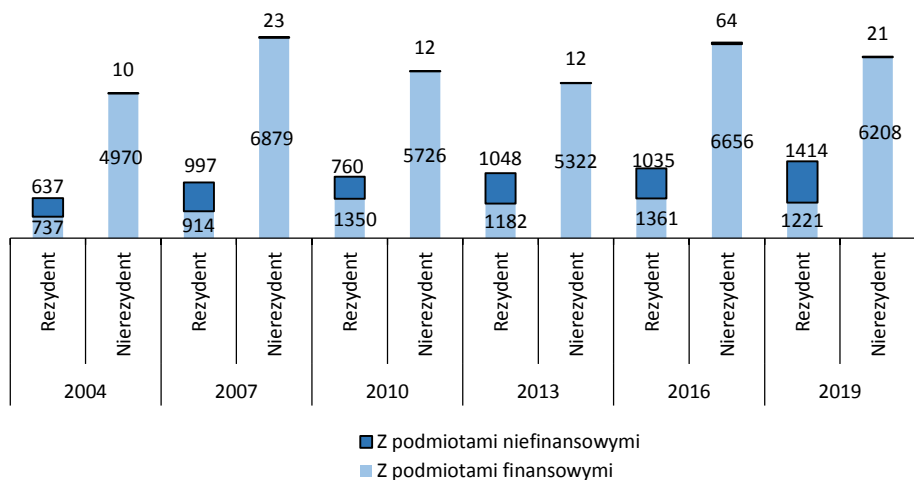
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2004, s. 3; NBP, 2007, s. 3; NBP, 2010, s. 4; NBP, 2013, s. 5; NBP, 2016, s. 5; NBP, 2019, s. 5].

W latach 2012-2019 liczba inwestorów na rynku Forex zwiększyła się z 67 tys. do 133 tys. W ciągu siedmiu lat liczba inwestorów na rynku walutowym wzrosła więc o 98,5% [NIK, 2017, s. 29].

Na przestrzeni analizowanych lat dominowały transakcje zawierane z podmiotami finansowymi, w głównej mierze przez nierezydentów. W 2019 roku ten rodzaj transakcji stanowił ponad 83%. Większa aktywność nierezydentów na rynku finansowym w gospodarce świadczy o otwieraniu się gospodarki i wzroście poziomu umiędzynarodowienia [Markiewicz, Mosionek-Schweda i Szmelter, 2016, s. 126]. Na wykresie 20 została przedstawiona dynamika transakcji walutowych z uwzględnieniem struktury podmiotowej.

⁶ Polska sporządza raporty dotyczące transakcji na rynku walutowym od 2004 roku, dlatego badanie związane z polskim rynkiem walutowym odnosi się do okresu 2004-2019.

Wykres 20. Dynamika transakcji walutowych według struktury podmiotowej w latach 2004-2019 (w mln USD)



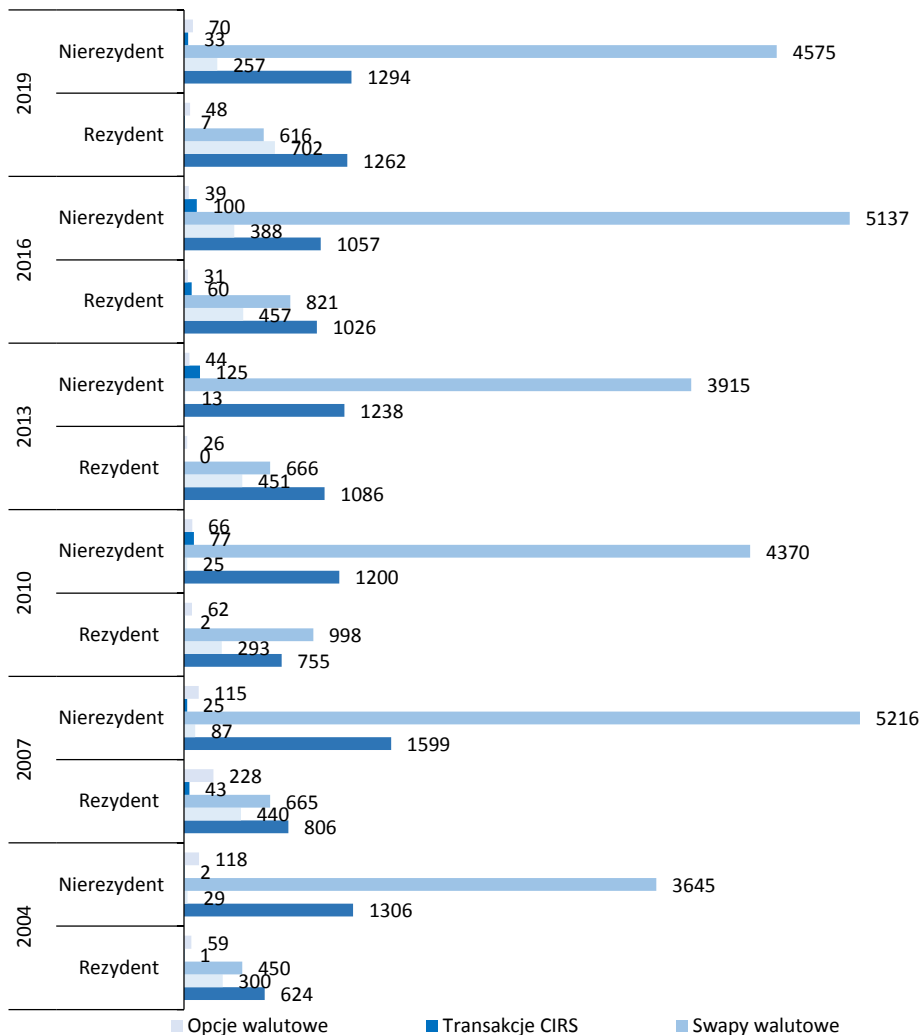
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2004, s. 3; NBP, 2007, s. 3; NBP, 2010, s. 4; NBP, 2013, s. 5; NBP, 2016, s. 5; NBP, 2019, s. 5].

Na krajowym rynku walutowym rezydenci zawierają transakcje zarówno z podmiotami finansowymi, jak i z podmiotami niefinansowymi. Z kolei nierezydenci zawierają praktycznie wyłącznie transakcje z podmiotami finansowymi. Głównym powodem zainteresowania podmiotów zagranicznych transakcjami z polskimi instytucjami jest wysoce płynny rynek złotego, generowany przede wszystkim przez instytucje finansowe, zwłaszcza banki [Markiewicz, Mosionek-Schweda i Szmelter, 2016, s. 126].

Jak zostało wykazane, nierezydenci są najbardziej aktywnymi uczestnikami rynku walutowego w Polsce, szczególnie w przypadku obrotu swapami walutowymi. Porównanie wielkości obrotów poszczególnymi transakcjami zawierany przez rezydentów i nierezydentów zaprezentowano na wykresie 21.

Dominacja transakcji swapowych z nierezydentami ilustruje fakt, że rynek walutowy w Polsce przybiera coraz więcej cech rynku eksterytorialnego, co powoduje, że wahania kursu złotego są mocno uzależnione od zmian parametrów finansowych międzynarodowego rynku walutowego [Bilski, Janicka i Konarski, 2013, s. 29].

Wykres 21. Średnie dzienne obroty transakcji zawieranych przez rezydentów i nierezydentów z uwzględnieniem poszczególnych rodzajów transakcji w latach 2004-2019 (w mln USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2004, s. 3 i 6; NBP, 2004, s. 3 i 7; NBP, 2010, s. 4; NBP, 2013, s. 5; NBP, 2016, s. 4; NBP, 2019, s. 5].

Duży udział nierezydentów ma również pewne pozytywne aspekty:

- poza otwartością i wzrostem umiędzynarodowienia duży udział nierezydentów w transakcjach na rynku Forex świadczy także o tym, że inwestorzy zagraniczni stali się bardzo ważnymi partnerami w transakcjach na rynku walutowym,
- bardzo duży udział transakcji z nierezydentami spowodował dominację funkcji spekulacyjnej rynku walutowego,

- ponadto zainteresowanie inwestorów zagranicznych rynkiem walutowym danego kraju wpływa także pozytywnie na jego wielkość oraz poziom płynności.

Umiędzynarodowienie rynku walutowego niesie za sobą również negatywne konsekwencje:

- duży udział inwestorów z zagranicy niesie za sobą dużą wrażliwość na czynniki zewnętrzne rynku walutowego, a tym samym całego systemu finansowego,
- w takiej sytuacji np. odpływ inwestorów zagranicznych może rodzić dużą zmienność w poziomie płynności na rynku walutowym danego kraju,
- zwłaszcza w sytuacjach kryzysowych inwestorzy zagraniczni rezygnują z inwestowania w danym kraju, uważając je za zbyt ryzykowne. Może to doprowadzić do zaburzeń na krajowym rynku walutowym.

Na podstawie powyższej analizy można sformułować następujące wnioski:

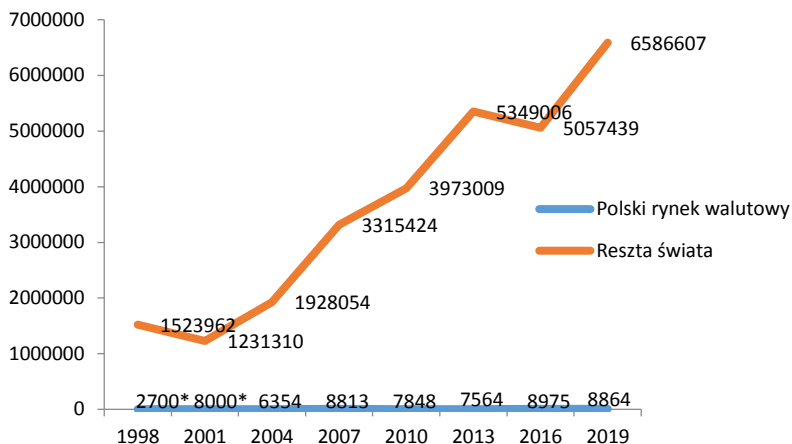
- krajowy rynek walutowy rozwija się płynnie i relatywnie dynamicznie,
- charakterystyczną cechą rynku walutowego w Polsce jest bardzo duży udział transakcji z nierezydentami,
- krajowy rynek walutowy staje się coraz dojrzałszy, co powoduje jego ściślejszy związek z międzynarodowym rynkiem walutowym i wpływa na wzrost zaangażowania podmiotów zagranicznych [Matkowska, 2013, s. 354-355].

2.3. Transakcje na rynku walutowym w Polsce na tle globalnych obrotów

Rynek Forex w Polsce jest stosunkowo nowym sposobem inwestowania. Od niedawna zaczyna jawić się polskim inwestorom jako atrakcyjna lokata kapitału. Na wykresie 22 pokazano wartość obrotów na polskim rynku walutowym w porównaniu do wartości transakcji reszty świata.

Jak pokazano na poniższym wykresie, transakcje dokonywane na polskim rynku walutowym w porównaniu do transakcji reszty świata są znikome. Wprawdzie pomimo ponad 228% wzrostu wartości transakcji zawieranych na rynku walutowym w Polsce, w latach 1998-2019 wciąż nie są to duże wartości. W 2019 roku wartość transakcji zawartych na rynku walutowym w Polsce wyniosła 8864 mld USD, względem ponad 6 bln transakcji zawartych przez resztę świata.

Wykres 22. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku walutowym względem reszty świata w latach 1998-2019 (w mln USD)

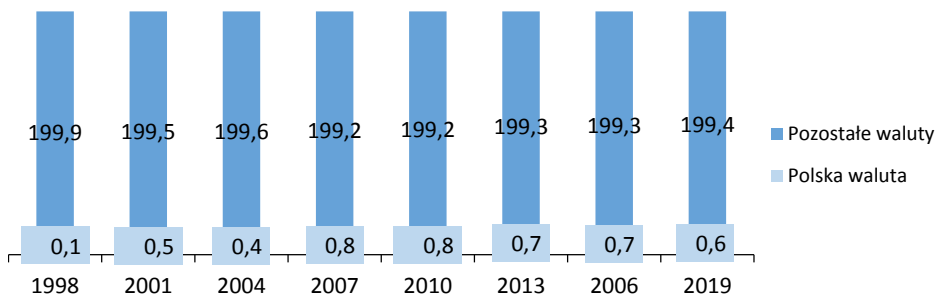


* Obroty obejmowały jeszcze wyłącznie transakcje na międzybankowym rynku walutowym.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 1999, s. 11; BIS, 2002, s. 12; BIS, 2013, s. 9; BIS, 2016, s. 9; BIS, 2019, s. 9; NBP, 2007, s. 2; NBP, 2010, s. 3; NBP, 2013, s. 4; NBP, 2016, s. 4; NBP, 2019, s. 4].

Na rynku Forex można obecnie zawierać transakcje z udziałem niemal każdej waluty. W okresie od 1998 roku do 2010 roku można zauważyć sukcesywny wzrost transakcji zawieranych z udziałem polskiej waluty. Natomiast w latach 2013-2019 niestety i tak już niewielki udział transakcji z polską walutą uległ zmniejszeniu. Udział ten w 2019 roku wyniósł zaledwie 0,6% wobec 199,4% udziału pozostałych walut. Należy zaznaczyć, że w każdej transakcji biorą udział dwie waluty, zatem suma udziałów procentowych poszczególnych walut wynosi 200% [BIS, 2019, s. 10] (wykres 23).

Wykres 23. Udział polskiej waluty w relacji do pozostałych walut w transakcjach na rynku Forex w latach 1998-2019 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2005, s. 9; BIS, 2010, s. 12; BIS, 2019, s. 10].

Słabe zainteresowanie polską walutą wynika m.in. z podwyższonego ryzyka transakcji dokonywanych w tej walucie. Transakcje te cechują się niską płynnością, a w związku z tym wysokimi kosztami transakcyjnymi, co również znajduje przełożenie na niskie zainteresowanie inwestorów. Zestawienie waluty polskiej z głównymi walutami obrazuje jak niewielkie jest ich znaczenie na rynku walutowym (tabela 11).

Tabela 11. Udział głównych walut i polskiej waluty w obrotach na rynku Forex w latach 1998-2019 (w %)

Waluta	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
USD	86,8	89,9	88	85,6	84,9	87	87,6	88,3
EUR	Nie dotyczy	37,9	37,4	37	39,1	33,4	31,3	32,3
JPY	21,7	23,5	20,8	17,2	19	23,1	21,6	16,8
GBP	11	13	16,5	14,9	12,9	11,8	12,8	12,8
PLN	0,1	0,5	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2005, s. 9; BIS, 2010, s. 12; BIS, 2019, s. 10].

Udział waluty polskiej w obrotach rynku Forex wyniósł w 2019 roku 0,6% wobec 88,3% udziału waluty USD czy 32,3% udziału EUR. Od początku badanego okresu liderem w obrotach na rynku Forex jest waluta USD. W porównaniu do walut głównych, wolumen polskiej waluty jest niewielki, a handel tymi walutami zwiększa się jedynie w momencie otwarcia rynków lokalnych.

Dane dotyczące udziału poszczególnych walut w podziale na różne instrumenty inwestycyjne są publikowane przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych dopiero od raportu z 2010 roku. Analiza udziału walut rynków wschodzących na rynku Forex, w podziale na poszczególne instrumenty inwestycyjne, pokazuje, że w 2019 roku w walucie polskiej zawarto transakcje swapowe o wartości 22 mld USD, transakcje typu spot o wartości 12 mld USD, transakcje outright forwards o wartości 5 mld USD oraz transakcje opcyjne o wartości 1 mld USD (tabela 12).

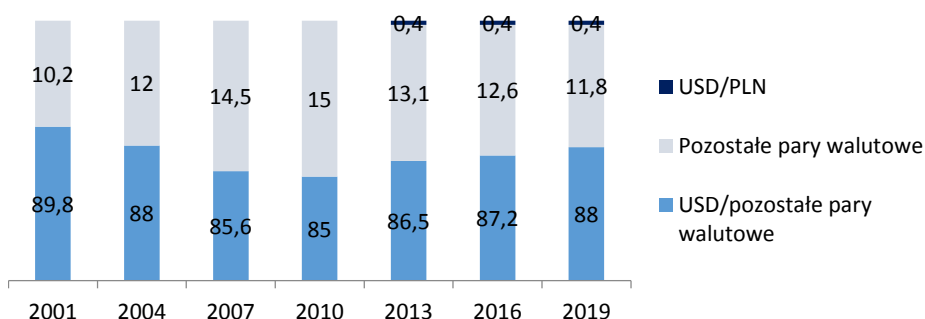
Tabela 12. Udział walut w podziale na poszczególne instrumenty inwestycyjne w latach 2010-2019 (w mld USD)

Rok	2010		2013		2016		2019	
	PLN	Pozostałe waluty	PLN	Pozostałe waluty	PLN	Pozostałe waluty	PLN	Pozostałe waluty
Spot	7,193	1,483,012	11	2,035	12	1,642	12	1,975
Outright forwards	3,559	471,448	6	674	4	696	5	994
Swapy walutowe	19,074	1,746,136	20	2,208	18	2,365	22	3180
CIRS	181	42,685	0	54	0	96	0	108
Opcje walutowe	2,083	205,181	1	336	1	253	1	293

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2010, s. 46-52; BIS, 2013, s. 13; BIS, 2016, s. 13; BIS, 2019, s. 13].

W handlu parami walutowymi na rynku Forex dominują transakcje zawierane w parze z walutą USD. W ostatnich latach niewiele zmieniała się liczba transakcji zawieranych w parze USD/PLN, a ich udział nadal jest stosunkowo niski, gdyż wynosi zaledwie 0,4% (wykres 24).

Wykres 24. Udział par walutowych w transakcjach na rynku Forex w latach 2001-2019 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2016, s. 11; BIS, 2019, s. 11].

Słabe zainteresowanie inwestycjami w walutę USD/PLN przekłada się na niski wolumen transakcji w wartościach absolutnych. W tabeli 13 odzwierciedlono dzienne obroty w parze walutowej USD/PLN w wartościach absolutnych.

Tabela 13. Udział par walutowych w transakcjach na rynku Forex w latach 2001-2019 (w mln USD)

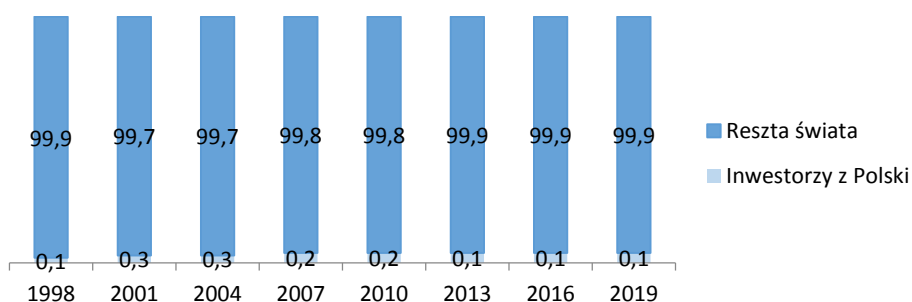
Para walutowa	Rok						
	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
	Wartość	Wartość	Wartość	Wartość	Wartość	Wartość	Wartość
USD/ PLN	0	0	0	0	22	19	25
USD/pozostałe pary walutowe	1 114	1 702	2 845	3 372	4 641	4 417	5 794
Pozostałe pary walutowe	126	232	479	603	697	629	771

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2016, s. 13; BIS, 2019, s. 13].

Według raportu Banku Rozrachunków Międzynarodowych od 2013 roku udział transakcji zawieranych w parze USD/PLN nieznacznie się zwiększył. W 2019 roku wartość średnich dziennych transakcji wyniosła 25 mln USD, podczas gdy łączny średni dzienny obrót wyniósł 6 590 bln USD. Udział pary walutowej USD/PLN jest zatem marginalny. Także udział PLN z EUR jest znikomy. W 2019 roku wolumen transakcji zawieranych na parze EUR/PLN wyniósł nieco ponad 0,2% [BIS, 2019, s. 11].

Niewielkie zainteresowanie transakcjami z udziałem polskiej waluty może wynikać z niewielkiej aktywności inwestorów z Polski. Ich udział w obrotach światowych między 1998 a 2019 rokiem nie był zbyt zróżnicowany (wykres 25). W 2019 roku wyniósł zaledwie 0,1%. W obrotach na rynku Forex największy udział w 2019 roku mieli inwestorzy z Wielkiej Brytanii (43,1%), Stanów Zjednoczonych (16,5%), Singapuru (7,6%), Hongkongu (7,6%), Japonii (4,5%) i Francji (2%) [BIS, 2019, s. 14]. Udział inwestorów z pozostałych gospodarek jest nieznaczący.

Wykres 25. Udział inwestorów z gospodarek wschodzących w obrotach na rynku Forex w latach 1998-2019 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [BIS, 2013, s. 14; BIS, 2019, s. 14].

Jak wynika z powyższego wykresu, zainteresowanie inwestorów z Polski rynkiem walutowym jest bardzo niskie. Co więcej, od 2013 roku zaangażowanie polskich inwestorów w transakcjach na rynku Forex znajduje się na tym samym poziomie i wynosi raptem 0,1%. Jedną z głównych przyczyn może być słabo rozwinięty rynek finansowy w Polsce. Proces rozwoju rynku finansowego jest długi i często niestabilny. Innym powodem może być również brak odpowiedniej edukacji w tym zakresie.

2.4. Charakterystyka transakcji zawieranych na krajowym rynku walutowym

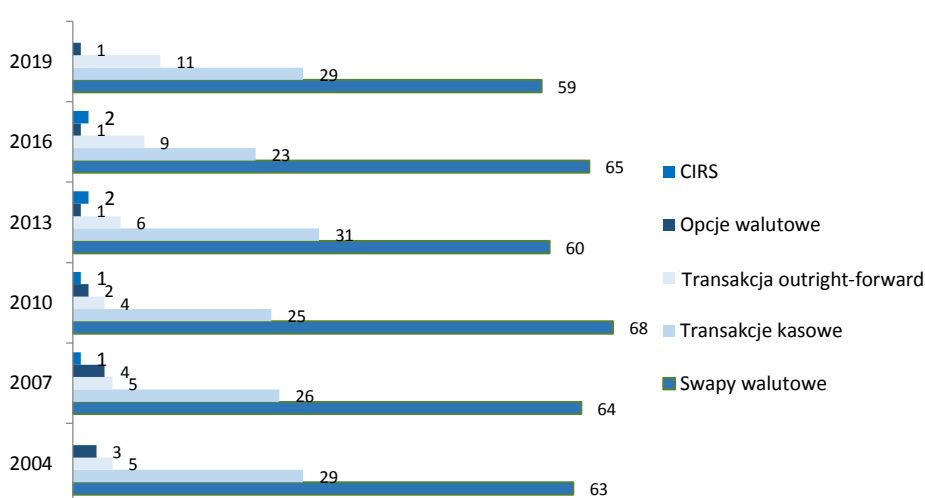
Jakościowy rozwój krajowego rynku walutowego można zaobserwować poddając analizie jego poszczególne segmenty. Obecnie zgodnie z klasyfikacją stosowaną przez NBP oraz Bank Rozrachunków Międzynarodowych rynek walutowy składa się z następujących transakcji [NBP, 2019, s. 22]:

- kasowych transakcji wymiany walut (spot),
- terminowych transakcji wymiany walut (outright forward),

- swapów walutowych (FX swaps),
- dwuwalutowych transakcji wymiany płatności odsetkowych (swap walutowo-procentowy, Cross-Currency Interest Rate Swap – CIRS),
- opcji walutowych (FX option)⁷.

Uwzględniając wartość obrotów, kluczowym segmentem rynku walutowego jest rynek transakcji swapów walutowych. W 2019 roku udział ten stanowił 59%. Duża płynność tego segmentu wynika w głównej mierze z różnych możliwości zastosowania tych instrumentów. Banki zagraniczne wykorzystywały swapy walutowe do zarządzania płynnością w złotych oraz na potrzeby finansowania ich zaangażowania w obligacje skarbowe, nominowane w złotych [NBP, 2013, s. 10]. Segment ten pozostaje również najbardziej umiędzynarodowiony [Markiewicz, Mosionek-Schweda i Szmelter, 2016, s. 128]. Szczegółowe dane na temat procentowego udziału poszczególnych rodzajów transakcji na krajowym rynku walutowym przedstawiono na wykresie 26.

Wykres 26. Udział poszczególnych rodzajów transakcji na krajowym rynku walutowym w latach 2004-2019 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2004, s. 3 i 6-7; NBP, 2010, s. 4; NBP, 2013, s. 5; NBP, 2016, s. 4; NBP, 2019, s. 5].

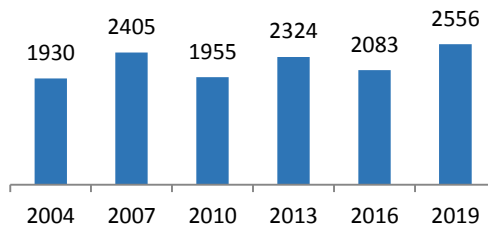
⁷ Do 2007 roku rynek walutowy obejmował transakcje kasowe i terminowe, czyli swapy walutowe i kontrakty outright forward. Wówczas osobno obowiązywał podział na rynek walutowy i rynek pozagiełdowych instrumentów pochodnych. W 2010 roku dokonano modyfikacji definicji rynku walutowego, który objął: rynek kasowych transakcji walutowych i rynek walutowych instrumentów pochodnych, składający się z: transakcji outright forward, swapów walutowych, transakcji CIRS oraz opcji walutowych. W opracowaniu przyjęto podział zgodny z definicją z 2013 roku. Za: [NBP, 2007, s. 2; NBP, 2010, s. 2; NBP, 2013, s. 4.]

Wysoki udział w transakcjach mają również transakcje kasowe. Obroty transakcjami kasowymi wyniosły w 2019 roku 29%. W badanym okresie znacząco (z 5% do 11%) wzrósł udział transakcji outright forward. Najmniej płynnym rynkiem jest rynek transakcji CIRS oraz opcji walutowych. W latach 2007-2019 można zauważyć spadek i tak już małych obrotów na tych instrumentach. Po negatywnych doświadczeniach z transakcji na opcjach walutowych w latach 2008-2009 polscy inwestorzy wciąż nieufnie podchodzą do tego instrumentu jako środka minimalizowania ryzyka kursowego.

2.4.1. Kasowe transakcje wymiany walut (spot)

W latach 2004-2019 obroty na rynku transakcji kasowych zwiększyły się z 1 930 mld USD w 2004 roku do 2 556 mld USD w 2019 roku. Odnotowano zatem wzrost o 32%. Na wykresie 27 pokazano obroty na krajowym rynku transakcji kasowych. Ten wzrost w dużej mierze był spowodowany wzmożoną aktywnością krajowych podmiotów, jak również był związany ze wzrostem wartości płatności z tytułu handlu zagranicznego [NBP, 2019, s. 6]. Zainteresowanie inwestorów transakcjami kasowymi wynikało również z łatwiejszego dostępu do platform transakcyjnych, który to znacznie poprawił się na przestrzeni ostatnich kilku lat.

Wykres 27. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku transakcji kasowych w latach 2004-2019 (w mln USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2007, s. 2; NBP, 2013, s. 4; NBP, 2019, s. 4].

W analizowanym okresie wyraźnie zmieniła się struktura walutowa transakcji kasowych. W latach 2004-2019 transakcje na parze walutowej EUR/PLN odnotowały dynamiczny wzrost z 19% w 2004 roku do 51% w 2019 roku. Największy wzrost transakcji na tej parze walutowej wystąpił w 2007 roku. Głównym powodem tego wzrostu było przystąpienie Polski do Unii Europejskiej. Wówczas udział tych transakcji wzrósł z 19% do 54%. Struktura transakcji kasowych została pokazana w tabeli 14.

Tabela 14. Struktura walutowa transakcji kasowych na krajowym rynku walutowym w latach 2004-2019 (w %)

Rok	Para walutowa						
	USD/PLN	EUR/PLN	Inne/PLN	EUR/USD	Inne/USD	Inne/EUR	Inne
2004	35	19	1	33	9	3	
2007	8	54	3	22	8	6	
2010	10	59	3	19	4	5	
2013	15	55	5	17	3	5	
2016	13	61	5	13	3	5	1
2019	14	51	4	15	10	7	

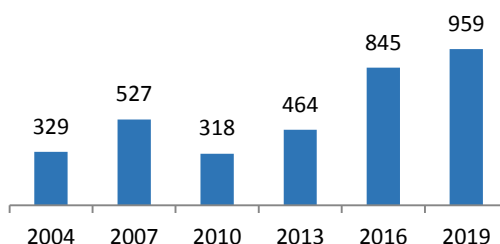
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2007, s. 4; NBP, 2013, s. 7; NBP, 2019, s. 8].

Z kolei udział transakcji USD/PLN w analizowanym okresie zmniejszył się z 35% w 2004 roku do 8% w 2007 roku. Spadek ten w głównej mierze wynikał ze wzrostu zainteresowania transakcjami w parze walutowej EUR/PLN ze strony głównych inwestorów.

2.4.2. Terminowe transakcje wymiany walut (outright forward)

W analizowanym okresie obroty na rynku transakcji outright forward wzrosły z 329 mln USD w 2004 roku do 959 mln USD w 2019 roku. Odnotowano zatem wzrost o ponad 191%. Na wykresie 28 pokazano obroty na krajowym rynku transakcji outright forward. Upowszechnienie się tego typu transakcji umożliwiło uczestnikom rynku Forex dokonywanie transakcji w celach inwestycyjnych lub spekulacyjnych. Stąd też stają się one coraz bardziej atrakcyjne dla polskiego inwestora.

Wykres 28. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku transakcji outright forward w latach 2004-2019 (w mln USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2007, s. 2; NBP, 2013, s. 4; NBP, 2019, s. 4].

W latach 2004-2019 struktura walutowa transakcji outright forward uległa niewielkim przeobrażeniom. Zmiany te pokazano w tabeli 15. Struktura tych transakcji wynikała w znacznym stopniu z dominacji transakcji spekulacyjnych niż ze struktury walutowej płatności polskich przedsiębiorstw w handlu zagranicznym [NBP, 2019, s. 9].

Tabela 15. Struktura walutowa transakcji outright forward na krajowym rynku walutowym w latach 2004-2019 (w %)

Rok	Para walutowa						
	USD/PLN	EUR/PLN	Inne/PLN	EUR/USD	Inne/USD	Inne/EUR	Inne
2004	19	36	3	21	13	9	
2007	24	58	5	10	2	1	
2010	22	68	7	2	1	1	
2013	25	61	12	1	2		
2016	20	27	7	31	8	2	5
2019	19	29	3	44	3	1	1

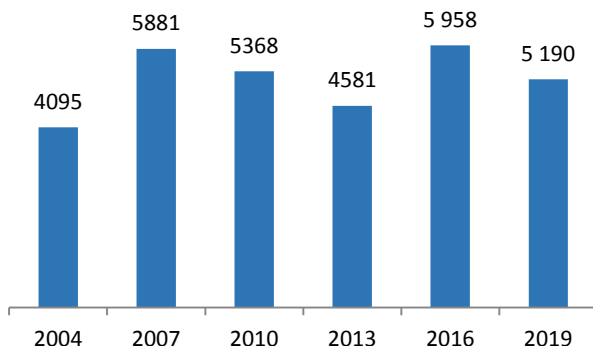
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2007, s. 4; NBP, 2013, s. 7; NBP, 2019, s. 8].

W całym badanym okresie transakcje na parze walutowej EUR/USD zanoowały największy wzrost. W 2004 roku transakcje te stanowiły 21%, po czym wzrosły do 44% w 2019 roku. Duży udział odnotowano również na parze walutowej EUR/PLN – 29% wartości transakcji na rynku outright forward, jak również na parze USD/PLN – 19% obrotów.

2.4.3. Swapy walutowe (FX swap)

Najpłynniejszym instrumentem rynku walutowego w Polsce wciąż pozostają transakcje swapowe. W latach 2004-2019 obroty na tym rynku zwiększyły się z 4 095 mln USD w 2004 roku do 5 190 mln USD w 2019 roku. Odnotowano zatem wzrost o prawie 27%. Na wykresie 29 pokazano obroty na krajowym rynku swapów walutowych. Powodem tak dużej popularności w Polsce tego typu instrumentu jest różnorodność jego zastosowania. Zagraniczne banki komercyjne bardzo często wykorzystywały je do zarządzania płynnością w złotych, a także na potrzeby finansowania ich zaangażowania w obligacje skarbowe nominowane w polskiej walucie [NBP, 2013, s. 10]. Transakcje swapowe są też najbardziej umiędzynarodowione [Markiewicz, Mosiek-Schweda i Szmelter, 2016, s. 128].

Wykres 29. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku swapów walutowych w latach 2004-2019 (w mln USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2007, s. 2; NBP, 2013, s. 4; NBP, 2016, s. 4; NBP, 2019, s. 4].

W całym badanym okresie w transakcjach na rynku swapów dominowały transakcje zawierane na parze USD/PLN. Choć udział tych transakcji zmniejszył się w badanym okresie z 84% w 2004 roku do 50% w 2019 roku, to wciąż para ta ma największe znaczenie. Główną przyczyną spadku zainteresowania były zawirowania na światowym rynku finansowym oraz upadek banku Lehman Brothers [NBP, 2010, s. 7]. Struktura transakcji swapowych została pokazana w tabeli 16.

Tabela 16. Struktura walutowa swapów walutowych na krajowym rynku walutowym w latach 2004-2019 (w %)

Rok	Para walutowa						
	USD/PLN	EUR/PLN	Inne/PLN	EUR/USD	Inne/USD	Inne/EUR	Inne
2004	84	1		5	9		
2007	73	4		9	13	1	
2010	56	16	1	14	7	5	
2013	52	13	2	16	13	3	
2016	43	17	1	27	8	3	
2019	50	25	1	12	8	3	1

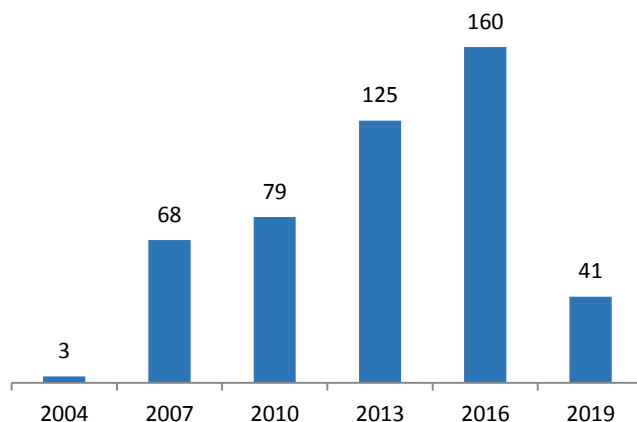
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2007, s. 4; NBP, 2013, s. 7; NBP, 2016, s. 8; NBP, 2019, s. 8].

Na rynku transakcji swapowych odnotowano spektakularny wzrost udziału pary walutowej EUR/PLN. W 2004 roku udział ten wyniósł zaledwie 1%, jednak już w 2019 roku zwiększył się do 25%. Wzrost ten był spowodowany niskimi kosztami pozyskania waluty euro na rynku pieniężnym z uwagi na rekordowo niskie stopy procentowe utrzymywane przez Europejski Bank Centralny [NBP, 2019, s. 12].

2.4.4. Dwuwalutowe transakcje wymiany płatności odsetkowych (swap walutowo-procentowy, Cross-Currency Interest Rate Swap – CIRS)

W latach 2004-2019 obroty na rynku transakcji CIRS zwiększyły się z 3 mln USD w 2004 roku do 41 mln USD w 2019 roku. Odnotowano zatem wzrost równy o ponad 1266%. Na wykresie 30 pokazano obroty na krajowym rynku transakcji CIRS. Największy wzrost transakcji CIRS zaobserwowano w latach 2004-2016, wówczas odnotowano wzrost z 3 mln USD do 160 mln USD. Głównym powodem wzrostu tych transakcji była zwiększona liczba transakcji dokonywanych przez banki komercyjne w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym wynikającym z posiadania przez nie portfeli kredytów mieszkaniowych nominowanych w walutach obcych [NBP, 2016, s. 12].

Wykres 30. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku transakcji CIRS w latach 2004-2019 (w mln USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2007, s. 6; NBP, 2013, s. 4; NBP, 2019, s. 4].

Obserwowany w 2019 roku spory spadek zainteresowania transakcjami CIRS wynikał ze stopniowego spadku wartości portfela kredytów mieszkaniowych, jak również z powodu pozyskania odpowiedniego finansowania w walutach obcych, głównie poprzez emisję papierów dłużnych [NBP, 2019, s. 13].

Podobnie jak w przypadku transakcji kasowych, struktura transakcji CIRS również uległa pewnym przeobrażeniom. W tabeli 17 pokazano strukturę transakcji CIRS na krajowym rynku walutowym.

Tabela 17. Struktura walutowa transakcji CIRS na krajowym rynku walutowym w latach 2004-2019 (w %)

Rok	Para walutowa					
	USD/PLN	EUR/PLN	Inne/PLN	EUR/USD	Inne/USD	Inne/EUR
2007	17	41	31			10
2010		73	18			9
2013	10	55	23	11	1	1
2016		18	28	51		3
2019	17	67	1	7	1	7

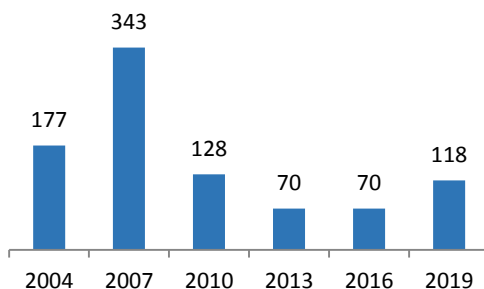
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2010, s. 9; NBP, 2013, s. 7; NBP, 2019, s. 8].

W badanym okresie dominowały transakcje na parze walutowej EUR/PLN. W 2019 roku udział tej pary walutowej wyniósł 67%, co daje 49% wzrost względem 2016 roku. Drastycznie zmniejszył się natomiast udział pary walutowej EUR/USD, z 51% w 2016 roku do 7% w 2019 roku.

2.4.5. Opcje walutowe (FX option)

W latach 2004-2019 obroty na rynku transakcji opcyjnych zmniejszyły się z 177 mln USD w 2004 roku do 118 mln USD w 2019 roku. Odnotowano zatem spadek o ponad 33%. Na wykresie 31 pokazano obroty na krajowym rynku opcji walutowych. Znaczący wzrost zainteresowania transakcjami opcyjnymi nastąpił w 2007 roku. Główną przyczyną tego wzrostu była zwiększona aktywność wśród podmiotów niefinansowych. Banki komercyjne coraz częściej zaczęły oferować swoim klientom opcje egzotyczne. Dodatkowo wzrost wymiany handlowej, który wystąpił w latach 2004-2007, spowodował wzrost zapotrzebowania na instrumenty zabezpieczające przyszłe płatności nominowane w walutach obcych [NBP, 2007, s. 8]. Tego typu transakcje coraz częściej wykorzystywano także do ochrony przed ryzykiem walutowym.

Wykres 31. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku opcji walutowych w latach 2004-2019 (w mln USD)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2007, s. 6; NBP, 2010, s. 3; NBP, 2013, s. 4; NBP, 2019, s. 4].

W 2010 roku wśród przedsiębiorców nastąpił spadek zainteresowania transakcjami opcyjnymi, wynikający ze strat, jakie ponieśli oni z tytułu zawieranych transakcji opcyjnych w latach 2008-2009, które skutecznie zniechęciły ich do wykorzystywania tego instrumentu w celu ochrony przed ryzykiem kursowym. Dodatkowo niektóre banki komercyjne zdecydowały o wycofaniu ze swojej oferty opcji walutowych.

Na przestrzeni badanych lat struktura walutowa transakcji opcyjnych nie uległa większym przeobrażeniom. Strukturę transakcji opcyjnych pokazano w tabeli 18.

Tabela 18. Struktura walutowa transakcji opcyjnych na krajowym rynku walutowym w latach 2004-2019 (w %)

Rok	Para walutowa						
	EUR/PLN	USD/PLN	Inne/PLN	EUR/USD	Inne/USD	Inne/EUR	Inne
2004	43	35	1	21			
2007	63	24	3	7	3		
2010	87	11		1	1		
2013	61	32	1	2		4	
2016	58	29	1	8	3		
2019	56	37	1	4	3		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [NBP, 2007, s. 8; NBP, 2010, s. 9; NBP, 2013, s. 7; NBP, 2019, s. 8].

W strukturze walutowej obrotów na rynku FX option nadal przeważały opcje na kurs EUR/PLN. Transakcje te odpowiadały za 57% wartości obrotów na tym rynku. Duży udział w transakcjach opcyjnych odnotowano również na parze walutowej USD/PLN, który w 2019 roku osiągnął poziom 37%.

Rola danych makroekonomicznych na rynku Forex

3

Rozdział

3.1. Rola danych makroekonomicznych jako determinantów reakcji kursów walutowych na rynku Forex – przegląd literatury

Kurs walutowy odzwierciedla działanie sił rynkowych. Wynika z relacji popytu do podaży danej pary walutowej. Podstawową rolę w kształtowaniu poziomu kursu walutowego odgrywa więc popyt i podaż na daną parę. Na wielkości te oddziałują m.in. czynniki o charakterze fundamentalnym, czyli dane makroekonomiczne. Kurs walutowy kształtuje się czasem wbrew oczekiwaniom wynikającym z długookresowych analiz opartych na raportach dotyczących kondycji gospodarczej. Z uwagi na dużą liczbę uczestników rynku oraz motywów, którymi kierują się poszczególne podmioty, nie można z całkowitą pewnością przewidzieć kształtowania się kursu danej waluty.

W niniejszym rozdziale skoncentrowano się na determinantach krótkookresowej zmiany kursu walutowego. W związku z tym zostały omówione jedynie publikacje z tego zakresu, a nie cała literatura poświęcona determinantom kursów walutowych.

Badania empiryczne i praktyka gospodarcza dowodzą, że kursy walutowe reagują na informacje dotyczące danych makroekonomicznych [Goodhart, 1989; Almeida, Goodhart i Payne, 1998; Andersen, Bollerslev, 1998; Zettelmeyer, 2004; Gau i Wu, 2017]. Neely również badał relację między publikacją danych makroekonomicznych a reakcją kursów walutowych [Neely, 2011]. Wyniki badań pokazały, że ogłoszenia makroekonomiczne w znacznym stopniu przyczyniają się do zmienności kursu, a zaplanowane i nieplanowane wiadomości

zwykle zwiększają zmienność kursu przez około godzinę po publikacji, często powodując skoki cenowe. Ponadto wiadomości ze Stanów Zjednoczonych zwykle powodują większy wpływ na dane niż wiadomości zagraniczne, a największą zmienność zaobserwowano po publikacji danych dotyczących zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, bilansu handlowego oraz stóp procentowych.

Badania empiryczne potwierdzają również, że inwestorzy walutowi przypisują różną wagę poszczególnym wskaźnikom makroekonomicznym. Cheung i Chinn [2001, s. 448-449] wykazali różne znaczenie zmiennych makroekonomicznych dla kształtowania się kursów walutowych. Szczególne znaczenie mają dane z gospodarki Stanów Zjednoczonych [Bacchetta i Van Wincoop, 2013; Chatrath i in., 2014]. Zmienność kursów walutowych w efekcie publikacji danych z gospodarki amerykańskiej została potwierdzona m.in. w badaniach Andersena, Bollersleva, Diebolda i Vegada [2003], Devereux i Lane'a [2003], Morany [2009], Insaha [2013] czy Mirchandaniego [2013]. Goodhart [1989] dowodził silnego wpływu publikowanych danych makroekonomicznych z USA na zmienność kursów walutowych, podkreślając, że siła wpływu maleje wraz z upływem czasu. Podobne wnioski sformułowali Andersen i Bollerslev [1998], pisząc, że wpływ danych z USA na zmienność kursów walutowych jest znaczący, ale krótkotrwały. Z badań Matesanza i Ortegi [2015], dotyczących wpływu komunikatów makroekonomicznych na zmienność kursów walutowych, wynika, że dane makroekonomiczne z USA mają znaczący wpływ na kurs EUR/USD, EUR/JPY oraz USD/JPY. Omrane i Savaşer [2016], analizując kształtowanie się euro, jena i funta pod wpływem korzystnych i niekorzystnych wiadomości makroekonomicznych z USA, dowodzili, że na zmienność kursów walutowych najsilniej wpływają dane dotyczące: sektora nieruchomości (w szczególności sprzedaży nowych domów i rozpoczęcia budowy domów), rynku pracy (w szczególności zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym i zasiłków dla bezrobotnych), inflacji CPI oraz zaufania konsumentów. Dodatkowo zwrócili uwagę na duży wpływ chronologii publikacji w ciągu miesiąca, wykazując, że spośród jednej kategorii zmiennych największe znaczenie mają dane publikowane jako pierwsze. Evans i Speight [2010] wykazali zasadniczy wpływ amerykańskich danych makroekonomicznych na zmienność kursu EUR/USD, dowodząc szczególnego znaczenia publikacji dotyczących zatrudnienia oraz bilansu handlowego. Badania empiryczne potwierdziły również istotny statystycznie wpływ informacji o stanie bilansu handlowego w USA na zmienność kursów walutowych [Ito i Roley; 1986; Hogan, Michael i Roberts, 1991, s. 90-91; Aggarwal i Schirm, 1992; Hogan i Melvin, 1994, s. 239-247]. Badania Aggarwala i Schirma [1998] wykazały, że kurs walutowy słabiej reagował na duże niespodzianki, rozumiane jako różnica między wartością oczekiwaną, prognozowaną a wartością faktycznie opublikowaną. Natomiast badania Harrisa i Zabki [1995] oraz Edisona [1997]

wykazały, że wyraźnie pozytywny i istotny statystycznie wpływ na kształtowanie się kursu dolara mają dane o zmianie zatrudnienia w USA. Z kolei badania Simpsona, Ramchandra i Chaudhry'a [2005], w których dokonano analizy wpływu 23 ogłoszeń makroekonomicznych na kursy walutowe, dowiodły, iż kursy te reagowały na ogłoszenia dotyczące inflacji, popytu konsumpcyjnego i stóp procentowych. Z badań wynikało również, że największa reakcja kursów walutowych była efektem publikacji danych dotyczących bilansu handlowego i wykorzystania mocy produkcyjnych.

Ikizlerli, Holmes i Anderson [2019], analizując reakcję inwestorów zagranicznych, lokalnych instytucji oraz lokalnych inwestorów indywidualnych na ogłoszenia makroekonomiczne, wykazali, że różni inwestorzy reagują w różny sposób na globalne, regionalne i lokalne niespodzianki makroekonomiczne.

Badania Galatiego i Ho [2001], które koncentrowały się w głównej mierze na analizie stopnia zmienności kursu walutowego EUR/USD na wiadomości makroekonomiczne ze Stanów Zjednoczonych oraz ze strefy euro, potwierdziły tezę o istotnym statystycznie wpływie danych z gospodarki amerykańskiej na zmienność kursu walutowego EUR/USD. Ponadto badania wykazały, że w przypadku danych będących miernikami aktywności gospodarczej pozytywna niespodzianka, tj. różnica faktycznie opublikowanej wartości i jej oczekiwanej wartości, powoduje większą niż oczekiwana aktywność w danym kraju, wpływając zwykle na aprecjację waluty danego kraju [Chatrath i in., 2014, s. 61]. Badanie wpływu danych makroekonomicznych z USA oraz ze strefy euro, przeprowadzone przez Caruso [2016], dowiodło wpływu danych ze strefy euro na kształtowanie się kursu walutowego EUR/USD. Wpływ ten był szczególnie zauważalny po kryzysie z 2008 roku.

Siła oddziaływania poszczególnych danych makroekonomicznych na kursy walutowe może mieć duże, średnie lub niewielkie znaczenie. Ten podział jest powszechnie stosowany zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w analizach rynkowych [Matesanz i Ortega, 2015, s. 87]. Wskaźniki makroekonomiczne o dużym znaczeniu zwykle wywierają najsilniejszy wpływ na kształtowanie się kursu walutowego. Wskaźniki o średnim znaczeniu najczęściej mają istotny wpływ na kształtowanie się kursu walutowego. Wskaźniki makroekonomiczne o niewielkim znaczeniu przeważnie nie powodują większej zmienności kursów. Zazwyczaj umacniają one istniejący trend, zwykle nie powodując jego odwrócenia [Thomsett, 1998, s. 119-121]. Znaczenie przypisane poszczególnym wskaźnikom makroekonomicznym nie jest stałe i może się zmieniać, np. z powodu zmiany otoczenia rynkowego. Znalazło to potwierdzenie w licznych badaniach naukowych [Stock i Watson, 1996; Rossi, 2006; Pastor i Veronesi, 2009; Sarno i Valente, 2009; Bacchetta i Van Wincoop, 2013].

3.2. Charakterystyka najważniejszych danych makroekonomicznych

Popyt i podaż na daną parę walutową zależą od wielu czynników. Wśród najistotniejszych z nich wymienia się czynniki ekonomiczne, instytucjonalne (m.in.: stabilność polityczną i interwencje władz monetarnych), a także czynniki psychologiczne [Świder, 2018, s. 29]. W zglobalizowanym świecie wymienione czynniki mają zasadniczy wpływ na gospodarkę, a w związku z tym – na ceny walut, dlatego te grupy determinantów są uwzględniane w każdej analizie rynku walutowego. Z uwagi na cel niniejszej pracy skoncentrowano się wyłącznie na czynnikach ekonomicznych, ze szczególnym uwzględnieniem danych makroekonomicznych.

Czynniki ekonomiczne ze względu na swoją mierzalność są najczęściej wykorzystywane do tworzenia tzw. analizy fundamentalnej. Dane, z jakich korzysta się przy opracowywaniu analiz, muszą pochodzić z zaufanych, najczęściej oficjalnych źródeł. Informacje są publikowane w różnorodnej formie, np. okresowych raportów, a także udostępniane na bieżąco na stronach internetowych instytucji publicznych, m.in. urzędów statystycznych. Czynniki ekonomiczne można podzielić na:

- podstawowe wskaźniki makroekonomiczne,
- wskaźniki opisujące rynek pracy,
- wskaźniki opisujące sytuację na rynku nieruchomości,
- wskaźniki pochodzące z sektora przedsiębiorstw,
- wskaźniki opisujące decyzje producentów,
- wskaźniki opisujące decyzje konsumentów,
- wskaźniki dotyczące nastrojów konsumenckich,
- wskaźniki regionalne banków zrzeszonych w Systemie Rezerwy Federalnej,
- pozostałe wskaźniki makroekonomiczne.

3.2.1. Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne

Dostarczają informacji na temat klimatu inwestycyjnego. Stanowią fundament dla decyzji inwestorów, gdyż na ich podstawie można przewidywać kondycję gospodarczą kraju. Wśród najważniejszych wskaźników można wskazać:

- tempo wzrostu produktu krajowego brutto (PKB; Gross Domestic Product – GDP),
- wskaźniki inflacyjne (indeks CPI – Consumer Price Index, indeks PPI – Producer Price Index, indeks cen wydatków konsumpcyjnych – Personal Consumption Expenditures – PCE oraz subindeks cen ISM),

- bilans handlowy (*trade balance*),
- stopę procentową (*Federal Funds Rate*).

Tempo wzrostu produktu krajowego brutto

Pierwsze próby skonstruowania wskaźnika PKB pojawiły się już w 1930 roku, kiedy wynajęty przez Departament Handlu USA ekonomista Simon Kuznets podjął próbę opracowania wskaźnika o produkcji gospodarczej Stanów Zjednoczonych [Department of Commerce, 2012, s. 1; Coyle, 2018, s. 50]. Pierwsze wstępne szacunki dokonane przez Kuzneta obejmowały dochód wytworzony, produkt narodowy netto, a także dochód narodowy wypłacony, który stanowił łączne wynagrodzenie za wkład pracy w tworzeniu produktu netto. Wskaźnik Kuzneta, mimo że zaprezentowany po raz pierwszy przed Senatem w 1934 roku, doczekał się formalnej prezentacji dopiero w 1947 roku jako dodatek do lipcowego wydania *Survey of Current Business*. Zawarte w nim informacje o Dochodzie i Produkcie Narodowym zorganizowano w 48 tabelach. W owym czasie dane te podzielono na sześć rachunków. Były to pierwsze próby stworzenia formalnej metody rachunkowości dochodu narodowego, zupełnie różniącej się od dzisiejszej, zdecydowanie bardziej szczegółowej i rozbudowanej. Na przestrzeni kolejnych lat wskaźnik ten ulegał ciągłym ulepszeniom.

Jeszcze do 1991 roku miarą całkowitej działalności gospodarczej był PNB. Produkt Narodowy Brutto (PNB) jest miernikiem całkowitych dochodów uzyskiwanych przez obywateli danego kraju w ciągu określonego czasu, niezależnie od miejsca świadczenia usług przez czynniki produkcji [Begg, Fischer i Dornbusch, 1998a, s. 38]. PKB stał się oficjalnym barometrem w momencie, kiedy ekonomiści BEA uznali ten wskaźnik za miarę lepiej przystosowaną do Systemu Rachunków Narodowych ONZ, wykorzystywaną przez inne państwa. Decyzja ta znacznie ułatwiła porównywanie wzrostu gospodarczego pomiędzy różnymi państwami. Wszelkie komentarze, raporty oraz artykuły odwołują się obecnie do wartości wskaźnika PKB.

Obecnie PKB prezentuje sumę wartości rynkowej dóbr i usług finalnych, wyprodukowanych w geograficznych granicach danego państwa, w ciągu określonego czasu, przez wszystkie czynniki produkcji, bez względu na narodowość producenta [Mankiw i Taylor, 2009, s. 32-35]. W formule wydatkowej PKB składa się z kilku elementów; są to:

- a) wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych,
- b) prywatne inwestycje krajowe brutto,
- c) rządowe wydatki konsumpcyjne i inwestycje brutto,
- d) eksport netto.

Wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych, nazwane w skrócie wydatkami konsumpcyjnymi lub po prostu wydatkami gospodarstw domowych, stanowią najważniejszą, a zarazem największą część PKB. Pod pojęciem wydatków konsumpcyjnych należy rozumieć całkowitą wartość rynkową wydatków ponoszonych przez wszystkich konsumentów w czasie objętym badaniem. Pozycje tego składnika można uporządkować w trzech grupach: dobra trwałe (w USA blisko 11%), dobra nietrwałe (prawie 29%) oraz usługi (około 59%). Będąc inwestorem, należy pamiętać, że obniżająca się stopa wzrostu wydatków konsumpcyjnych jest prawie pewnym sygnałem zbliżającego się kryzysu. Kiedy Amerykanie są zaniepokojeni sytuacją ekonomiczną, od razu następuje redukcja wydatków, w szczególności na dobra trwałe. Dlatego też właśnie w tej części wydatków konsumpcyjnych należy upatrywać pierwszych sygnałów nadchodzącej dekonunktury. Jest to niezwykle ważna wskazówka dla inwestujących na rynku Forex, bowiem kategoria wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych tworzy w USA ponad 70% PKB.

Z kolei na prywatne inwestycje krajowe brutto składają się: wydatki firm, wydatki na budownictwo mieszkaniowe oraz zapasy. Ze względu na niestabilną wartość zapasów, inwestorów znacznie bardziej interesują tzw. inwestycje trwałe, czyli prywatne inwestycje krajowe brutto z pominięciem danych o zapasach. Kategoria ta dzieli się na inwestycje mieszkaniowe oraz inwestycje niemieszkaniowe definiowane często również jako nakłady inwestycyjne. Wzrost nakładów inwestycyjnych oznacza wzrost rentowności przedsiębiorstw, co może skutkować zwiększeniem zatrudnienia. Współczynnik ten może dostarczać ważnych wskazówek dla inwestorów, zwłaszcza tych, którzy inwestują w nowoczesne technologie bądź na rynku nieruchomości. Prywatne inwestycje krajowe brutto tworzą w USA około 15% PKB.

Rządowe wydatki konsumpcyjne i inwestycje brutto⁸ obejmują sumę środków pieniężnych, przeznaczonych przez amerykański rząd federalny, rządy stanowe oraz samorządy na zakup wszelkiego rodzaju dóbr trwałych i nietrwałych oraz usług. W tej kategorii w ostatnim czasie szczególną uwagę zwraca się na wydatki na obronę narodową. Większe nakłady w tym zakresie oznaczają w głównej mierze wzrost poziomu zatrudnienia fachowców różnych specjalności – od inżynierów po robotników. Z uwagi na bezpieczeństwo zatrudnienie znajdują wówczas wyłącznie mieszkańcy Stanów Zjednoczonych, a nie tak jak w przypadku wielu innych stanowisk produkcyjnych przenoszonych coraz częściej za granicę. Kategoria rządowych wydatków konsumpcyjnych oraz inwestycji brutto stanowi zwykle 20% wartości PKB.

⁸ Na inwestycje krajowe brutto składają się zarówno inwestycje publiczne, jak i prywatne.

Ostatni element składowy indeksu PKB tworzy eksport netto, będący różnicą pomiędzy eksportem a importem [Tainer, 2006, s. 3-5]. W amerykańskiej gospodarce z reguły dominuje import, dlatego wskaźnik ten zwykle bywa ujemny.

Należy pamiętać jednak o tym, że za pomocą PKB mierzy się zarówno wydatki na dobra oraz usługi, jak i dochód całkowity [Mankiw i Taylor, 2009, s. 30]. Powyższa analiza dotyczyła wydatków, natomiast w dalszej części zostanie przeanalizowana strona dochodowa. Metoda dochodowa nie określa ani branż, ani dóbr będących w trakcie wytwarzania, dlatego inwestorzy przykładają do niej znacznie mniejszą wagę, choć jest równie ważną miarą. Suma dochodów otrzymywanych w trakcie produkcji tworzy dochód narodowy, który składa się z następujących kategorii: wynagrodzenia pracowników, odsetek netto, dochodów właścicieli przedsiębiorstw, dochodów osobistych z dzierżawy (najmu) oraz z zysków przedsiębiorstw.

Wynagrodzenie pracowników składa się z dwóch części: znacznie większej, obejmującej pensje, oraz tzw. dodatków, których udział szacuje się na mniej więcej 16%. Łącznie wynagrodzenia pracowników stanowią około 70% dochodu narodowego, natomiast odsetki netto są odsetkami wypłacanymi przez krajowe przedsiębiorstwa, agencje ubezpieczeniowe, korporacje międzynarodowe, a także przez inne podobne podmioty, zredukowane o odsetki otrzymywane. Znaczną część informacji BEA pozyskuje z zeznań podatkowych.

Z kolei dochód właścicieli przedsiębiorstw składa się z dochodów przedsiębiorców pochodzących z firm jednoosobowych oraz ze spółek osobowych. Wartość dolarowa tego dochodu ustalana jest na podstawie ich zeznań podatkowych, pomniejszona o koszty zapasów i zużycia kapitału.

Dochód gospodarstw domowych z dzierżawy (najmu) pochodzi z czynszów dzierżawczych za wynajem lub dzierżawę lokalu mieszkalnego bądź komercyjnego, pobierane przez te osoby, dla których nieruchomości nie stanowią podstawowego źródła utrzymania. Są to również dochody z tytułu praw autorskich i patentowych.

Wskaźnik PKB odnosi się do kilku kategorii zysków przedsiębiorstw. Najpierw mamy do czynienia z zyskiem przed opodatkowaniem, definiowanym także jako zysk księgowy. Stanowi on dochód danego przedsiębiorstwa przed opodatkowaniem i wypłaceniem dywidend. Po odjęciu tych sum uzyskuje się zysk z bieżącej produkcji, zwany też zyskiem operacyjnym. To właśnie ten rodzaj zysku wykorzystywany jest do wyliczania dochodu narodowego, natomiast zysk księgowy skorygowany o kwotę zobowiązań podatkowych tworzy zysk po opodatkowaniu. Wskaźnik ten jest bardzo istotny dla inwestorów, ponieważ cykl wzrostu gospodarczego zaczyna się w głównej mierze od wzrostu zysków na działalności gospodarczej. Największe znaczenie w tej kategorii mają zyski po

opodatkowaniu. Wówczas inwestorzy mogą oszacować, jak dużą kwotę firmy rzeczywiście są w stanie przeznaczyć na nowe wyposażenie bądź dodatkowych pracowników. W momencie spadku zysków przedsiębiorstwa przystępują do redukcji etatów, chociażby z powodu wstrzymania inwestycji. Zazwyczaj współczynnik ten maleje trzy miesiące wcześniej przed okresem spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego bądź recesji. Wszystkie dane na temat zysków przedsiębiorstw są czerpane z urzędu skarbowego oraz z powszechnie dostępnych sprawozdań finansowych. Kategoria ta stanowi mniej więcej 10% dochodu narodowego.

Obliczaniem, sporządzaniem oraz archiwizowaniem zajmuje się niewielka grupa ekonomistów współpracujących z BEA. Śledzenie wydarzeń w tak dużej i dynamicznej gospodarce jest niezwykle trudne. Dlatego też wskaźnik o stanie amerykańskiej gospodarki sporządzany jest w trzech wersjach: poprzedzającej, wstępnej oraz ostatecznej. Ponadto raz w roku dokonywane są tzw. korekty roczne oraz raz na pięć lat – korekty benchmarku⁹.

Wskaźnik PKB jest najbardziej kompleksową miarą działalności gospodarczej, dlatego też ma olbrzymie znaczenie z punktu widzenia inwestorów rynku Forex [Bernanke i Abel, 1998, s. 34-40; Neely, 2011, s. 424]. Wzrost tego wskaźnika zwykle powoduje umocnienie się dolara amerykańskiego względem innych walut, ponieważ silniejsza gospodarka przyciąga kapitał z zewnątrz [Bernanke i Abel, 1998, s. 34-40; Neely, 2011, s. 424].

PKB jest jednym z najważniejszych wskaźników makroekonomicznych [Coyle, 2018]. Wzrost PKB oraz wartość waluty krajowej są dodatnio skorelowane, tj. przyspieszenie tempa wzrostu produkcji skutkuje aprecjacją waluty krajowej [Michalczyk, 2013, s. 121-122]. Badania Fatuma, Hutchisona i Wu [2010, s. 12] wskazują, że niespodzianka dotycząca tempa wzrostu PKB jest trzecią najsilniej oddziałującą informacją makroekonomiczną w USA.

Wskaźniki inflacyjne

Zawierają informacje dotyczące kształtowania się cen. Wysoki poziom inflacji może prowadzić do poważnych zaburzeń procesów społeczno-gospodarczych czy nawet recesji, dlatego też uczestnicy rynku walutowego wysoko cenią dane dotyczące wskaźników inflacji, uważnie je obserwując. Ponadto informacja o poziomie inflacji jest bez wątpienia ważnym wyznacznikiem przyszłego poziomu stopy procentowej, będącej determinantą wartości danej waluty [Grzelak,

⁹ Podczas rocznej korekty aktualizuje się dane z trzech lat, natomiast korekta benchmarku obejmuje zwykle istotne modyfikacje struktury indeksu, zazwyczaj dotyczące zmiany definicji, ponownej klasyfikacji, a także nowego sposobu prezentacji danych. Należy wówczas opracować nowe tabele, uwzględniające opracowane w międzyczasie produkty.

2002, s. 149]. Wyższa inflacja skutkuje bowiem podwyższeniem poziomu stóp procentowych, a niska ich obniżeniem.

Wśród podstawowych wskaźników inflacyjnych, które podlegają skrupulatnym pomiarom, można wymienić:

- indeks CPI, czyli wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych,
- indeks PPI, czyli indeks cen producentów,
- indeks cen wydatków konsumpcyjnych,
- subindeks cen ISM.

Stabilny poziom cen stanowi nadrzędny cel władz monetarnych. Do określenia celu inflacyjnego banki centralne zwykle przyjmują inflację CPI, chociaż niektórzy badacze zastanawiają się, czy inflacja PPI nie byłaby właściwsza [Galí i Monacelli, 2005; De Gregorio, 2012; Wei i Xie, 2020].

Indeks CPI

Pierwszy raz dane o wskaźniku cen towarów i usług konsumpcyjnych były zbierane przez Biuro Statystyki Pracy (Bureau of Labor Statistics) podczas I wojny światowej. W okresie tym sprawdzano nawyki konsumpcyjne, by na ich podstawie móc opracować ważne indeksy wydatków konsumpcyjnych. Zmiany nawyków w latach 20. i w okresie Wielkiego Kryzysu lat 30. XX wieku spowodowały dogłębną korektę wag oraz składu indeksów, którą przeprowadzono w 1940 roku. Do największej korekty wskaźnika CPI doszło jednak w 1953 roku. Wówczas nie tylko ulepszono metodologię i procedury gromadzenia danych, ale przede wszystkim wprowadzono nowe źródła danych oraz bardziej reprezentatywną listę artykułów. Ponadto w 1996 roku specjalnie stworzona Komisja zasugerowała w swoim raporcie podjęcie kilku działań naprawczych. Dlatego też dzisiejszy wskaźnik inflacji konsumenckiej mierzy średnią zmianę cen, którą konsument płaci za ważony koszyk kilkuset dóbr i usług [Caves, Frankel i Jones, 1998, s. 482]. Skład takiego koszyka reprezentuje miesięczne zakupy typowego amerykańskiego gospodarstwa domowego, ujawnione w Ankiecie o Wydatkach Konsumpcyjnych (CEX).

Wskaźnik ten ustalany jest na podstawie wyników ankiety, przeprowadzonej na 87 obszarach miejskich w całych Stanach Zjednoczonych. Ekonomiści odpowiedzialni za tworzenie indeksu, zapisując ceny wszystkich artykułów oraz usług, organizują je w odpowiednich kategoriach. Wybór dóbr i usług objętych ankietą ustalany jest na podstawie wyników Ankiety Wydatków Konsumpcyjnych. Wagi przyporządkowane poszczególnym artykułom z danej kategorii odzwierciedlają całkowite wydatki tych gospodarstw na dane dobro lub usługę [Begg, Fischer i Dornbusch, 1998b, s. 55].

Nie jest jednak możliwe, aby koszyk dóbr i usług Indeksu odzwierciedlał wszystkie nawyki konsumpcyjne każdego konsumenta z osobna czy też grupy konsumentów. Mimo to, kategorie oraz ich wagi dość precyzyjnie oddają obraz przeciętnych miesięcznych wydatków konsumpcyjnych poszczególnych obywateli Stanów Zjednoczonych.

Należy nadmienić, że wskaźnik CPI występuje w dwóch wersjach podstawowych:

- CPI-U, który odzwierciedla nawyki konsumpcyjne wszystkich konsumentów obszarów miejskich.
- CPI-W, który odnosi się tylko do miejskich gospodarstw domowych, obejmujących wyłącznie pracowników umysłowych bądź fizycznych [*Consumer Price Index*, 2012, s. 1-5].

Zarówno źródła pozyskiwania danych, jak i metodologia w obu przypadkach są takie same. Inwestorzy jednak przeważnie koncentrują się na Indeksie CPI-U, który reprezentowany jest przez blisko 87% populacji niezinstytucjonalizowanej. CPI-W z kolei odnosi się wyłącznie do 32%.

Wskaźnik inflacji publikowany jest w USA w postaci ogólnej bądź w postaci bazowej (core CPI). Inflacja bazowa pokazuje średnio- i długookresową tendencję w zakresie wzrostu ogólnego poziomu cen towarów i usług konsumpcyjnych [Ribba, 2003, s. 109-116; NBP, 2020, s. 1]. Inflacja bazowa jest różnie rozumiana, ale ogólnie można przyjąć, że jest to inflacja związana z oczekiwaniami inflacyjnymi oraz presją popytową [Ribba, 2003, s. 109-116; NBP, 2020, s. 1].

Aby obliczyć inflację bazową, wyłącza się ceny o dużej zmienności bądź ceny, na które bank centralny ma niewielki wpływ bądź nie ma żadnego. Inflacja bazowa jest więc oczyszczona z silnych wahań okresowych bądź sezonowych, czy też z wahań wynikających z szoków podażowych [Ribba, 2003, s. 109-116; NBP, 2020, s. 1]. Do najczęściej wyłączanych towarów należą ceny żywności, ceny energii, ceny administrowane oraz ceny ropy naftowej, gdyż to właśnie one charakteryzują się największą zmiennością. Pominięcie tych dwóch komponentów ułatwia zdefiniowanie długookresowych trendów w zakresie kształtowania się cen w danej gospodarce. Dla inwestorów walutowych wskaźnik core CPI ma duże znaczenie, natomiast wskaźnik CPI w ogólnej postaci ma znaczenie średnie.

Indeks PPI

Indeks cen hurtowych (Wholesale Price Index – WPI), bo tak przez blisko 80 lat brzmiała oficjalna nazwa wskaźnika PPI, po raz pierwszy został opublikowany przez Biuro Statystyki Pracy (Bureau of Labor Statistics) w 1902 roku.

Pierwotnie wskaźnik ten obejmował tylko 250 towarów pozbawionych wag [IMF, 2004, s. 63]. Metodę ważenia wprowadzono dopiero w 1914 roku, a w latach 1952 oraz 1967 dodano kolejne udoskonalenia. Początkowym zadaniem Indeksu było zdefiniowanie aktywności cenowej już na wczesnym etapie produkcji. Metoda ta opierała się na niedoskonałych technikach zbierania danych, głównie z uwagi na uwzględnianie w analizie wyłącznie dużych firm z całkowitym pominięciem małych przedsiębiorstw. W kolejnych latach dochodziło do przekwalifikowywania danych, korygowania metod tworzenia prób i systemów ważenia. Ostatecznie w 1978 roku BLS ponownie skorygowało Indeks oraz przemianowało ówczesny indeks WPI na Indeks cen producentów. Dlatego też dzisiejszy wskaźnik inflacji producenckiej mierzy średnią zmianę cen, hurtowych podstawowych surowców i dóbr zaopatrzeniowych [Grzelak, 2002, s. 150]. Informuje on o zmianie cen poszczególnych artykułów będących na różnych etapach wytwarzania z perspektywy sprzedawcy. Indeks ten dotyczy cen hurtowych i odnosi się tylko do dóbr [Błaszczak, 2010, s. 41]. Wagi przypisane poszczególnym składnikom zależą od udziału danego artykułu w tworzeniu PKB.

Wskaźnik PPI ustalany jest na podstawie wyników ankiety dobrowolnie wypełnianej przez blisko 30 tys. firm. Opierając się na informacjach zawartych w ankiecie, pracownicy BLS opracowują około 10 tys. indeksów, dzieląc je na trzy główne kategorie: indeksy towarowe, indeksy branżowe oraz indeksy etapów przetwarzania, przy czym ostatnia kategoria jest najczęściej wykorzystywana przez praktyków forexowych. Wskaźnik PPI dotyczy tylko najważniejszych zagregowanych indeksów (mniej więcej dwustu indeksów) wyrównywanych i nie-wyrównywanych sezonowo.

Indeks PPI, podobnie jak CPI, publikowany jest w wersji ogólnej oraz bazowej (core PPI). Dla inwestorów walutowych wskaźnik PPI w ogólnej postaci ma duże znaczenie, natomiast wskaźnik core PPI ma znaczenie średnie. Również w tym przypadku wzrost tego wskaźnika powoduje umocnienie się dolara amerykańskiego względem innych walut.

Indeks cen wydatków konsumpcyjnych

Publikowany jest przez Biuro Analiz Ekonomicznych (Bureau of Economic Analysis) i konstruowany na podstawie wyników sondaży biznesowych, takich jak: Service Annual Survey oraz Quarterly Services Survey. Wskaźnik ten mierzy zmianę ceny typowego koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych, podobnie jak wskaźnik CPI. Różnica pomiędzy tymi dwoma wskaźnikami polega na tym, że skład koszyka towarów i usług PCE zmienia się znacznie częściej niż skład koszyka CPI. W związku z tym wskaźnik PCE jest szybciej dostosowywany do

zmieniających się gustów konsumentów oraz ich nawyków konsumpcyjnych. Dlatego też jest on częściej rekomendowany przez Bank Rezerwy Federalnej. Przedstawiciele Fed uważają bowiem, że wartościowszym wskaźnikiem jest cena bardziej dynamicznego koszyka, który jest charakterystyczny właśnie dla indeksu PCE. Indeks ten ma duże znaczenie dla inwestorów walutowych z całego świata. Wyższe wartości tego indeksu zazwyczaj powodują umocnienie się dolara amerykańskiego względem innych walut.

Subindeks cen ISM

Obliczany jest na podstawie informacji otrzymywanych od menedżerów działów zakupów. Udostępniają oni zdobyte dane dotyczące poziomu cen płaconych oraz cen produkcji sprzedanej uzyskane od poszczególnych firm. Indeks ten jest znaczeniowo zbliżony do indeksu PPI, bowiem jest interpretowany jak następny wskaźnik presji cenowej na poziomie producentów. Indeks ten ma średnie znaczenie dla inwestorów walutowych. Jego wyższe wartości zwykle powodują umocnienie się dolara amerykańskiego względem innych walut.

W teorii ekonomii panuje przekonanie, że zbyt wysoki poziom inflacji nie jest dobry dla gospodarki, ale deflacja również nie. Oba te zjawiska przyczyniają się do osłabienia wzrostu gospodarczego [Sobol, 2008, s. 62]. Indeksy inflacyjne stanowią ważny wskaźnik dla inwestorów walutowych. Badania dotyczące kursów walutowych wskazują, że silniejsza niż oczekiwano aktywność gospodarcza w USA i wyższa od oczekiwanej inflacja prowadzą do aprecjacji dolara amerykańskiego [Fatun, Hutchison i Wu, 2010, s. 1]. Zatem jeśli poziom cen krajowych wzrasta, to w kraju dochodzi do aprecjacji waluty krajowej.

Wskaźnik salda bilansu handlowego

Publikowany jest przez Biuro Analiz Ekonomicznych USA (Bureau of Economic Analysis – BEA). Stanowi różnicę pomiędzy wartością krajowego eksportu a wartością importu towarów i usług. Dostarcza niezbędnych informacji o rządowych oraz pozarządowych transakcjach międzynarodowych dokonujących się pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a pozostałymi państwami. Indeks ten powstaje dzięki informacjom dostarczonym przez amerykańskie urzędy celne.

Wskaźnik informujący o stanie handlu zagranicznego należy do grupy najważniejszych wskaźników, mających bardzo duży wpływ na wartość waluty danego kraju, stąd waga, jaką przypisują mu inwestorzy walutowi [Chisholm, 2009, s. 41; Chatrath i in., 2014, s. 51-53].

Główna przyczyna tak dużego oddziaływania tych danych tkwi w ich bezpośrednim i potencjalnie długoterminowym wpływie na wartość walut.

Badania Fatuma, Hutchisona i Wu [2010] wskazują, że niespodzianka dotycząca salda bilansu handlowego jest drugą najsilniej oddziałującą na kurs walutowy informacją. Importerzy odpowiadają za popyt na daną walutę, z kolei eksporterzy są źródłem podaży danej waluty [Chisholm, 2009, s. 41-42]. Nadwyżka eksportu zazwyczaj umacnia kurs waluty danego kraju, zaś nadwyżka importu osłabia kurs.

Stopy procentowe

Istotnym czynnikiem determinującym kurs walutowy jest poziom stóp procentowych, a zwłaszcza realne stopy procentowe, czyli stopy nominalne pomniejszone o wielkość inflacji. Stopy procentowe mają fundamentalne znaczenie dla każdej gospodarki, ponieważ ich wysokość odzwierciedla wiele istotnych parametrów strukturalnych i koniunkturalnych gospodarek [Pietrucha, 2015, s. 236; Mishkin, 2016; Cecchetti i Schoenholtz, 2017]. Warto podkreślić tradycję interpretowania stopy procentowej jako czynnika politycznego, ponieważ stanowi ona jedno z narzędzi realizacji polityki pieniężnej [Chisholm, 2009, s. 41-44; Świder, 2018, s. 29]. Bank centralny wykorzystuje ustalane przez siebie stopy procentowe do wpływania na rynkowe stopy procentowe. Stopy procentowe banku centralnego oddziałują zatem na kształtowanie się rynkowych stóp procentowych, wpływając na aktywność gospodarczą podmiotów rynkowych. W ten sposób wywierają one wpływ na koniunkturę gospodarczą¹⁰. Badania empiryczne dowodzą, że rynkowe stopy procentowe są silnie skorelowane z poziomem stopy referencyjnej ustalonej przez władze monetarne [Serwa, 2009, s. 205].

Obniżenie stóp procentowych może powodować odpływ zagranicznego kapitału, co z kolei pociąga za sobą krótkookresową deprecjację waluty krajowej [Serwa i Smolińska-Skarżyńska, 2004, s. 80]. Natomiast wyższe stopy procentowe powodują aprecjację waluty krajowej z powodu relatywnie wyższej atrakcyjności aktywów denominowanych w tej walucie, co skutkuje wzrostem popytu na tę walutę [Chisholm, 2009, s. 44; Świder, 2018, s. 29]. Kurs walutowy zwykle silniej reaguje na nieoczekiwane zmiany stóp procentowych niż na zmiany, które były spodziewane [Hakkio i Pearce, 1985; Hardouvelis, 1988; Serwa i Smolińska-Skarżyńska, 2004, s. 80; Budnikowski, 2017]. Inwestujący na rynku Forex powinni mieć świadomość, że oczekiwania dotyczące stóp procentowych, niezależnie od tego, czy mają pozostać na niskim poziomie, czy też rosnąć, sta-

¹⁰ Więcej na temat polityki monetarnej zob. [Sławiński (red.), 2011; Noga (red.), 2017; Przybylska-Kapuścińska, Szyzko (red.), 2017].

nowią jedną z najważniejszych fundamentalnych danych wpływających na kształtowanie się kursu danej waluty [Cofnas, 2015, s. 6].

Na rynku walutowym najważniejsze informacje makroekonomiczne płyną z gospodarki Stanów Zjednoczonych i to na nie w największym stopniu reagują kursy walut [Chatrath i in., 2014, s. 51-53]. W przypadku amerykańskich danych:

- wskaźnik tempa wzrostu PKB jest ogłaszany przez Bureau of Economic Analysis kwartalnie, tj. w styczniu, kwietniu, lipcu oraz październiku około 30 dnia miesiąca,
- wskaźniki inflacyjne ogłaszane (CPI i PPI) są przez Bureau of Labor Statistics w połowie każdego miesiąca,
- indeks cen wydatków konsumpcyjnych (PCE), który publikowany jest przez Bureau of Economic Analysis około 27 dnia każdego miesiąca,
- subindeks cen ISM publikowany jest przez Institute for Supply Management około 15 dnia każdego miesiąca,
- wskaźnik salda bilansu handlowego publikowany jest również przez Bureau of Economic Analysis, tyle że w pierwszym tygodniu każdego miesiąca,
- decyzje w sprawie stóp procentowych publikowane są przez System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (Federal Reserve System) osiem razy w roku.

3.2.2. Wskaźniki opisujące rynek pracy

Znaczący wpływ na kurs walutowy danego kraju mają informacje na temat kondycji rynku pracy. Wskaźniki opisujące rynek pracy są kluczowymi wskaźnikami średnio- i długoterminowego rozwoju nie tylko gospodarki Stanów Zjednoczonych, ale także wszystkich innych na świecie. Każdy inwestor walutowy powinien szczegółowo monitorować różnego rodzaju informacje dotyczące liczby nowych miejsc pracy oraz wzrostu lub spadku zatrudnienia.

Wskaźniki z rynku pracy są tak ważne dlatego, że wzrost zatrudnienia zazwyczaj skutkuje wzrostem popytu konsumpcyjnego, który przekłada się na wzrost popytu inwestycyjnego, a w konsekwencji na ożywienie koniunktury gospodarczej [Mendelsohn, 2006, s. 27]. Kiedy natomiast liczba stanowisk pracy zmniejsza się bądź utrzymuje na stałym poziomie, to raczej inwestorzy nie powinni spodziewać się szybkiego wzrostu konsumpcji. Przejściowy wzrost zatrudnienia jednak niekoniecznie symbolizuje poprawę warunków na rynku pracy. Dopóki nie pojawi się stały wzrost miejsc pracy, to do każdego symptomu pochodzącego z danych z rynku pracy i świadczącego o wzroście gospodarczym należy podchodzić z dystansem.

Z perspektywy rynku walutowego dobra kondycja rynku pracy jest argumentem wzmacniającym wartość waluty danego kraju. Dzieje się tak dlatego, że prawdopodobny rozwój gospodarczy w pewnym sensie wiąże się ze wzrostem inflacji, a w konsekwencji również z podniesieniem stóp procentowych. W związku z tym spadek zatrudnienia przyczyni się do osłabienia waluty danego kraju [Stutely, 2010, s. 58-70].

Wśród amerykańskich wskaźników charakteryzujących sytuację na rynku pracy można wymienić:

- zmianę zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (Non-Farm Payrolls – NFP),
- stopę bezrobocia (Unemployment Rate),
- liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (Unemployment Claims),
- zmianę liczby zatrudnionych w sektorze produkcyjnym (Manufacturing Employment),
- średnią godzinową stawkę wynagrodzenia (Average Hourly Earnings),
- średnią długość tygodniowego czasu pracy (Average Hourly Workweek).

Wskaźniki opisujące sytuację na rynku pracy to szczegółowe dane publikowane przez Biuro Statystyki Pracy. Indeksy na temat sytuacji na rynku pracy są konstruowane na podstawie dwóch ankiet [Parker, 2007, s. 69-74; Parker, 2009]:

1. Ankiety Bieżącej Struktury Populacji (Current Population Survey – CPS) – jest badaniem gospodarstw domowych.
2. Ankiety Bieżącej Statystyki Zatrudnienia (Current Employment Statistics – CES) – jest to tzw. badanie założycielskie lub ankieta listy płac.

Podstawą statystyczną są dwa niezależne badania. Pierwsze obejmuje mniej więcej 60 tys. gospodarstw domowych, dostarczając niezbędnych informacji o zasobach pracy, zatrudnieniu oraz bezrobociu. Drugie z badań obejmuje blisko 140 tys. amerykańskich firm, dostarczając cennych informacji o zatrudnieniu, wysokości płac w sektorze pozarolniczym oraz godzinach pracy. Wskaźniki te są najważniejszymi danymi rządowymi, oceniającymi stan amerykańskiego rynku pracy w minionym miesiącu.

Liczba nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym

Jest najważniejszym ze wszystkich wskaźników opisujących sytuację na rynku pracy [Neely, 2011, s. 424; Zembura, 2012, s. 108; Chatrath i in., 2014, s. 51; Cofnas, 2015, s. 25]. Jest definiowana jako zmiana liczby osób zatrudnionych w amerykańskich przedsiębiorstwach zarówno w sektorze prywatnym, jak i w instytucjach rządowych. Wskaźnik ten nie dotyczy m.in. zatrudnionych w administracji rządowej, w rolnictwie oraz samozatrudnienia. Na podstawie wartości tego wskaźnika można wnioskować o wzroście bądź spadku stopy bezrobocia.

Wskaźnik ten, obejmując swym zasięgiem blisko 80% amerykańskich firm, przyciąga największą uwagę inwestorów z całego świata. Odnosi się do pracowników zatrudnionych na cały oraz na część etatu. Pierwsza reakcja inwestorów zwykle zależy od różnic pomiędzy wartością prognozowaną a rzeczywistymi wynikami.

NFP ma bardzo duży wpływ na kształtowanie się kursów walutowych [Andersen i in., 2003; Chatrath i in., 2014, s. 51-53], a zdaniem niektórych badaczy niespodzianka dotycząca zatrudnienia poza rolnictwem w USA w największym stopniu wpływa na kształtowanie się kursu walutowego [Fatum, Hutchison i Wu, 2010, s. 12]. Pozytywna niespodzianka w odniesieniu do tego wskaźnika zazwyczaj powoduje aprecjację dolara [Harris i Zabka, 1995, s. 1-6].

Jego cechą charakterystyczną jest to, że skupia uwagę traderów już na kilka dni przed publikacją, a także wiele dni po publikacji. Dni jego publikacji nazywane są żartobliwie w żargonie traderów walutowych „pozarolniczymi piątkami”, uznaje się je bowiem za jedne z najciekawszych dni na rynkach walutowych.

Stopa bezrobocia

Pod pojęciem stopy bezrobocia należy rozumieć stosunek liczby ludności uznanej za bezrobotnych do liczby ludności wchodzącej w skład zasobów pracy, wyrażony procentowo [Kamerschen, McKenzie i Nardinelli, 1992, s. 122]. Za bezrobotnych uznaje się osoby, które są zdolne i chętne do podjęcia pracy, ale nie mogą jej znaleźć. Indeks ten pokazuje, jaka część społeczeństwa zdolnego do pracy pozostaje jednak stale bez pracy [Begg, Fischer i Dornbusch, 1998a, s. 228-230]. Siła oddziaływania wskaźnika dotyczącego stopy bezrobocia została potwierdzona w badaniach opinii inwestorów [Cheung i Chinn, 2001, s. 448-449]. Wzrost stopy bezrobocia należy interpretować jako pogarszającą się sytuację na rynku pracy, a co za tym idzie i całej gospodarki. Długotrwały spadek stopy bezrobocia rokuje poprawę sytuacji w gospodarce.

Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych

Jest publikowany przez Departament Pracy Stanów Zjednoczonych (Department of Labor). Zawarte są w nim dane o liczbie osób, które po raz pierwszy w życiu złożyły wniosek o przyznanie zasiłku dla bezrobotnych. Prezentowane w raporcie dane są szacowane na podstawie danych pochodzących z minionego tygodnia. Na podstawie tej informacji inwestorzy wstępnie przewidują wartość miesięcznego wskaźnika NFP. Wzrost liczby zasiłków dla bezrobotnych może zwiastować pogorszenie koniunktury i odwrotnie [Andersen i in., 2003].

Zmiana liczby zatrudnionych w sektorze produkcyjnym

Jest wskaźnikiem pokazującym wzrost lub spadek liczby miejsc pracy w amerykańskich przedsiębiorstwach prywatnych. Traktowany jest jako współczynnik ukazujący sposób postrzegania bieżącej i nadchodzącej koniunktury gospodarczej przez firmy, korporacje oraz wszystkie osoby odpowiedzialne za decyzje o zwiększaniu lub redukcji zatrudnienia.

Średnia godzinowa stawka wynagrodzenia

Określa zmianę wysokości wynagrodzenia wszystkich pracowników. Współczynnik ten jest powszechnie uznawany za miernik wzrostu lub spadku przychodów, co przekłada się w konsekwencji na wydatki konsumenckie.

Średnia długość tygodniowego czasu pracy

To indeks, który mierzy ilość godzin przepracowanych w ciągu danego tygodnia przez pracowników zatrudnionych wyłącznie w sektorze pozarolniczym. Wskaźnik ten traktowany jest jak bezpośredni wyznacznik popytu na pracę. Jego wzrost ma pozytywne konsekwencje dla rynku pracy. Indeks ten jest też dość istotny dla inwestorów, gdyż w pewnym sensie może być wskaźnikiem wyprzedzającym wzrost gospodarczy. W momencie dekonunktury pracodawcy przed podjęciem decyzji o zwolnieniu najpierw redukują liczbę godzin pracy. Dzięki temu posunięciu w chwili ożywienia gospodarczego będą w stanie podnieść poziom produkcji z powrotem wydłużając tydzień pracy. Tym samym omijają konieczność inwestowania w poszukiwanie oraz przeszkolenie nowych pracowników.

Dane o kondycji rynku pracy są bardzo istotne dla inwestorów z całego świata, a dzień ich publikacji jest najważniejszym dniem w kalendarzu inwestora [Archer, 2010, s. 108]. Najważniejszymi danymi makroekonomicznymi z tego sektora jest liczba nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym oraz stopa bezrobocia. Firmy nie zainwestują bowiem we wzrost zatrudnienia, jeśli nie są przekonane, że w niedalekiej przyszłości będą potrzebowały dodatkowych pracowników [Yamarone, 2008, s. 69-70]. Nie będą także skłonne do redukcji zatrudnienia, jeśli spodziewają się rosnącego popytu na swoje towary.

Wskaźniki charakteryzujące sytuację na rynku pracy należą do jednych z najważniejszych wskaźników makroekonomicznych, których monitorowanie powinno stać się koniecznością dla każdego inwestora walutowego. Śledzenie poszczególnych indeksów związanych z rynkiem pracy jest sposobem zdobycia wszelkich kluczowych informacji o najważniejszych wydarzeniach tego sektora.

Inwestorzy zawierający pozycje na rynku Forex w momencie publikacji tych wskaźników są narażeni na większe ryzyko, ale mogą się za to spodziewać nieprzeciętnych zysków, nieporównywanym z rynkiem akcji czy obligacji [Martinez, 2007, s. 172-173]. Można zauważyć, że omówione wyżej zmienne charakteryzujące sytuację na rynku pracy wywołują największe wahania kursów walutowych na rynku Forex. Lepsze odczyty tych wskaźników powodują silne umocnienie dolara amerykańskiego względem innych walut [Zembura, 2011, s. 205-207].

Wszystkie wskaźniki z rynku pracy publikowane są przez Bureau of Labor Statistics w pierwszy piątek każdego miesiąca. Jedynie liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych publikowana jest przez Departament Pracy Stanów Zjednoczonych (Department of Labor) cotygodniowo w każdy czwartek.

3.2.3. Wskaźniki opisujące sytuację na rynku nieruchomości

Dobra koniunktura w sektorze budownictwa mieszkaniowego jest motorem napędzającym gospodarkę, a wskaźniki opisujące sektor nieruchomości pozwalają w dużym stopniu ocenić ogólne perspektywy rozwojowe gospodarki [Neely, 2011, s. 424; Zembura, 2011, s. 212-213]. Wśród najważniejszych wskaźników z amerykańskiego rynku mieszkaniowego można wymienić:

- wskaźnik wydanych pozwoleń na budowę (Building Permits),
- wskaźnik liczby rozpoczętych budów domów (Housing Starts),
- wskaźnik sprzedaży domów na rynku pierwotnym (New Home Sales),
- wskaźnik sprzedaży domów na rynku wtórnym (Existing Home Sales),
- wskaźnik podpisanych umów kupna domów (Pending Home Sales).

Wskaźnik wydanych pozwoleń na budowę

Jest publikowany przez Urząd Statystyczny Departamentu Handlu USA (Census Bureau). Wskaźnik ten zawiera najbardziej wybiegające w przyszłość informacje związane z sektorem nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Traktowany jest jako najważniejszy wskaźnik sektora, gdyż uzyskanie pozwolenia na budowę jest warunkiem koniecznym do rozpoczęcia inwestycji. Opierając się na wskaźniku pozwoleń, można prognozować liczbę rozpoczętych inwestycji, a w konsekwencji wielkość sprzedaży nowych domów.

Dane te są uzupełniane o wskaźnik dotyczący rozpoczętych w danym miesiącu inwestycji budowlanych. Pomimo iż liczba wydanych pozwoleń na budo-

wę nie zawsze pokrywa się z liczbą rozpoczętych budów domów, to ekonomiści przyjmują założenie, że żaden inwestor budowlany nie będzie zadawał sobie trudu, poświęcał czasu i ponosił kosztów, jeśli nie ma poważnego zamiaru rozpocząć budowy.

Wszystkie informacje dotyczące wydawanych pozwoleń na budowę pochodzą z krajowych organów zajmujących się tym [Baumohl, 2007]. W około 9 tys. amerykańskich urzędach ankieta przeprowadzana jest raz na miesiąc, natomiast w pozostałych 20 tys. – raz w roku.

Wzrost liczby prywatnych jednostek mieszkaniowych, na których budowę wydano pozwolenia, zwykle o około miesiąc wyprzedza wzrost liczby rozpoczętych budów domów oraz o około trzech miesięcy poprzedza ich sprzedaż. Liczba pozwoleń na budowę osiąga swoje maksimum mniej więcej dwanaście miesięcy przed nastaniem recesji, a minimum zwykle równocześnie z całą gospodarką. Dlatego też wskaźnik ten ma duże znaczenie dla inwestorów walutowych.

Wskaźnik liczby rozpoczętych budów domów

Początkowo publikowany był przez Biuro Statystyki Pracy (BLS), a obecnie jego publikacją zajmuje się Urząd Statystyczny Departamentu Handlu USA (Census Bureau). Indeks ten przedstawia informacje o liczbie nowych inwestycji budowlanych rozpoczętych w danym okresie [Neely, 2011, s. 424; Snopek, 2012, s. 194]. Wpływa tym samym bezpośrednio na wielkość sprzedaży domów na rynku pierwotnym. Zgodnie z definicją amerykańskiego Urzędu Statystycznego, wskaźnik własności domów jest określany jako stosunek liczby gospodarstw domowych będących właścicielami domów do całkowitej liczby gospodarstw [Yamarone, 2008, s. 169-171]. Dlatego też wskaźnik ten powszechnie traktuje się jako czynnik bezpośrednio wpływający na dane dotyczące sprzedaży nowych domów i mieszkań.

Wszelkie informacje na jego temat są pozyskiwane w taki sam sposób jak w przypadku wskaźnika sprzedaży domów na rynku pierwotnym. Wskaźnik liczby rozpoczętych inwestycji budowlanych ma średnie znaczenie dla inwestorów walutowych.

Wskaźnik sprzedaży domów na rynku pierwotnym

Tak jak poprzedni wskaźnik, ten również początkowo był publikowany przez Biuro Statystyki Pracy (BLS), jednak od 1959 roku kompletowaniem informacji, obliczaniem oraz dystrybucją danych zajmuje się Urząd Statystyczny Departamentu Handlu USA (Census Bureau). Przedstawia liczbę nowych do-

mów, które zostały wybudowane w bieżącym lub poprzednim roku, z myślą o ich sprzedaży. Jest doskonałym miernikiem kondycji ekonomicznej, gdyż możliwość kupna nowego domu zdeterminowana jest stabilnością finansową i pewnością zatrudnienia.

Nowo wybudowane domy i mieszkania tworzą około 10% wolumenu wartości wszystkich transakcji na rynku mieszkaniowym. W okresie powstania ostatniego bąbla spekulacyjnego na rynku nieruchomości odnotowano spektakularny wzrost wskaźnika sprzedaży nowych domów, ale od pewnego czasu sytuacja powoli normuje się [Shore, 2008, s. 1-9]. Wskaźnik ten powstaje poprzez zliczenie wszystkich podpisanych umów kupna-sprzedaży.

Wszelkie informacje odnośnie do sprzedaży nowych domów pochodzą z krajowych urzędów uprawnionych do wydawania pozwoleń na budowę domów. Wszędzie tam, gdzie takie pozwolenia nie są wymagane, informacje te pochodzą z badań w terenie. Następnie zebrane dane są weryfikowane pod kątem terminu rozpoczęcia oraz zakończenia budowy, a także terminu sprzedaży [Tainer, 2006, s. 87-107]. Wskaźnik ten ma duże znaczenie dla inwestorów walutowych.

Wskaźnik sprzedaży domów na rynku wtórnym

Publikowany jest przez Narodowe Stowarzyszenie Pośredników Nieruchomości (National Association of Realtors – NAR). Indeks ten odzwierciedla dynamikę sprzedaży dotychczas użytkowanych domów. Opiera się więc na liczbie faktycznie zrealizowanych transakcji ze sprzedaży domów jednorodzinnych, szeregowych, mieszkań oraz lokali spółdzielczych w ciągu danego miesiąca [Evans, 2007, s. 1-11]. Sprzedaż mieszkań i domów na rynku wtórnym sięga około 90% łącznej wartości sprzedawanych domów i mieszkań, co stanowi dużą część obrotów na rynku nieruchomości.

Jest istotnym miernikiem kondycji na rynku nieruchomości, gdyż uwzględnia wyłącznie sfinalizowane transakcje, dla których sporządzono dokument kupna-sprzedaży.

Indeks ten ma duże znaczenie dla inwestorów walutowych, dlatego jego comiesięczne odczyty są z ogromnym zainteresowaniem śledzone przez inwestujących na globalnym rynku Forex.

Indeks podpisanych umów kupna domów

Publikowany jest przez Narodowe Stowarzyszenie Pośredników Nieruchomości (National Association of Realtors – NAR). Dostarcza wielu cennych informacji o kondycji gospodarki oraz o nastrojach konsumentów. Kupno domu

wiąże się z nowymi wydatkami na jego wyposażenie, co pośrednio prowadzi do wzrostu zatrudnienia wśród pracowników budowlanych, większych zarobków dla producentów i sprzedawców detalicznych itp. Wysoka wartość wskaźnika może przyczyniać się do napędzania całej gospodarki.

Wskaźniki koniunktury na rynku nieruchomości obrazują rozwój gospodarczy i wpływają na rynki finansowe, a szczególnie na rynek walutowy [Zembura, 2011, s. 212-213]. Wszystkie wskaźniki sektora nieruchomości są niezwykle istotne w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Chociaż statystyki dotyczące wszystkich wskaźników są źródłem wielu cennych informacji, to najważniejszym indeksem tego sektora jest liczba wydanych pozwoleń na budowę domów. Tak poważna inwestycja jak budowa własnego domu wymaga stabilnej sytuacji finansowej, a także przekonania o dobrych perspektywach na przyszłość w zakresie zatrudnienia i dochodów. Pozwolenia są niezbędne, żeby w ogóle rozpocząć budowę, dlatego też na ich podstawie można prognozować wartość wskaźnika o rozpoczętych inwestycjach i sprzedaży domów na rynku pierwotnym. Według opinii wielu inwestorów różnica pomiędzy liczbą wydanych pozwoleń a liczbą rozpoczętych inwestycji obrazuje najbardziej wiarygodną koniunkturę w sektorze nieruchomości.

Budownictwo mieszkaniowe zaliczane jest do najbardziej cyklicznych sektorów, w największym stopniu uzależnione od kondycji amerykańskiej gospodarki. Cała gałąź budownictwa mieszkaniowego należy do jednych z pierwszych branż, w których osłabienie koniunktury poprzedza ogólne spowolnienie gospodarcze, ale jest także jedną z tych, które najwcześniej wychodzą z recesji.

Wszystkie wskaźniki rynku nieruchomości są postrzegane jako doskonały barometr kondycji ekonomicznej, także dlatego, że tylko pewni swojej sytuacji finansowej i stabilności zatrudnienia obywatele mogą pozwolić sobie na zakup nowego mieszkania czy domu [Mendelsohn, 2006, s. 28]. Uczestnicy rynku uważnie obserwują również wiadomości z rynku nieruchomości ze względu na cykliczną wrażliwość rynku mieszkaniowego [Neely, 2011, s. 424]. Zwykle wyższa wartość wskaźnika powoduje umocnienie się danej waluty i odwrotnie. Zatem jeśli opublikowana wartość różni się istotnie od prognoz rynkowych, występują znaczne wahania kursu walutowego.

Wskaźnik wydanych pozwoleń na budowę, wskaźnik liczby rozpoczętych budów domów oraz wskaźnik sprzedaży domów na rynku pierwotnym ogłaszane są przez United States Census Bureau (Urząd Statystyczny Departamentu Handlu USA) w drugiej połowie każdego miesiąca. Z kolei wskaźnik sprzedaży domów na rynku wtórnym i indeks podpisanych umów kupna domów ogłaszany jest przez National Association of Realtors (Narodowe Stowarzyszenie Pośredników Nieruchomości) zwykle na koniec każdego miesiąca.

3.2.4. Wskaźniki pochodzące z sektora przedsiębiorstw

Wskaźniki dotyczące sektora przedsiębiorstw charakteryzują kondycję sektora wytwórczego [Andersen i in., 2003, s. 48-49]. Traktowane są jako wskaźniki wyprzedzające koniunkturę, które informują o przyszłych tendencjach w gospodarce. Wśród najistotniejszych amerykańskich wskaźników wpływających na kurs walutowy znalazły się:

- indeks ISM dla przemysłu (ISM Manufacturing PMI),
- indeks ISM dla usług (ISM Non-Manufacturing PMI),
- indeks produkcji przemysłowej (Industrial Production),
- indeks Chicago PMI (Chicago Purchasing Managers Index),
- wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych (Capacity Utilization Report),
- indeks tygodniowej zmiany zapasów ropy naftowej (Crude Oil Inventories).

Indeks ISM dla przemysłu

Publikowany jest przez Instytut Zarządzania Podażą (Institute for Supply Management – ISM) od 1931 roku. Indeks ten jest miarą ogólnej aktywności gospodarczej w sektorze produkcyjnym [Constable i Wright, 2011, s. 56-61]. Tworzony na podstawie wyników ankiet przeprowadzonych wśród około 400 menadżerów logistyki reprezentujących przedsiębiorstwa produkcyjne. Pytania zawarte w ankiecie najczęściej dotyczą:

- a) aktywności biznesowej,
- b) ilości nowych zamówień,
- c) wielkości produkcji,
- d) poziomu zatrudnienia,
- e) wielkości eksportu i importu,
- f) czasu realizacji dostaw przez kontrahentów,
- g) cen produktów,
- h) niezrealizowanych zamówień,
- i) ilości zapasów [Tainer, 2006, s. 208-212, 287; Baumohl, 2007, s. 156-163].

Menedżerowie oceniają zmianę sytuacji w ubiegłym miesiącu, odpowiadając „lepiej”, „gorzej” lub „bez zmian”. Indeks przyjmuje wartości od 0 do 100. Odczyty powyżej 50 punktów wskazują na wzrost aktywności sektora produkcyjnego, a odczyty poniżej tej wartości zwykle oznaczają pogarszającą się sytuację w tym sektorze gospodarki. Wskaźnik ten ma duże znaczenie dla inwestorów walutowych, bowiem reakcje rynku walutowego na jego zmiany mogą być dość gwałtowne. Lepsze odczyty tego wskaźnika powodują umocnienie się danej waluty.

Indeks ISM dla usług

Publikowany jest przez Instytut Zarządzania Podażą dopiero od 1997 roku. Wskaźnik ten jest miarą ogólnej aktywności gospodarczej w sektorze usług. Do grudnia 2007 roku określany był jako indeks aktywności biznesowej, a od 2008 roku publikowany jest pod obecną nazwą. Reprezentuje 80% aktywności gospodarczej Stanów Zjednoczonych. Jest opracowywany na podstawie wyników ankiet przeprowadzonych wśród blisko 375 menedżerów do spraw zakupów i zaopatrzenia przedsiębiorstw usługowych z około 62 branż¹¹. Pytania zawarte w ankiecie są dokładnie takie same, jak w przypadku ankiety indeksu ISM dla przemysłu.

Respondenci oceniają zmianę sytuacji w ubiegłym miesiącu, odpowiadając „lepiej”, „gorzej” lub „bez zmian”. Wagi dla wszystkich subindeksów są jednakowe. Podobnie jak w przypadku Indeksu PMI dla przemysłu, wskazania powyżej 50 punktów oznaczają poprawę kondycji sektora usług, a wskazania poniżej tej wartości – pogorszenie sytuacji w porównaniu do miesiąca poprzedniego.

Wskaźnik ten, pomimo że jest jeszcze stosunkowo młody, to jednak ma szansę stać się wkrótce jednym z ważniejszych wskaźników ekonomicznych. Gospodarka Stanów Zjednoczonych coraz dynamiczniej odchodzi od przemysłu ciężkiego na rzecz prężnie rozwijającego się sektora usług, który w obecnych czasach jest na pozycji dominującej [Tainer, 2006, s. 212-213; Constable i Wright, 2011, s. 61-66]. Wyższe wartości tego indeksu powodują wzrost wartości dolara amerykańskiego względem innych walut.

Wskaźnik produkcji przemysłowej

Publikowany jest przez System Rezerwy Federalnej (Federal Reserve System). Dostarcza kompleksowych informacji na temat całej struktury przemysłu. Indeks produkcji przemysłowej jest najstarszą miarą produkcji i aktywności gospodarczej Stanów Zjednoczonych. Został opracowany przez pracowników Rezerwy Federalnej już w 1913 roku. Wówczas nazywany był wskaźnikiem Fizycznej Wielkości Produkcji i odzwierciedlał poziom produkcji kluczowych jak na tamte czasy towarów. Ewolucja wskaźnika wzbogaciła go o kilka dodatkowych sektorów gospodarki, więc do 1919 roku było ich 7. W kolejnych latach ekonomie Rezerwy Federalnej udoskonalali i znacznie rozbudowali indeks. Po raz pierwszy towarom przyporządkowano wagi odzwierciedlające wielkości

¹¹ Branże objęte badaniem to m.in.: budownictwo, dobra użyteczności publicznej, edukacja, finanse i bankowość, górnictwo, handel detaliczny, hotelarstwo, komunikacja, nieruchomości, rachunkowość, roboty inżynieryjne, rolnictwo, rozrywka, służba zdrowia oraz ubezpieczenia.

zatrudnienia oraz procentowy wkład wnoszony przez branże w finalną wartość towaru. Dawna struktura indeksu w dużym stopniu przypomina współczesny Indeks, który jest miarą poziomu produkcji w:

- sektorze przemysłowym,
- przedsiębiorstwach użyteczności publicznej,
- sektorze wydobywczym.

Dane o produkcji wykorzystywane do konstrukcji tego indeksu są pozyskiwane z różnych towarzystw branżowych, takich jak: Ankieta Geologiczna USA, Amerykańskie Stowarzyszenie Leśnictwa i Przemysłu Papierniczego, Federalny Urząd Skarbowy oraz Amerykańska Rada Garbarzy. Indeks całkowitej wielkości produkcji przemysłowej opracowywany jest na podstawie 295 składników, które tworzą serię danych odnoszących się do poszczególnych dóbr, każdy o odpowiedniej wadze. Wyniki dla każdej z serii są podawane w odpowiednich jednostkach fizycznych, tak aby miesięczna zmiana wielkości produkcji mogła być mierzona niezależnie od ruchów cen.

Składniki indeksu prezentowane są w dwojaki sposób [Yamarone, 2008, s. 92-94]:

1. Pierwszy schemat klasyfikacji dotyczy podziału według branż, czyli z perspektywy podaży. Wówczas całkowity indeks dzieli się zgodnie z Północnoamerykańskim Systemem Klasyfikacji Przemysłu (North American Industry Classification System –NAICS)¹² na trzy główne sektory:
 - a) przemysł przetwórczy, dodatkowo wyróżnia się produkcję dóbr trwałych i nietrwałych,
 - b) górnictwo,
 - c) dobra użyteczności publicznej.
2. Drugi schemat dotyczy podziału według sektorów rynku, czyli z perspektywy popytu. Wówczas całkowity indeks dzieli się na dwie podstawowe grupy:
 - a) produkcję materiałów,
 - b) produkcję nieprzemysłowych wyrobów gotowych, dodatkowo dzielonych na: maszyny i urządzenia wykorzystywane przez przedsiębiorstwa, materiały i wyposażenie budowlane, sprzęt obronny i kosmiczny, materiały i usługi dla przedsiębiorstw oraz dobra konsumpcyjne, wśród których wyróżnia się dobra trwałe i nietrwałe.

¹² NAICS to północnoamerykański system klasyfikacji przemysłu, opracowany wspólnie przez Stany Zjednoczone, Kanadę oraz Meksyk. System ten nie tylko przyniósł bardziej niezawodne metody obliczania aktywności w produkcji, ale przegrupował także najważniejsze klasy rynku na podstawie stopnia przetworzenia. Dzięki niemu dane o produkcji, handlu i zapasach mogą być porównywane z informacjami z całej Ameryki Północnej, a nie tylko z USA. Więcej na ten temat w: [Picker, 2007, s. 266-267].

Korelacja pomiędzy indeksem produkcji przemysłowej a wahaniami cyklu koniunkturalnego pozwala na wykorzystanie go jako wskaźnika wyprzedzającego kwartalny wskaźnik PKB. Wskaźnik ten wykazuje także silną współzależność z indeksem menedżerów do spraw zakupów (PMI). Z reguły cieszy się sporym zainteresowaniem ze strony inwestorów na globalnym rynku Forex, bowiem reakcja rynku walutowego na zamieszczone w nim dane może być znacząca, zwłaszcza gdy jego wartość odbiega od prognoz. Indeks ten jest ważny dla inwestorów walutowych.

Indeks Chicago PMI

Publikowany jest wspólnie przez Instytut Zarządzania Podażą oraz Międzynarodowy Instytut Kingsbury. Współczynnik ten mierzy aktywność gospodarczą sektora wytwórczego w rejonie Chicago, który pozostaje jednym z największych obszarów przemysłowych świata. Wskaźnik Chicago PMI jest konstruowany na podstawie ankiet przeprowadzanych wśród menedżerów logistyki różnych branż sektora wytwórczego.

Respondenci pochodzą z różnych branż sektora wytwórczego, przy czym wagi poszczególnych branż są zgodne z ich wkładem w tworzenie produktu krajowego brutto. Raz w miesiącu menedżerowie do spraw zakupów odpowiadają na kilka pytań. Z uwagi na fakt, iż współtwórcą tego wskaźnika jest Instytut Zarządzania Podażą, to pytania zawarte w ankiecie są dokładnie takie same, jak w przypadku ISM dla przemysłu i ISM dla usług. Dodatkowo respondenci w ankiecie proszeni są także o wyrażenie własnych opinii na temat przyczyny zmian cen towarów, zmian w poziomie zatrudnienia czy też wyszczególnienia nabywanych przez nich produktów, których podaż jest zbyt mała. Wszystkie te uwagi służą opracowaniu komentarza, który szczegółowo opisuje bieżący stan sektora wytwórczego.

Odpowiedzi rozdzielane są na pozytywne, neutralne oraz negatywne. Następnie eksperci ISM wyliczają procentowy udział dla każdej z tych grup, a otrzymany wynik to indeks dyfuzji.

Wartość indeksu mieści się w przedziale od 0 do 100. Przy czym wartości poniżej 50 punktów zazwyczaj zwiastują dekoniunkturę, a powyżej 50 punktów traktowane są jako wzrost aktywności w rejonie Chicago.

Rynek Forex silnie reaguje na publikacje indeksu Chicago PMI. Jego duże znaczenie rynkowe dla okręgu Chicago może wynikać z niezwykle silnej korelacji ze wskaźnikiem ISM ustalonym dla amerykańskiego sektora produkcyjnego. Wskaźnik ten ma duże znaczenie dla inwestujących na rynku Forex.

Wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych

Jest to metoda szacowania wielkości mocy produkcyjnych przemysłu, która została opracowana w latach 60. XX wieku. Powszechnie indeks był znany jako publikacja statystyczna G3. Większość istotnych modyfikacji w miarach wykorzystania mocy produkcyjnych dokonano w latach 70. Wówczas wprowadzono drobne korekty tego współczynnika. Kolejnych korekt ekonomiści Rezerwy Federalnej dokonali jeszcze w 2002 roku. Innowacja polegała przede wszystkim na zastąpieniu Standardowej Klasyfikacji nowym systemem klasyfikowania, który przyniósł bardziej niezawodne metody obliczania aktywności w produkcji.

Współczesny wskaźnik mocy produkcyjnej publikowany jest podobnie jak wskaźnik produkcji przemysłowej przez System Rezerwy Federalnej (Federal Reserve System). Indeks ten pokazuje, w jakim stopniu został wykorzystany potencjał produkcyjny danego kraju, by otrzymać określoną wielkość produkcji. Dzięki niemu można się dowiedzieć, jak wiele dzieli krajowy sektor produkcyjny od wykorzystania całkowitej wielkości mocy produkcyjnych. Zgodnie z definicją Rezerwy Federalnej całkowita wielkość mocy produkcyjnych to najwyższy poziom produkcji, jaki może być osiągnięty przez dany zakład produkcyjny, przy z góry założonym harmonogramie pracy, uwzględniającym standardowe przestoje oraz dostęp do dostatecznej ilości czynników produkcji, koniecznych do zapewnienia pracy maszyn i urządzeń.

W celu ustalenia całkowitej wielkości rocznych mocy produkcyjnych wykorzystuje się wyniki ankiet branżowych przeprowadzanych wśród biznesmenów oraz w zakładach przemysłowych zatrudniających co najmniej pięciu pracowników. Ostateczny wynik w skali miesiąca otrzymuje się, dzieląc wielkość miesięcznej produkcji przemysłowej przez wielkość miesięcznych mocy produkcyjnych. Wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych przez krajowe przedsiębiorstwa zawiera poziomy mocy produkcyjnych oraz stopień ich wykorzystania dla 85 branż.

Łączny poziom wykorzystania mocy produkcyjnych obliczany jest z wykorzystaniem wszystkich składników, podzielonych na trzy sektory: przemysł przetwórczy, górnictwo oraz dobra użyteczności publicznej. Przemysł przetwórczy dotyczy pozostałego przemysłu przetwórczego oraz dóbr trwałych i nietrwałych. Przyjmuje się, że całkowity poziom wykorzystania mocy produkcyjnych dla sektora przetwórstwa przemysłowego powinien wynosić mniej więcej 84%. Wielkość ta nie jest ustalona raz na zawsze, może ulegać zmianie na skutek np. zmieniających się warunków prowadzenia działalności gospodarczej.

Zwiększająca się wartość tego współczynnika oznacza, że przedsiębiorstwa zbliżają się do nadmiernego wykorzystania mocy produkcyjnych. Z kolei niższy poziom wykorzystania mocy produkcyjnych może sygnalizować nadchodzącą recesję, bowiem słabość gospodarki po prostu uniemożliwia wysoki poziom produkcji. Inwestorzy uważnie śledzą poziom tego indeksu, ponieważ umożliwia im określenie:

- warunków, w jakich działa przemysł przetwórczy,
- trendów w produkcji,
- ogólnej aktywności gospodarczej,
- możliwości wystąpienia inflacji [Yamarone, 2008, s. 100-103].

Wskaźnik ten ma średnie znaczenie dla inwestorów walutowych. Jego wyższe wartości zwykle powodują, że dolar amerykański umacnia się względem innych walut.

Indeks tygodniowej zmiany zapasów ropy naftowej

Publikowany jest przez rządową agencję informacji energetycznej EIA (Energy Information Administration). Po raz pierwszy ukazał się w 1979 roku i jest jedynym indeksem pochodzącym z oficjalnych źródeł rządowych, który został opracowany w celu dostarczenia informacji o bieżących niedoborach paliw. Obecnie jego celem jest przekazanie danych na temat ilości ropy naftowej trafiającej do rafinerii, wybranych cen ropy i podstawowych produktów ropopochodnych, ilości przetworzonych produktów, a także stanu zapasów z uwzględnieniem rezerwy strategicznej. Dane, które obrazuje ten indeks, są gromadzone na podstawie informacji otrzymywanych od spółek przemysłu paliwowego. Współczynnik ten zawiera trzy składowe:

- zmianę zapasów ropy,
- zmianę zapasów benzyny,
- zmianę zapasów destylatów.

Wskaźnik ten ma duże znaczenie dla uczestników rynku Forex.

Wśród danych charakteryzujących sektor przedsiębiorstw największe znaczenie dla inwestorów walutowych mają wskaźniki Instytutu Zarządzania Podażą. Indeksy Instytutu skoncentrowane są głównie na opisie aktualnej sytuacji gospodarczej oraz prognozach dotyczących jej przyszłości.

Wszystkie wyżej opisane wskaźniki, będące źródłem wczesnych oznak ogólnej kondycji gospodarki, dostarczają inwestorom oraz analitykom finansowym niezwykle cennych informacji przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Publikacja tych wskaźników jest bacznie śledzona przez inwestorów na całym świecie, gdyż zmiany wartości wskaźników zazwyczaj powodują gwałtowne zmiany kursów walutowych [Andersen i in., 2003, s. 10-11].

W przypadku amerykańskich danych:

1. Indeksy ISM ogłaszane są przez Institute for Supply Management zwykle w pierwszym tygodniu każdego miesiąca.
2. Wskaźnik produkcji przemysłowej ogłaszany jest przez Federal Reserve System (System Rezerwy Federalnej) najczęściej w połowie każdego miesiąca,
3. Indeks Chicago PMI publikowany jest przez ISM Chicago, zazwyczaj ostatniego dnia każdego miesiąca.
4. Wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych publikowany jest przez System Rezerwy Federalnej (Federal Reserve System) około 16 dnia każdego miesiąca.
5. Indeks tygodniowej zmiany zapasów ropy naftowej publikowany jest przez rządową agencję informacji energetycznej EIA (Energy Information Administration), cotygodniowo, zwykle w 4 dniu tygodnia.

3.2.5. Wskaźniki opisujące decyzje producentów

Publikowane są przez Biuro Ekonomiki Biznesu Departamentu Handlu już od 1939 roku. Ówczesna ankieta przemysłowa zawierała ogólne informacje o wielkości zamówień w całych Stanach Zjednoczonych. Późniejsza modyfikacja wprowadziła wiele zmian, m.in. poprawiono sposób obliczania i prezentowania danych, zmieniono zakres zbieranych informacji oraz zaktualizowano reprezentowane branże [Yamarone, 2008, s. 132-134]. Poważnej korekty dokonano także w 1997 roku, zastępując klasyfikację SIC – aktualniejszą i powszechniej stosowaną klasyfikacją NAICS.

Współczesne indeksy zamówień tworzone są przez Urząd Statystyczny Departamentu Handlu USA. Wskaźniki te mierzą aktywność sektora wytwórczego oraz jego przyszłe zobowiązania. Informują o bieżącej kondycji gospodarczej i kierunkach zmian, stąd też zaliczane są do jednych z ważniejszych wskaźników. Wiodące wskaźniki charakteryzujące wielkość zamówień producentów to:

- zamówienia na dobra trwałego użytku,
- zamówienia na dobra bez środków transportu,
- zamówienia w przemyśle.

Zamówienia na dobra trwałego użytku

Wskaźnik ten odnosi się do dóbr trwałego użytku, czyli takich, których zakładany czas użytkowania przekracza trzy lata. Dobra trwałego użytku to dobra dość drogie, nabywane przez konsumentów stosunkowo rzadko, dlatego też rosnąca liczba zamówień na te towary spotyka się z pozytywną reakcją rynku. Dotyczy produktów takich jak dobra inwestycyjne, komputery czy stal [Neely, 2011, s. 425]. Indeks zamówień na dobra trwałego użytku składa się z takich kategorii danych, jak:

- a) ilość dostaw – obejmuje towary faktycznie sprzedane przez przedsiębiorstwa,
- b) ilość zamówień (nowych oraz niezrealizowanych) – kategoria nowych zamówień dotyczy zamówień na produkty przeznaczone do zrealizowania w tym samym miesiącu bądź w następnych miesiącach, a kategoria niezrealizowanych zamówień dotyczy produktów niedostarczonych i niewprowadzonych do ewidencji jako sprzedane,
- c) wielkość zapasów – obejmuje produkty zalegające w magazynach.

Indeks ten ma duże znaczenie dla uczestników rynku Forex. Wyższa wartość wskaźnika zwykle powoduje umocnienie się danej waluty.

Zamówienia na dobra bez środków transportu

Wskaźnik ten, podobnie jak poprzedni, odnosi się do dóbr trwałego użytku, ale z wyłączeniem najmniej stabilnej kategorii, czyli środków transportu, głównie samolotów. Powodem wyłączenia tych danych jest ich duża zmienność, która może wypaczyć prognozy ekonomiczne. Indeks zamówień na dobra trwałego użytku bez środków transportu tworzą takie kategorie, jak:

- a) ilość dostaw, ale bez środków transportu,
- b) ilość zamówień (nowych oraz niezrealizowanych), bez środków transportu,
- c) wielkość zapasów bez środków transportu.

Wskaźnik ten ma duże znaczenie dla inwestorów walutowych. Jego wyższe odczyty zazwyczaj oznaczają umocnienie się danej waluty.

Zamówienia w przemyśle

Mierzą całkowitą wielkość zamówień dóbr nietrwałych [Neely, 2011, s. 425]. Wskaźnik ten powstaje na podstawie wyników ankiety przeprowadzanej wśród przedsiębiorstw sektora produkcyjnego. Respondenci są w niej pytani o ilość zamówień (zarówno tych nowych, jak i niezrealizowanych), a także o poziom zapasów. Dostarcza informacji na temat aktualnych warunków gospodarczych, jak i perspektyw na przyszłość. Wszystkie zgromadzone dane prezentowane są

w ujęciu branżowym oraz w seriach tematycznych. Wskaźnik prezentuje kompleksowe dane na temat wartości zamówień ogółem. Indeks ten ma średnie znaczenie dla inwestorów walutowych.

Wskaźniki opisujące decyzje producentów zaliczane są do istotnych wskaźników makroekonomicznych, mających wpływ na kursy walutowe [Andersen i in., 2003; Omrane i Savaser, 2016].

Wymienione wskaźniki opisujące decyzje producentów ogłaszane są przez United States Census Bureau, z tym, że zamówienia na dobra trwałego użytku oraz zamówienia na dobra bez środków transportu publikowane są dwa razy w ciągu miesiąca. Pierwszy raz na początku miesiąca (około 3 dnia miesiąca), drugi raz pod koniec miesiąca – około 25 dnia miesiąca, a zamówienia w przemyśle w pierwszym tygodniu każdego miesiąca.

3.2.6. Wskaźniki opisujące decyzje konsumentów

Mierzą kondycję finansową gospodarstw domowych. Na podstawie ich wartości można prognozować trendy w całej gospodarce. Do najpowszechniejszych wskaźników makroekonomicznych opisujących decyzje konsumenckie można zaliczyć:

- wskaźniki dochodów i wydatków osobistych Amerykanów (Personal Income and Spending),
- wskaźnik sprzedaży detalicznej (Retail Sales).

Wskaźniki dochodów i wydatków osobistych Amerykanów

Pierwotnie były one publikowane od 1934 roku przez Departament Handlu. W tamtych latach wyniki badań prezentowano raz w roku. W wyniku modyfikacji przeprowadzonej w 1958 roku rozpoczęto publikację szacunków kwartalnych. W następnych latach za sprawą Simona Kuzneta dokonywano kolejnych korekt i przeróbek oraz zmodyfikowano też kilka definicji. W efekcie tych prac indeksy te zyskały miano pierwszorzędnej miary kondycji finansowej gospodarstw domowych.

Wskaźnik dochodów

W chwili obecnej publikowany jest przez Biuro Analiz Ekonomicznych (Bureau of Economic Analysis – BEA). Zawiera miary dochodów odnoszące się do wszystkich dóbr i usług [Mankiw i Taylor, 2009, s. 491]. W ten sposób obra-

zuje siłę nabywczą amerykańskiego konsumenta. Wielkość całkowitych dochodów osobistych BEA ustala poprzez zsumowanie dochodów pochodzących z siedmiu różnych źródeł. Następnie otrzymaną wartość pomniejsza o wartość wszystkich obowiązkowych płatności podatkowych oraz niepodatkowych. W ten sposób szacuje się wysokość rozporządzalnych dochodów osobistych, czyli kwotę, którą gospodarstwa domowe mogą przeznaczyć na wydatki lub oszczędności. Największym źródłem dochodów są wynagrodzenia oraz wszelkiego rodzaju płatności transferowe.

Dane dotyczące wysokości płac pozyskiwane są z raportów urzędu skarbowego, a informacje na temat transferów są udostępniane przez Administrację Ubezpieczeń Społecznych oraz Biuro Statystyki Pracy. Znacznie mniejszym źródłem dochodów całkowitych są: dochody właścicieli, otrzymywane dywidendy, dochody z odsetek, inne dochody z pracy oraz dochody z najmu i dzierżawy. Wysokość dochodów rozporządzalnych uzależniona jest od kilku czynników, wśród których najważniejsze to: zatrudnienie, wysokość opodatkowania oraz klimat gospodarczy.

Ekonomiści zarządzający funduszami inwestycyjnymi, emerytalnymi czy przedsiębiorstwami oraz inwestorzy typowo walutowi uważnie śledzą wartości tego wskaźnika, gdyż na jego podstawie można wnioskować o kondycji finansowej przeciętnego amerykańskiego konsumenta.

Wskaźnik wydatków osobistych

Publikowany jest – podobnie jak wskaźnik dochodów – przez Biuro Analiz Ekonomicznych (Bureau of Economic Analysis – BEA). Zawiera miary wydatków odnoszące się do wszystkich dóbr i usług [Mankiw i Taylor, 2009, s. 491]. W ten sposób obrazuje siłę nabywczą amerykańskiego konsumenta. Aby ustalić łączną wartość wydatków mieszkańców Stanów Zjednoczonych, BEA sumuje wszystkie miesięczne wydatki na dobra trwałe, dobra nietrwałe oraz usługi.

Głównym źródłem informacji na temat tego wskaźnika jest Raport Urzędu Statystycznego dotyczący sprzedaży. Amerykańscy konsumenci najwięcej wydają na usługi.

Największe wahania miesięczne wykazują wydatki na dobra trwałe, dlatego że są to produkty dość drogie i kupowane nieregularnie. Aby wydatki te wzrosły, konieczna jest dobra kondycja całej gospodarki, dlatego też to właśnie wydatki na te dobra prognozują punkty zwrotne gospodarki. Wydatki na pewne dobra nietrwałe cechują się większą stabilnością, gdyż niezależnie od koniunktury gospodarczej trzeba je kupić.

Na podstawie tych wskaźników można także szacować poziom oszczędności amerykańskiego społeczeństwa. Oszczędności osobiste traktowane są jako różnica pomiędzy bieżącym dochodem a wielkością bieżącej konsumpcji [Begg, Fischer i Dornbusch, 2008, s. 374]. Wartość ta w ujęciu procentowym stanowi stopę osobistych oszczędności. Zmniejszający się poziom oszczędności rodzi niepokój wśród ekonomistów, ponieważ sygnalizuje złą koniunkturę gospodarczą.

Zarówno wskaźnik dochodów, jak i wydatków osobistych ma średnie znaczenie dla uczestników rynku walutowego. Wzrost ich wartości może powodować umocnienie się dolara amerykańskiego względem innych walut.

Dzięki analizie wskaźnika dochodów i wydatków osobistych oraz wzajemnych zależności między nimi ekonomiści i inwestujący na rynku Forex mogą prognozować ewentualne momenty zwrotne w gospodarce oraz rozwijające się trendy. Wysoki poziom dochodów i wydatków można interpretować jako oznakę poprawy koniunktury gospodarczej. Natomiast niski poziom jest raczej zapowiedzią jej pogorszenia się [Mendelsohn, 2006, s. 29]. Wskaźnik wydatków osobistych jest najdokładniejszym miernikiem ilości pieniędzy, które trafiają do konsumentów, oraz tego, na co przeznaczają swoje pieniądze.

Wskaźnik sprzedaży detalicznej

Publikowany jest przez Amerykański Urząd Statystyczny już od 1952 roku. Wówczas badaniem objęto wyłącznie duże firmy. Mniejsze natomiast dzielone były na trzy grupy, ankietowane naprzemiennie, każda raz na kwartał. W kolejnych latach dokonano znacznych modyfikacji indeksu. Badanie comiesięczne obejmowało już zarówno firmy duże, jak i te mniejsze. Kolejnych korekt dokonano w 2001 roku, zamieniając stary System Standardowej Klasyfikacji Przemysłu (SIC) na nowy (NAICS), który miał ulepszyć porównywanie danych o sprzedaży detalicznej w wymiarze całego kontynentu.

Obecnie indeks ten publikowany jest przez Urząd Statystyczny Departamentu Handlu USA (Census Bureau). Jest miarą całkowitej wielkości sprzedaży w sektorze handlu detalicznego, w związku z czym jest jednym z najważniejszych wskaźników poziomu wydatków osobistych. Jego wysoki poziom informuje o stabilnej sytuacji finansowej konsumentów. Natomiast niski poziom sprzedaży detalicznej oznacza niepewność co do własnej sytuacji finansowej i zatrudnienia. Indeks powstaje na podstawie wyników ankiet rozsyłanych do firm, których główną działalnością jest sprzedaż dóbr.

Niektóre liczby grupowane są zgodnie z klasyfikacją NAICS, inne zaś dzielone na dwie subkategorie: łączna sprzedaż z pominięciem pojazdów mechanicznych i części samochodowych oraz GAFO, czyli kategoria, w której nie

uwzględnia się sprzedaży samochodów oraz innych sektorów, cechujących się dużą zmiennością¹³. Podział indeksu na dwie grupy wynika z nadmiernej niestabilności tych produktów, co przekłada się na całkowitą wartość sprzedaży, powodując trudności w ustaleniu długookresowych trendów w sprzedaży detalicznej. Dzięki pogrupowaniu danych zgodnie z klasyfikacją NAICS proces ankietowania jest znacznie bardziej przejrzysty.

Z racji dynamicznie rozwijającego się handlu elektronicznego Urząd Statystyczny podjął decyzję o kwartalnej publikacji wskaźnika handlu elektronicznego. Indeks ten jest miarą wielkości transakcji sprzedaży zawartych za pośrednictwem Internetu (czyli transakcji zarejestrowanych w systemie on-line).

Wskaźnik sprzedaży detalicznej ma duże znaczenie dla inwestorów forexowych. Jego wysoki poziom zwykle zapowiada poprawę koniunktury gospodarczej, co może przełożyć się na aprecjację waluty. Z kolei niski poziom może być sygnałem pogorszenia koniunktury gospodarczej.

W przypadku amerykańskich danych:

- wskaźnik dochodów i wydatków osobistych publikowany jest przez Bureau of Economic Analysis BEA około 30 dnia każdego miesiąca,
- indeks sprzedaży detalicznej ogłaszany jest przez United States Census Bureau w połowie każdego miesiąca.

3.2.7. Wskaźniki dotyczące nastrojów konsumenckich

Mierzą optymizm oraz nastroje konsumenckie. Wiodącymi wskaźnikami są:

- indeks zaufania konsumentów The Conference Board (The Conference Board's Consumer Confidence Index – CB Consumer Confidence),
- indeks nastroju konsumentów Uniwersytetu Michigan (The University of Michigan's Index of Consumer Sentiment – UoM Consumer Sentiment),
- wskaźnik zaufania konsumentów ABC (The ABC News/Money Magazine Consumer Comfort Index).

Indeks zaufania konsumentów The Conference Board

Publikowany jest od 1967 roku przez The Conference Board. Początkowo pojawiał się co dwa miesiące, w późniejszym czasie przekształcono go w badanie miesięczne. Obecnie indeks mierzący poziom zaufania konsumentów powstaje na podstawie ankiety, w której bierze udział 5 tys. gospodarstw domo-

¹³ GAFO jest kategorią, do której należą: artykuły ogólnoprzemysłowe (*general merchandise*), odzież (*apparel*), meble (*furniture*) oraz pozostałe (*other*).

wych [Bram i Ludvigson, 1998; Martinez, 2007, s. 171-174; Neely, 2011, s. 424]. Losowo wybrani respondenci są proszeni o udzielenie odpowiedzi na pytania, które dotyczą:

- a) warunków gospodarczych,
- b) dochodów gospodarstw domowych,
- c) planowanych zakupów,
- d) ilości dostępnych miejsc pracy.

Następnie na podstawie uzyskanych odpowiedzi tworzy się dwa indeksy pomocnicze: Indeks aktualnej sytuacji oraz Indeks oczekiwań. W ten sposób twórcy ankiety poznają opinie poszczególnych obywateli Stanów Zjednoczonych na temat ich obecnej sytuacji ekonomicznej oraz ich oczekiwania na najbliższe sześć miesięcy. Wynik tego wskaźnika jest odnoszony do wartości równej 100. Wartości powyżej 90 zapowiadają dobrą koniunkturę, a wartości poniżej 80 mogą sygnalizować spowolnienie gospodarcze.

Indeksy The Conference Board mają duże znaczenie statystyczne, bowiem badaniem objęto większą liczbę gospodarstw domowych. Wskaźnik jest bardzo popularny wśród inwestorów walutowych, a jego wyższe od prognoz wartości zazwyczaj umacniają daną walutę.

Indeks nastroju konsumentów Uniwersytetu Michigan

Publikowany jest przez Uniwersytet Michigan w obecnej formie od 1978 roku, choć jego historia jest znacznie dłuższa. Już w latach 40. XX wieku George Katona, węgierski ekonomista i psycholog z Ośrodka Badań Ankietowych Uniwersytetu Michigan, zadawał konsumentom pytania o ich najbliższe plany. Następnie w latach 40. i 50. wspólnie z Evą Mueller – profesorem ekonomii Uniwersytetu Michigan – prowadzili liczne badania dotyczące nastrojów konsumentów oraz poziomów ich dochodów i wydatków. Pierwotnie ankieta była przeprowadzana raz na rok. Dopiero w 1960 roku zmieniła się w badanie kwartalne, a od 1978 roku była już badaniem miesięcznym.

Współczesny Indeks Uniwersytetu Michigan powstaje na podstawie wyników telefonicznej ankiety przeprowadzonej na losowo wybranej grupie 500 amerykańskich gospodarstw domowych w 48 stanach [Dicks, 2004, s. 136]. Ankietowani są najczęściej pytani o aktualną sytuację finansową, ogólny klimat inwestycyjny, a także najbliższe plany zakupowe. Cała ankieta zawiera blisko dwadzieścia pytań pozwalających na ocenę możliwości nabywczych amerykańskich konsumentów.

Następnie uzyskane odpowiedzi dzieli się na odpowiedzi pozytywne, neutralne oraz negatywne, po czym z poszczególnych grup tworzy się dwa indeksy pomocnicze:

1. Indeks aktualnych warunków gospodarczych (Index of Current Economic Conditions – ICC).
2. Indeks oczekiwań konsumentów (Index of Consumer Expectations – ICE).

Indeks ten dostarcza informacji na temat aktualnej sytuacji finansowej i opinii na temat gospodarki Stanów Zjednoczonych. Podobnie jak w przypadku indeksu zaufania konsumentów, wartości powyżej 90 zapowiadają dobrą koniunkturę, a wartości poniżej 80 mogą sygnalizować spowolnienie bądź kryzys gospodarczy.

Wskaźnik nastrojów konsumenckich ma duże znaczenie dla uczestników rynku Forex. Publikowany jest dwukrotnie w ciągu każdego miesiąca, przy czym w połowie miesiąca pojawiają się dane wstępne, obrazujące wyniki uzyskane po przeprowadzeniu około 60% rozmów. Ostateczne dane pojawiają się pod koniec miesiąca, następującego po okresie obliczeniowym i zawierają już dane ze wszystkich ankiet.

Wskaźnik zaufania konsumentów ABC

Kolejną miarą zaufania, optymizmu i oczekiwań konsumentów jest wskaźnik zaufania konsumentów, publikowany przez czasopismo „The ABC News/Money”. Indeks ten może służyć jako czynnik aktualizacji prognoz wyżej wspomnianych wskaźników. Wskaźnik ten ma małe znaczenie dla inwestorów.

Wymienione wskaźniki przedstawiają dane ankietowe dotyczące zaufania konsumentów. Miary nastrojów konsumentów różnią się od pozostałych wskaźników, gdyż nie odnoszą się do wielkości fizycznych, tylko do psychologii. Cechą wspólną tych indeksów jest to, że pytania zadawane są ludziom pochodzącym z różnych środowisk, którzy chcą zbadać swoje odczucia odnośnie do bieżącego i przyszłego stanu gospodarki, inflacji czy planowanych zakupów.

Rynek reaguje na publikowane wskaźniki, nawet jeśli zmiany są niewielkie i krótkotrwałe. Polepszające się nastroje konsumentów amerykańskich z reguły umacniają krajową walutę, zaś pogarszające się nastroje – osłabiają ją. Aby móc je zatem prawidłowo wykorzystywać, należy wiedzieć, w jakim stopniu emocje kształtują zachowania poszczególnych konsumentów i czy siła ich oddziaływania jest na tyle duża, by móc zmienić przyzwyczajenia konsumenckie oraz pośrednio wpłynąć na całą gospodarkę.

W przypadku amerykańskich danych:

- indeks zaufania konsumentów publikowany jest przez The Conference Board w ostatni wtorek miesiąca,

- indeks nastroju konsumentów publikowany jest przez Uniwersytet Michigan około 15 dnia miesiąca,
- wskaźnik zaufania konsumentów ABC publikowany jest cotygodniowo, w każdy wtorek.

3.2.8. Wskaźniki regionalne banków zrzeszonych w Systemie Rezerwy Federalnej

Należą do wskaźników opisujących kondycję sektora produkcyjnego poszczególnych stanów USA. Banki te co miesiąc podają do publicznej wiadomości wyniki badań nastrojów w sektorze przedsiębiorstw, skupiając się głównie na sferze produkcyjnej. Wskaźniki regionalnych banków Fed są tworzone i oceniane indywidualnie, ale mogą także służyć jako wskaźniki wyprzedzające, postulujące wyniki ogólnych badań krajowych.

Do najistotniejszych z punktu widzenia inwestora walutowego indeksów regionalnych należą:

- indeks Fed z Filadelfii (Philly Fed Manufacturing Index),
- indeks NY Empire State (Empire State Manufacturing Index),
- indeks Fed z Richmond (Richmond Manufacturing Index).

Indeks Fed z Filadelfii

Publikowany jest od 1968 roku przez Bank Rezerwy Federalnej w Filadelfii. Indeks ten ukazuje się jako pierwszy spośród wszystkich indeksów regionu, mierzy aktywność sektora wytwórczego. Indeks banku w Filadelfii tworzony jest na podstawie dobrowolnej ankiety, której celem jest przedstawienie aktualnej sytuacji panującej w przedsiębiorstwie oraz określenie oczekiwań co do zmian nastrojów w ciągu najbliższego półrocza. Ankiety są przeprowadzane wśród menedżerów lub prezesów firm produkcyjnych, działających na terenie Pensylwanii, New Jersey oraz Delaware [Baumohl, 2007, s. 215-219]. Respondenci odpowiadają na pytania dotyczące ogólnej aktywności biznesowej oraz bardziej szczegółowe, będące miernikami pracy fabryk. Ankietowani wskazują jedynie wzrost, spadek czy niezmiennosc poszczególnych pozycji w odniesieniu do poprzedniego miesiąca oraz w najbliższym półroczu. Ankieta zawiera także pytania dotyczące planowanych wydatków na inwestycje kapitałowe.

Wartość wskaźnika kształtuje się w przedziale od -100 do 100. Wartości powyżej zera sygnalizują rozwój sektora wytwórczego, zaś spadek poniżej tej wartości interpretowany jest jako spowolnienie. Zgodnie z obserwacjami Fed

w czasie recesji indeks zawsze spada poniżej zera, a w czasie ożywienia jego wartość rośnie powyżej zera.

Chociaż wskaźnik dotyczy kondycji gospodarczej tylko tych trzech stanów, to jednak doskonale odzwierciedla krótkookresowe zmiany w gałęzi produkcyjnej nie tylko w tych stanach, ale również w całym państwie [Constable i Wright, 2011, s. 181-186]. Indeks ten ma duże znaczenie dla inwestorów walutowych.

Indeks NY Empire State

Publikowany jest od 2002 roku przez Nowojorski Oddział Banku Rezerw Federalnych. Indeks ten obrazuje kondycję producentów w jednym z najbardziej znaczących regionów USA, czyli w stanie Nowy Jork. Indeks produkcyjny Empire State jest tworzony na podstawie ankiety, której celem jest ustalenie obecnej sytuacji panującej w przedsiębiorstwie oraz zdefiniowanie przewidywań co do zmian nastrojów w ciągu najbliższego półrocza [Baumohl, 2007, s. 209-215].

Ankiety wysyłane są w każdy pierwszy dzień miesiąca do blisko 200 lokalnych menedżerów wyższego szczebla lub prezesów firm z przedsiębiorstw produkcyjnych. Na ich odesłanie firmy mają czas do 15 dnia każdego miesiąca. Respondenci odpowiadają na pytania dotyczące ogólnej aktywności biznesowej przedsiębiorstwa oraz bardziej szczegółowe, określające podstawowe wskaźniki swoich firm. Zamieszcza się także pytania odnośnie do planowanych nakładów inwestycyjnych i wydatków na technologie. Często dołączane są także dodatkowe pytania, dotyczące np. spodziewanego poziomu długu czy też stanu gotówki w najbliższym roku.

Zadaniem respondentów nie jest podawanie konkretnych wartości, a jedynie określenie tendencji zmian zachodzących w ich przedsiębiorstwach. W związku z tym jako odpowiedź wskazuje się wyłącznie wzrost, spadek oraz niezmiennosc poszczególnych pozycji w odniesieniu do poprzedniego miesiąca.

Wartość wskaźnika kształtuje się w przedziale od -100 do 100. Wskazania powyżej zera sygnalizują rozwój sektora produkcyjnego, zaś spadek poniżej tej wartości traktowany jest jako spowolnienie. Indeks ten ma średnie znaczenie dla inwestorów walutowych. Jego wzrost może powodować umocnienie się dolara amerykańskiego względem innych walut.

Indeks Fed z Richmond

Publikowany jest przez Bank Rezerwy Federalnej z Richmond jako kolejny regionalny wskaźnik informujący o poziomie aktywności produkcyjnej. Indeks Fed z Richmond zawiera dane pochodzące z okręgu środkowo-atlantyckiego,

czyli obejmuje następujące stany: Maryland, Wirginię, Północną i Południową Karolinę oraz Waszyngton. Indeks Fed z Richmond jest tworzony na podstawie dobrowolnej ankiety, której celem jest ocena bieżącej sytuacji w firmie oraz określenie przewidywanego kierunku zmian w ich przedsiębiorstwach na najbliższe 6 miesięcy. Ankieta przeprowadzana jest wśród menedżerów lub prezesów najbardziej reprezentatywnych firm produkcyjnych rozmieszczonych w badanym regionie [Baumohl, 2007, s. 209-215].

Pytania zawarte w ankiecie w głównej mierze dotyczą tych samych kwestii, które interesują filadelfijski oraz nowojorski Fed. Respondenci dodatkowo przeszeni są jedynie o określenie procentowego tempa zmian cen płaconych i otrzymywanych. W ankiecie z Richmond nie pojawia się pytanie o poziom ogólnej aktywności biznesowej, jak w przypadku ankiety banku Filadelfii oraz banku z Nowego Jorku. Informacja taka zamieszczona jest w wynikach, ale stanowi średnią ważoną ustalaną z odpowiedzi na pozostałe pytania.

Wartość wskaźnika kształtuje się w przedziale od -100 do 100 . Interpretacja pozostaje taka sama, jak w przypadku wyżej opisanych indeksów, czyli osiągnięcie wartości indeksu powyżej zera oznacza rozwój sektora przetwórczego w regionie i odwrotnie. Indeks ten ma niewielkie znaczenie dla inwestorów walutowych.

Podstawowe własności regionalnych indeksów są następujące:

- powstają na podstawie badań jakościowych polegających na udzielaniu bardzo ogólnych odpowiedzi, bez nadmiernego wnikania w szczegóły, pochłaniając tym samym mniej czasu,
- są niezwykle aktualne, gdyż dotyczą zmian zachodzących w ciągu miesiąca,
- ankietowani oceniają jedynie kierunek zmian, bez konieczności podawania konkretnych liczb, co umożliwia większej liczbie przedsiębiorstw odesłanie wypełnionej ankiety,
- sposób konstrukcji ankiety umożliwia szybkie udzielenie odpowiedzi i jej szybkie odesłanie,
- wyniki każdej ankiety są publikowane w zbiorczej formie, a informacje dotyczące poszczególnych firm nie są załączane, co dodatkowo podnosi walory ankiety w opinii menedżerów.

W przypadku indeksów Fed:

- indeks banku z Filadelfii publikowany jest około 17 dnia każdego miesiąca,
- wskaźnik banku z Nowego Jorku publikowany jest mniej więcej w połowie każdego miesiąca,
- wskaźnik banku z Richmond publikowany jest w ostatni czwartek miesiąca.

3.2.9. Pozostałe dane makroekonomiczne

Do pozostałych danych makroekonomicznych zalicza się:

- indeks wskaźników wyprzedzających LEI (Leading Economic Indicators),
- Beżową Księgę Fed (The Federal Reserve Board's Beige Book).

Indeks wskaźników wyprzedzających LEI

Początki tworzenia indeksów złożonych sięgają I połowy XX wieku, bo- wiem pierwsze próby ich opracowania miały miejsce już w latach 30. Wówczas dwaj ekonomiści z NBER – Arthur Burns i Wesley Mitchell – nie będąc w sta- nie stworzyć jednego uniwersalnego wskaźnika, wiazali ze sobą różne szeregi danych ekonomicznych, aby móc identyfikować tendencje oraz punkty zwrotne w gospodarce. Następnie w latach 60. współpracę z NBER rozpoczął Departament Handlu USA, który był odpowiedzialny za publikację indeksów złożonych. Współpraca pomiędzy tymi instytucjami rządowymi trwała do 1995 roku, kiedy to wszystkie formalności związane z tworzeniem indeksów złożonych przejęło na siebie niezależne stowarzyszenie non profit, zrzeszające prywatnych przed- siębiorców – The Conference Board.

Od czasu powstania wskaźnik przeszedł kilka modyfikacji i weryfikacji. Wraz z przekształcaniem się struktury gospodarczej USA, starsze wskaźniki nieodzwoiercedlające już dokładnie cyklu koniunkturalnego były zastępowane nowszymi, spośród których wybrano różne, charakteryzujące się największą dokładnością przewidywania. Tak powstał indeks wyprzedzających wskaźników ekonomicznych – LEI. Dzięki takiemu bieżącemu dostosowywaniu wskaźników do zmieniającej się rzeczywistości gospodarczej LEI jest precyzyjnym narzę- dziem dla inwestorów na globalnych rynkach finansowych, a w szczególności na rynku Forex. Wskaźnik ten obrazuje stan koniunktury gospodarczej w Stanach Zjednoczonych [Schwager i Turner, 1995, s. 97].

Obecnie indeks wskaźników wyprzedzających koniunkturę jest kompilacją dziesięciu różnych wskaźników ekonomicznych, które prognozują kondycję gospodarczą Stanów Zjednoczonych [Mendelsohn, 2006, s. 26]. Zasadniczym kryterium doboru składników wyprzedzającego indeksu ekonomicznego jest ich możliwość przewidywania aktywności gospodarczej. Elementy składowe wskaź- nika LEI przedstawia tabela 19.

Tabela 19. Elementy składowe indeksu wskaźników wyprzedzających koniunkturę

Lp.	Nazwa składnika	Opis składnika
1	2	3
1.	Średnia długość tygodniowego czasu pracy w sektorze wytwórczym (<i>Average Weekly Hours Worked in Manufacturing</i>)	<ul style="list-style-type: none"> – pochodzi z tej samej ankiety co wielkość zatrudnienia poza rolnictwem, – stanowi dobrą miarę przyszelego poziomu produkcji oraz kondycji gospodarki, – istotne zmiany jego wielkości odzwierciedlają pesymizm lub optymizm w ocenie przyszelegi kondycji gospodarki
2.	Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (<i>Unemployment Claims</i>)	<ul style="list-style-type: none"> – charakteryzuje sytuację na rynku pracy, – rosnąca liczba roszczeń związana jest zwykle ze zwalnianiem coraz większej liczby pracowników, – rosnąca wartość wskaźnika występuje przeważnie na początku spowolnienia rozwoju gospodarczego i może zwiastować recesję
3.	Liczba wydanych pozwoleń na budowę prywatnych budynków mieszkalnych (<i>Building Permits</i>)	<ul style="list-style-type: none"> – dają wgląd w sferę gospodarki USA, która decyduje o wzroście gospodarczym, a także zwiastuje ogólną poprawę koniunktury, – budowa nowych domów i mieszkań jest ogromnym przedsięwzięciem, które wskazuje nie tylko na wiarę w pewność zatrudnienia i zarobków, ale przede wszystkim na solidne fundamenty ekonomiczne
4.	Liczba nowych zamówień producentów na dobra konsumpcyjne oraz materiały (<i>Manufacturers' New Orders for Consumer Goods and Materials</i>)	<ul style="list-style-type: none"> – doskonale odzwierciedla postrzeganie przyszelego klimatu gospodarczego przez przedsiębiorców, – ze względu na wysokie koszty zakupu oraz magazynowania dużych ilości towarów, zarówno hurtownicy, detaliści, jak i producenci nie zamawiają tego typu produktów, jeśli nie spodziewają się wzrostu zapotrzebowania na nie
5.	Liczba nowych zamówień producentów na dobra inwestycyjne niezwiązane z obronnością (<i>Nondefense Capital Goods</i>)	<ul style="list-style-type: none"> – z uwagi na fakt, iż nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw stanowią blisko 15% całkowitej wartości PKB, w roli wskaźnika wyprzedzającego najlepiej sprawdza się liczba zamówień na dobra inwestycyjne
6.	Indeks dyfuzji efektywności dostawcy (<i>Vendor Performance Diffusion Index</i>)	<ul style="list-style-type: none"> – należy do jednego z pięciu sezonowo korygowanych wskaźników dyfuzji, stosowanych przez Instytut Zarządzania Podażą (ISM), – służy do konstruowania indeksu menedżerów do spraw zakupów (PMI), będącego najważniejszym indeksem w comiesięcznym raporcie o Sektorze Produkcyjnym, – pokazuje jak długi jest termin dostarczania odbiorcom części i materiałów wykorzystywanych w procesie produkcji, – jego wartość powyżej 50% zazwyczaj oznacza spowolnienie dostaw, co świadczy o wzroście popytu i ożywieniu gospodarczym; wartości poniżej 50% oznaczają szybsze tempo dostaw i mogą zwiastować stagnację gospodarczą. Firmy na skutek wzrostu gospodarczego mają coraz więcej zleceń, a to powoduje wolniejsze tempo dostaw i odwrotnie
7.	Wartość indeksu S&P500	<ul style="list-style-type: none"> – są to ceny akcji 500 wybranych firm, czyli miesięczna średnia wartość giełdowego indeksu największych spółek – S&P 500, – ceny akcji najlepiej wyrażają oczekiwania doskonale poinformowanych i dysponujących dużym doświadczeniem inwestorów oraz analityków, – rosnące ceny akcji zapowiadają więc wzrost rentowności przedsiębiorstw, przyczyniający się do wzrostu gospodarczego, bowiem bardziej rentowne przedsiębiorstwa mają większe szanse inwestowania w nowe projekty, fabryki czy zakłady pracy; mają także większą zdolność do zatrudniania nowych pracowników, – spadające ceny akcji wskazują na zakładany przez większość inwestorów spadek rentowności, który zwiastuje pogorszenie koniunktury

cd. tabeli 19

1	2	3
8.	Podaż pieniądza M2 (agregat M2)	<ul style="list-style-type: none"> – stanowi sumę pieniędzy w gospodarce, – Amerykańska Rezerwa Federalna podzieliła agregaty pieniężne na trzy rodzaje, oznaczając je symbolami M1, M2 i M3, – w przypadku indeksu wskaźników wyprzedzających bierze się pod uwagę podaż pieniądza M2*, – ekonomiści często nazywają pieniądź siłą napędową gospodarki, dlatego też poziom podaży pieniądza ma ścisły związek z poziomem wzrostu gospodarczego, – współzależność podaży pieniądza i aktywności gospodarczej ma długą i bogatą historię, dlatego też podaż pieniądza włączono do indeksu LEI
9.	Rozpiętość stóp procentowych pomiędzy 10-letnimi obligacjami skarbowymi a podstawową stopą procentową Fed (Interest Rate Spread)	<ul style="list-style-type: none"> – rozpiętość stóp procentowych definiowana jest jako różnica pomiędzy dochodowością 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych a stopą procentową Fed, – stosowana jest wzajemnie przez banki udzielające jednodniowych pożyczek, koniecznych do utrzymania minimalnego poziomu rezerwy obowiązkowej, – spread pomiędzy stopami procentowymi włączono do indeksu wskaźników wyprzedzających, ponieważ już sam kształt krzywej stóp procentowych jest odzwierciedleniem oczekiwań dealerów obligacji co do przyszłej kondycji gospodarki
10.	Indeks oczekiwań konsumentów (Index of Consumer Expectations)	<ul style="list-style-type: none"> – podsumowuje przewidywania konsumentów co do różnych trendów gospodarczych, – jest opracowywany przez Ośrodek Badań Ankietowych Uniwersytetu Michigan (Survey Research Center), – optymizm konsumentów wynika najczęściej z rosnącego poziomu zatrudnienia czy wzrostu wynagrodzeń, wskazując jednoznacznie na pozytywny klimat gospodarczy, – już sam pozytywny klimat stymuluje wzrost wydatków, czyli jeden z najważniejszych czynników wzrostu PKB, – to właśnie konsumenci jako jedni z pierwszych przeżywają pogorszenie się klimatu gospodarczego, wskazujące na zastój gospodarczy oraz konieczność wprowadzenia oszczędności; z reguły skutkuje to dalszym osłabieniem kondycji gospodarczej

* Podaż pieniądza M2 obejmuje: gotówkę w obiegu, depozyty bankowe, środki na rachunkach bieżących, a także udziały w funduszach powierniczych rynku pieniężnego oraz inne aktywa płynne (takie jak: umowy odkupu overnight, zawierane z bankami komercyjnymi).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Baumohl, 2007, s. 170-178; Yamarone, 2008, s. 55-62; Dicks, 2010, s. 127-137].

Indeks wskaźników wyprzedzających może wskazywać kierunek zmian w gospodarce w przeciągu następnych 6-9 miesięcy. Wskaźnik ten ma średnie znaczenie dla uczestników rynku walutowego. Wzrost tego wskaźnika zwykle powoduje umocnienie się danej waluty.

Beżowa Księga Fed

Publikowana przez System Rezerwy Federalnej. Powszechnie używany termin Beżowa Księga Fed (Beige Book) zawdzięcza swoją nazwę beżowemu kolorowi okładki, jednak jej oficjalna nazwa brzmi: Podsumowanie uwag Od-

działów Rezerwy Federalnej [Yamarone, 2008, s. 126-131]. Beżowa Księga Fed zawiera dane o aktualnej sytuacji ekonomicznej, pochodzące z 12 okręgów Systemu Fed, a jej celem jest dostarczanie informacji o zmianach, jakie zaszły w gospodarce od ostatniej publikacji.

Indeks składa się z poszczególnych indeksów opracowanych przez banki regionalne [Tainer, 2006, s. 233-235; Baumohl, 2007, s. 229-233; Constable i Wright, 2011, s. 131-136]. Każdy taki bank tworzy swój własny indeks na podstawie opinii ekspertów rynkowych, czołowych biznesmenów oraz ekonomistów. Następnie dane cząstkowe przekazywane są do jednego oddziału, który je łączy i opatruje odpowiednim komentarzem. Na podstawie danych zawartych w Księdze można wnioskować o stanie koniunktury w poszczególnych gałęziach przemysłu – czy poziom rozwoju gospodarczego jest zadowalający oraz jak szybko i w jaki sposób są rozpowszechniane zmiany. Można także dowiedzieć się, czy respondenci obawiają się w najbliższym czasie inflacji oraz jaka jest obecna sytuacja na rynku pracy.

Beżowa Księga Fed ma duże znaczenie dla inwestorów forexowych. Jeśli ton i wnioski zawarte w Księdze zaskoczą ich, to reakcja rynku walutowego może być bardzo żywiołowa i może doprowadzić do sporych wahań kursów.

W przypadku pozostałych danych

- indeks LEI publikowany jest mniej więcej 20 dnia każdego miesiąca,
- indeks Systemu Rezerwy Federalnej jest publikowany osiem razy w roku, mniej więcej dwa tygodnie przed każdym posiedzeniem Komitetu ds. Operacji Otwartego Rynku amerykańskiego banku centralnego (FOMC).

Wszystkie powyżej omówione dane makroekonomiczne zostały syntetycznie zaprezentowane w tabeli 20.

Tabela 20. Najważniejsze dane makroekonomiczne ze Stanów Zjednoczonych

Wskaźnik	Organ publikujący dane	Znaczenie*	Data publikacji
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
Wzrost Produktu Krajowego Brutto (Growth of Gross Domestic Product)	Bureau of Economic Analysis	duże	raz na kwartał, około 30 dnia miesiąca
Inflacja konsumencka (Consumer Price Index – CPI)	Bureau of Labor Statistics	średnie	około 12 dnia każdego miesiąca
Inflacja bazowa (Core CPI)	Bureau of Labor Statistics	duże	około 15 dnia każdego miesiąca
Inflacja producencka (Producer Price Index – PPI)	Bureau of Labor Statistics	duże	około 14 dnia każdego miesiąca
Inflacja bazowa (Core PPI)	Bureau of Labor Statistics	średnie	około 17 dnia każdego miesiąca
Bilans handlowy (Trade Balance)	Bureau of Economic Analysis	średnie	pierwszy tydzień każdego miesiąca
Decyzje w sprawie stóp procentowych (Federal Funds Rate)	Federal Reserve	duże	osiem razy w ciągu roku

cd. tabeli 20

1	2	3	4
Indeks cen wydatków konsumpcyjnych (Personal Consumption Expenditures – PCE)	Bureau of Economic Analysis	duże	około 27 dnia każdego miesiąca
Subindeks cen ISM	Institute for Supply Management	średnie	około 15 dnia każdego miesiąca
Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (Non-Farm Employment Change)	Bureau of Labor Statistics	duże	pierwszy piątek każdego miesiąca
Stopa bezrobocia (Unemployment Rate)	Bureau of Labor Statistics	duże	pierwszy piątek każdego miesiąca
Wnioski o zasiłki dla bezrobotnych (Unemployment Claims)	Department of Labor	duże	cotygodniowo, w każdy czwartek
Zmiana zatrudnienia w sektorze produkcyjnym	Bureau of Labor Statistics	duże	pierwszy piątek każdego miesiąca
Średnia godzinowa stawka wynagrodzenia (Average Hourly Earnings)	Bureau of Labor Statistics	duże	pierwszy piątek każdego miesiąca
Średnia długość tygodnia czasu pracy	Bureau of Labor Statistics	duże	pierwszy piątek każdego miesiąca
Pozwolenia na budowę domów (Building Permits)	Census Bureau	duże	około 17 dnia każdego miesiąca
Rozpoczęte budowy domów (Housing Starts)	Census Bureau	średnie	około 17 dnia każdego miesiąca
Sprzedaż nieruchomości na rynku pierwotnym (New Home Sales)	Census Bureau	średnie	około 25 dnia każdego miesiąca
Sprzedaż nieruchomości na rynku wtórnym (Existing Home Sales)	National Association of Realtors	duże	około 20 dnia każdego miesiąca
Indeks podpisanych umów kupna domów (Pending Home Sales)	National Association of Realtors	duże	około 28 dnia każdego miesiąca
Indeks ISM dla przemysłu (ISM Manufacturing PMI)	Institute for Supply Management	duże	pierwszy dzień roboczy miesiąca
Indeks ISM dla usług (ISM Non-Manufacturing PMI)	Institute for Supply Management	duże	trzeci dzień roboczy miesiąca
Produkcja przemysłowa (Industrial Production)	Federal Reserve	średnie	około 16 dnia każdego miesiąca
Indeks Chicago PMI (Purchasing Managers Index – PMI)	ISM – Chicago, Inc.	średnie	ostatni dzień roboczy miesiąca
Wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych (Capacity Utilization Rate)	Federal Reserve	średnie	około 16 dnia każdego miesiąca
Indeks tygodniowej zmiany zapasów ropy naftowej (Crude Oil Inventories)	Energy Information Administration EIA	duże	w każdy czwartek tygodnia
Zamówienia na dobra trwałego użytku (Durable Goods Orders)	Census Bureau	średnie	około 26 dnia każdego miesiąca
Zamówienia na dobra bez środków transportu (Core Durable Goods Orders)	Census Bureau	duże	około 26 dnia każdego miesiąca
Zamówienia w przemyśle (zamówienia ogółem) (Factory Orders)	Census Bureau	średnie	w pierwszym tygodniu każdego miesiąca
Wskaźnik sprzedaży detalicznej (Retail Sales)	Census Bureau	duże	około 13 dnia każdego miesiąca
Indeks zaufania konsumentów (CB Consumer Confidence)	The Conference Board	duże	w ostatni wtorek każdego miesiąca
Indeks nastroju konsumentów Uniwersytetu Michigan (University of Michigan's Consumer Sentiment)	University of Michigan	średnie	około 15 dnia każdego miesiąca
Indeks Fed z Filadelfii (Philly Fed Manufacturing Index)	Federal Reserve Bank of Philadelphia	duże	około 17 dnia każdego miesiąca

cd. tabeli 20

1	2	3	4
Indeks NY Empire State (Empire State Manufacturing Index)	Federal Reserve Bank of New York	średnie	mniej więcej w połowie każdego miesiąca
Indeks Fed z Richmond (Richmond Manufacturing Index)	Federal Reserve Bank of Richmond	niewielkie	ostatni czwartek każdego miesiąca
Indeks wskaźników wyprzedzających (CB Leading Index)	The Conference Board	średnie	około 20 dnia każdego miesiąca
Beżowa Księga Fed (The Federal Reserve Board's Beige Book)	Rezerwa Federalna	duże	8 razy w roku, 2 tygodnie przed posiedzeniem FOMC

* Znaczenie zmiennej podane za kalendarzem ekonomicznym Investing.com [www 4].

Źródło: Opracowanie własne.

3.3. Reakcja kursu walutowego EUR/USD na publikację danych makroekonomicznych – studia przypadku

3.3.1. Zakres i metoda badania

Badaniem objęto dane z okresu od stycznia 2019 roku do grudnia 2019 roku. Analiza była prowadzona na rzeczywistym rachunku inwestycyjnym, wykorzystując notowania wysokiej częstotliwości poprzez program MetaTrader 4. Celem badania było pokazanie krótkookresowej reakcji kursu walutowego EUR/USD na publikację zatrudnienia w sektorze pozarolniczym.

W niniejszej analizie krótkookresowa reakcja jest rozumiana jako reakcja na publikację danych makroekonomicznych w przedziale do półtorej godziny. Analizie zostało poddane maksymalne odchylenie kursu walutowego w przeciągu 1,5 godziny po publikacji danych makro z USA. Punktem odniesienia jest kurs walutowy z godziny 14.30.00. Aby uniknąć błędnych odczytów, posłużono się notowaniami sekundowymi i minutowymi, czyli od 1 sekundy do 15 minut oraz 30 minut, 1 godziny i 2 godzin. Notowania wysokiej częstotliwości pozwoliły dokonać bardzo precyzyjnych odczytów kursu walutowego EUR/USD od godziny 14.30.00, czyli momentu tuż przed publikacją danych makro, do 16.00.00, czyli momentu końca pomiaru reakcji kursu walutowego.

Wybór reakcji do półtorej godziny jako przedmiotu analizy jest typowym rozwiązaniem omawianym w literaturze przedmiotu. W licznych publikacjach podkreśla się, że wybór przedziału czasu do dwóch godziny daje najbardziej miarodajne wyniki, m.in. dlatego, że w dłuższych okresach reakcja kursu może być zanieczyszczona wpływem innych determinantów. Takie wnioski wynikają m.in. z badań Goodharta, Andersena i Bollersleva, Neely'ego czy Almeida,

Goodharta i Payne [Goodhart, 1989; Almeida, Goodhart i Payne, 1998; Andersen i Bollerslev, 1998; Neely, 2011]. Goodhart [1989] dowodził silnego wpływu publikowanych danych makroekonomicznych z USA na zmienność kursów walutowych, podkreślając, że siła wpływu maleje wraz z upływem czasu. Podobne wnioski sformułowali Andersen i Bollerslev [1998] pisząc, że wpływ danych makroekonomicznych z USA na zmienność kursów walutowych jest znaczący, chociaż krótkotrwały.

Badanie powiązań między publikacją danych makroekonomicznych a reakcją kursów walutowych przeprowadził Neely [2011], wykazując, że ogłoszenia makroekonomiczne w znacznym stopniu przyczyniają się do zmienności kursu, a zaplanowane i nieplanowane wiadomości zwykle zwiększają zmienność kursu przez około godzinę, często powodując skoki cenowe.

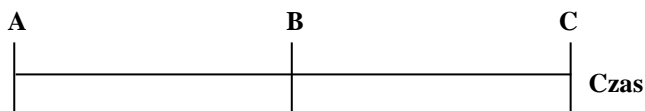
Półtorej godziny to zatem czas, w którym traderzy (inwestorzy forexowi – banki, przedsiębiorstwa, instytucje finansowe, korporacje oraz indywidualni inwestorzy) podejmują decyzje inwestycyjne na podstawie publikowanych danych makroekonomicznych z USA.

Ponadto badanie reakcji kursu walutowego do półtorej godziny pozwoliło wyeliminować ryzyko wpływu na kształtowanie się tego kursu innych danych, publikowanych w tym samym dniu, lecz o innej godzinie. Zgodnie z kalendarzem publikacji, w analizowanych przedziałach czasu publikowana jest wyłącznie jedna nowa informacja. W chwili ogłoszenia danych, np. dotyczących nowych miejsc pracy, nie są publikowane żadne inne dane makroekonomiczne z gospodarki amerykańskiej. Ryzyko wpływu innych danych makroekonomicznych zostało więc znacząco wyeliminowane. Nie wyklucza to napływu informacji nieoczekiwanych, tj. takich, których publikacji kalendarz nie przewiduje.

Pewną komplikację w badaniach krótkookresowej reakcji kursu walutowego na publikację danych makroekonomicznych stanowi konieczność uwzględnienia stanu oczekiwań poprzedzających publikację danych. Kurs walutowy nie reaguje na wartość opublikowanej zmiennej makroekonomicznej, ale raczej na to, na ile ta wartość jest odmienna od oczekiwanej, tj. na ile zaskoczyła uczestników rynku. W konsekwencji przedmiotem badania musi być niespodzianka. Aby oszacować niespodziankę związaną z publikowanymi danymi makroekonomicznymi, wykorzystuje się zazwyczaj medianę udzielonych odpowiedzi z badania przeprowadzanego przez Money Market Services (MMS). Badanie przeprowadza się raz w tygodniu. MMS kieruje ankietę do 40 menedżerów. Wyniki ankiet pozwalają zgromadzić dane w zakresie oczekiwań specjalistów wobec nadchodzących informacji gospodarczych [Neely, 2011, s. 361-407]. Niespodzianka makroekonomiczna stanowi zatem różnicę między wartością oczekiwaną (prognozą) publikowanych danych makroekonomicznych a wartością rze-

czywiście opublikowaną [Andersen i in., 2003, s. 38; Andersen i in., 2007, s. 258; Fatum, Hutchison i Wu, 2010, s. 8; Caruso, 2016, s. 28]. Sytuację rynkową odzwierciedlającą ten proces przybliży schemat 2.

Schemat 2. Sytuacja rynkowa w zależności od czasu



gdzie:

A-B – okres formułowania prognoz gospodarczych,

B – publikacja danych makroekonomicznych z amerykańskiej gospodarki,

B-C – reakcja kursu walutowego do 60 minut po publikacji danych makroekonomicznych.

W tabeli 21 przedstawiono przykładowy kalendarz makroekonomiczny, obejmujący jeden rok kalendarzowy, z miesięczną częstotliwością publikacji dla przykładowej amerykańskiej danej makroekonomicznej, jaką jest zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym.

Tabela 21. Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA (w tys.)

Rok	Miesiąc	Dzień	Godzina	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.)		
				Wartość obecna	Wartość prognozowana	Wartość poprzednia
2018	styczeń	05	15.30	148	190	252
	luty	02	15.30	200	184	160
	marzec	09	15.30	313	200	239
	kwiecień	06	14.30	103	193	326
	maj	04	14.30	164	189	135
	czerwiec	01	14.30	223	189	159
	lipiec	06	14.30	213	200	244
	sierpień	03	14.30	157	193	248
	wrzesień	07	14.30	201	191	147
	październik	05	14.30	134	185	270
	listopad	02	14.30	250	193	118
	grudzień	07	15.30	155	200	237

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [www 5].

Kolor czerwony wartości obecnej oznacza, że wartość rzeczywiście opublikowana tego wskaźnika jest mniejsza niż wartość prognozowana. W przypadku tej danej oznacza to gorszą wiadomość dla inwestorów, co może zwiastować deprecjację waluty. Natomiast kolor zielony oznacza, że obecna wartość wskaźnika jest wyższa od prognoz, co może prowadzić do umocnienia się dolara. Zostało to potwierdzone m.in. w badaniach Fausta, Rogersa, Wanga i Writha [2007]. Ogłoszenie uważa się za zaskakujące, jeśli odbiega od oczekiwań rynku.

Dlatego też analizuje się wartość niespodzianki, a nie wartość rzeczywiście opublikowaną. Badanie Galati i Ho [2001], które koncentrowało się w głównej mierze na zbadaniu stopnia zmienności kursu walutowego EUR/USD jako reakcji na wiadomości makroekonomiczne z gospodarki amerykańskiej oraz ze strefy euro, dowiodło, że pozytywna niespodzianka powoduje większą niż oczekiwana aktywność w danym kraju, co zwykle ma przełożenie na aprecjację waluty danego kraju.

3.3.2. Wpływ danych dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym na poziom kursu walutowego EUR/USD – studium przypadku

Dane makroekonomiczne dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (Non-Farm Employment Change albo inaczej – Nonfarm Payrolls) to najważniejsze dane pokazujące obecny stan gospodarki amerykańskiej. Dane te publikowane są przez Bureau of Labor Statistics w każdy pierwszy piątek miesiąca o godzinie 14.30 czasu polskiego. Poniżej zaprezentowano studium przypadku przedstawiające reakcje kursu walutowego EUR/USD na publikację danych dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym. Dokonano analizy wpływu danych makroekonomicznych z USA – zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym – na kształtowanie się kursu walutowego EUR/USD.

Reakcja kursu walutowego EUR/USD w 2019 roku

STYCZEŃ

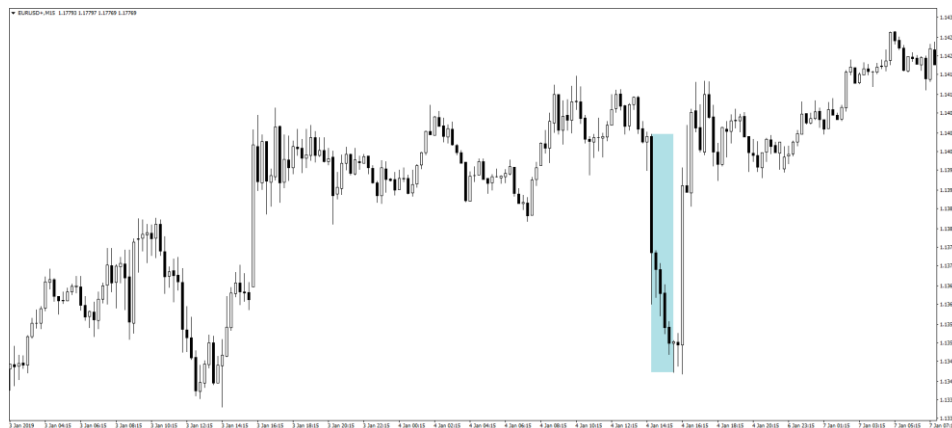
W styczniu 2019 roku zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło do 312 tys. i było lepsze od prognoz (179 tys.) – tabela 22. Jak widać na wykresie 32, reakcja kursu EUR/USD była natychmiastowa – dolar umocnił się z wartości 1,1404 o godz. 14.30 do 1,1347 o godz. 16.00. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1345. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym spowodowało umocnienie się dolara amerykańskiego o 0,0059, czyli 59 pipsów (cena otwarcia z godziny 14.30 minus minimum lokalne utworzone między 14.30 a 16.00) – tabela 23.

Tabela 22. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w styczniu 2019 roku

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.) / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
4 styczeń 2019, godz. 14.30	312	179	176

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 32. Reakcja EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w styczniu 2019 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 23. Reakcja kursu EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w styczniu 2019 roku

14.30	Otwarcie	1,1404
16.00	Minimum	1,1347
14.30-16.00	Minimum lokalne	1,1345
14.30-16.00	Maksimum lokalne	1,1404

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

LUTY

W lutym 2019 roku zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło do 304 tys. i było lepsze od prognoz (165 tys.) – tabela 24. Jak widać na wykresie 33, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku umocnienia dolara z wartości 1,1473 o godz. 14.30 do 1,1353 o godz. 16.00. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1453. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym

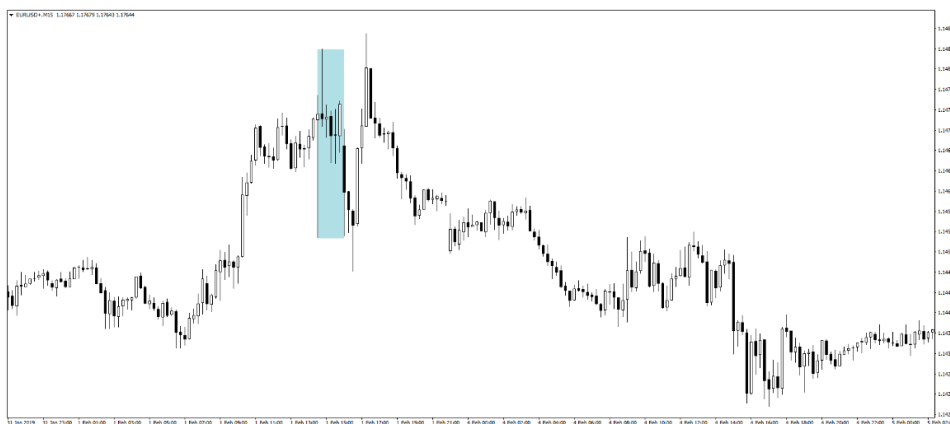
spowodowała umocnienie się dolara amerykańskiego o 0,0020, czyli 20 pipsów (cena otwarcia z godziny 14.30 minus minimum lokalne utworzone między 14.30 a 16.00) – tabela 25.

Tabela 24. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w lutym 2019 roku

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.) / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
1 luty 2019, godz. 14.30	304	165	222

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 33. Reakcja EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w lutym 2019 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 25. Reakcja kursu EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w lutym 2019 roku

14.30	Otwarcie	1,1473
16.00	Minimum	1,1453
14.30-16.00	Minimum lokalne	1,1453
14.30-16.00	Maksimum lokalne	1,1486

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

MARZEC

W marcu 2019 roku zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło do 20 tys. i było gorsze od prognoz (180 tys.) – tabela 26. Jak widać na wykresie 34, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku osłabienia dolara z wartości 1,1473

o godz. 14.30 do 1,1237 o godz. 16.00. Maksymalna wartość kursu (maksimum lokalne), czyli najwyższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1441. Podsumowując: Publikacja gorszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym spowodowała osłabienie się dolara amerykańskiego o 0,0021, czyli 21 pipsów (maksimum lokalne utworzone między 14.30 a 16.00 minus cena otwarcia z godziny 14.30) – tabela 27.

Tabela 26. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w marcu 2019 roku

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.) / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
8 marzec 2019, godz. 14.30	20	180	311

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 34. Reakcja EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w marcu 2019 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 27. Reakcja kursu EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w marcu 2019 roku

14.30	Otwarcie	1,1220
16.00	Maksimum	1,1237
14.30-16.00	Maksimum lokalne	1,1241
14.30-16.00	Minimum lokalne	1,1215

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

KWIECIEŃ

W kwietniu 2019 roku zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło do 196 tys. i było lepsze od prognoz (172 tys.) – tabela 28. Jak widać na wykresie 35, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku umocnienia dolara z wartości 1,1229 o godz. 14.30 do 1,1222 o godz. 16.00. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1217. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym spowodowała umocnienie się dolara amerykańskiego o 0,0012, czyli 12 pipsów (cena otwarcia z godziny 14.30 minus minimum lokalne utworzone między 14.30 a 16.00) – tabela 29.

Tabela 28. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w kwietniu 2019 roku

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.) / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
5 kwiecień 2019, godz. 14.30	196	172	33

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar

Wykres 35. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w kwietniu 2019 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 29. Reakcja kursu EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w kwietniu 2019 roku

14.30	Otwarcie	1,1229
16.00	Minimum	1,1222
14.30-16.00	Minimum lokalne	1,1217
14.30-16.00	Maksimum lokalne	1,1246

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

MAJ

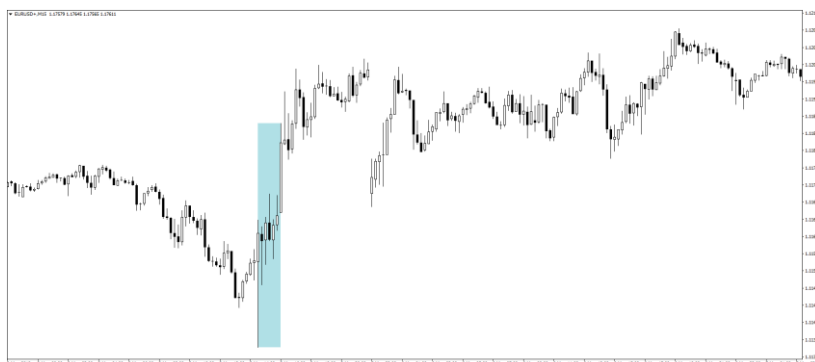
W maju 2019 roku zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło do 263 tys. i było lepsze od prognoz (181 tys.) – tabela 30. Jak widać na wykresie 36, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku osłabienia dolara z wartości 1,1155 o godz. 14.30 do 1,1187 o godz. 16.00. Maksymalna wartość kursu (maksimum lokalne), czyli najwyższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1187. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym spowodowała niestety osłabienie się dolara amerykańskiego o 0,0032, czyli 32 pipsów (maksimum lokalne utworzone między godziną 14.30 a 16.00 minus cena otwarcia z godziny 14.30) – tabela 31.

Tabela 30. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w maju 2019 roku

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.) / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
3 maj 2019, godz. 14.30	263	181	189

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 36. Reakcja EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w maju 2019 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 31. Reakcja kursu EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w maju 2019 roku

14.30	Otwarcie	1,1155
16.00	Minimum	1,1166
14.30-16.00	Minimum lokalne	1,1135
14.30-16.00	Maksimum lokalne	1,1187

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

CZERWIEC

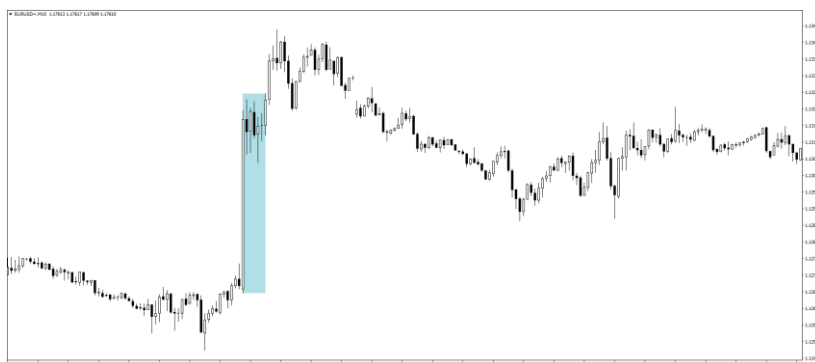
W czerwcu 2019 roku zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło do 75 tys. i było gorsze od prognoz (177 tys.) – tabela 32. Jak widać na wykresie 37, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku osłabienia dolara z wartości 1,1269 o godz. 14.30 do 1,1328 o godz. 16.00. Maksymalna wartość kursu (maksimum lokalne), czyli najwyższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1328. Podsumowując: Publikacja gorszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym spowodowała osłabienie się dolara amerykańskiego o 0,0059, czyli 59 pipsów (maksimum lokalne utworzone między 14.30 a 16.00 minus cena otwarcia z godziny 14.30) – tabela 33.

Tabela 32. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w czerwcu 2019 roku

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.) / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
7 czerwiec 2019, godz. 14.30	75	177	224

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 37. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w czerwcu 2019 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 33. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w czerwcu 2019 roku

14.30	Otwarcie	1,1269
16.00	Maksimum	1,1328
14.30-16.00	Maksimum lokalne	1,1328
14.30-16.00	Minimum lokalne	1,1268

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

LIPIEC

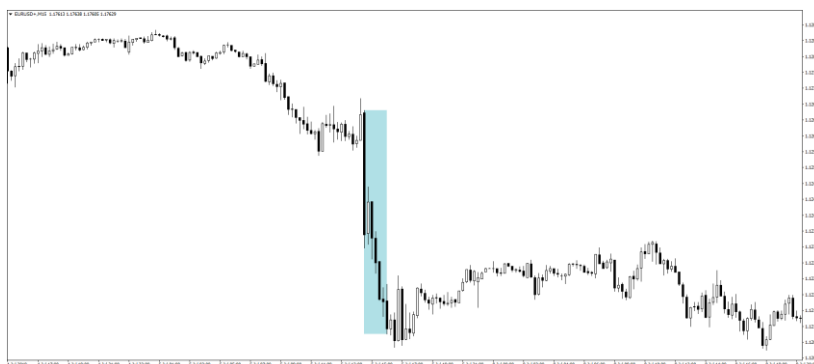
W lipcu 2019 roku zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło do 224 tys. i było lepsze od prognoz (162 tys.) – tabela 34. Jak widać na wykresie 38, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku umocnienia dolara z wartości 1,1266 o godz. 14.30 do 1,1210 o godz. 16.00. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1210. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym spowodowała umocnienie się dolara amerykańskiego o 0,0056, czyli 56 pipsów (cena otwarcia z godziny 14.30 minus minimum lokalne utworzone między 14.30 a 16.00) – tabela 35.

Tabela 34. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w lipcu 2019 roku

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.) / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
5 lipiec 2019, godz. 14.30	224	162	72

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 38. Reakcja EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w lipcu 2019 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4..

Tabela 35. Reakcja kursu EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w lipcu 2019 roku

14.30	Otwarcie	1,1266
16.00	Minimum	1,1210
14.30-16.00	Minimum lokalne	1,1210
14.30-16.00	Maksimum lokalne	1,1267

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

SIERPIEŃ

W sierpniu 2019 roku zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło do 164 tys. i było zgodne z prognozami (164 tys.) – tabela 36. Należy w tym miejscu nadmienić, że jeżeli wartość publikowana jest taka sama jak wartość prognozowana, to informację tą traktuje się jako pozytywną. Jak widać na wykresie 39, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku umocnienia dolara z wartości 1,1098 o godz. 14.30 do 1,1078 o godz. 16.00. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1078. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym spowodowała umocnienie się dolara amerykańskiego o 0,0020, czyli 20 pipsów (cena otwarcia z godziny 14.30 minus minimum lokalne utworzone między 14.30 a 16.00) – tabela 37.

Tabela 36. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w sierpniu 2019 roku

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.) / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
2 sierpień 2019, godz. 14.30	164	164	193

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 39. Reakcja EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w sierpniu 2019 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 37. Reakcja kursu EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w sierpniu 2019 roku

14.30	Otwarcie	1,1098
16.00	Minimum	1,1078
14.30-16.00	Minimum lokalne	1,1078
14.30-16.00	Maksimum lokalne	1,1106

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

WRZESIEŃ

We wrześniu 2019 roku zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło do 130 tys. i było gorsze od prognoz (163 tys.) – tabela 38. Jak widać na wykresie 40, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku osłabienia dolara z wartości 1,1031 o godz. 14.30 do 1,1057 o godz. 16.00. Maksymalna wartość kursu (maksimum lokalne), czyli najwyższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1057. Podsumowując: Publikacja gorszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym spowodowała osłabienie się dolara amerykańskiego o 0,0026, czyli 26 pipsów (maksimum lokalne utworzone między 14.30 a 16.00 minus cena otwarcia z godziny 14.30) – tabela 39.

Tabela 38. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym we wrześniu 2019 roku

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.) / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
6 wrzesień 2019, godz. 14.30	130	163	159

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 40. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym we wrześniu 2019 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 39. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym we wrześniu 2019 roku

14.30	Otwarcie	1,1031
16.00	Maksimum	1,1053
14.30-16.00	Maksimum lokalne	1,1057
14.30-16.00	Minimum lokalne	1,1024

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

PAŹDZIERNIK

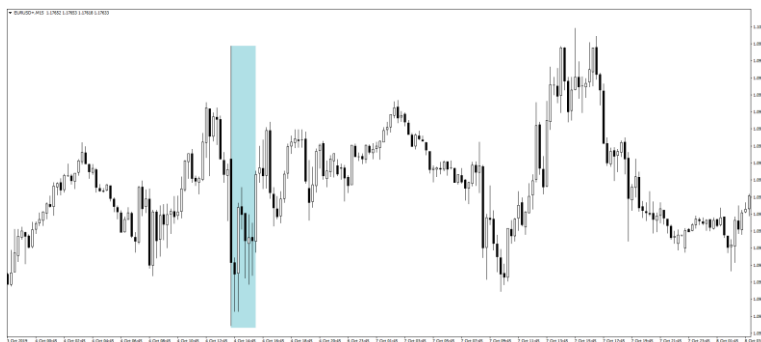
W październiku 2019 roku zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło do 136 tys. i było gorsze od prognoz (145 tys.) – tabela 40. Jak widać na wykresie 41, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku osłabienia dolara z wartości 1,0981 o godz. 14.30 do 1,0982 o godz. 16.00. Maksymalna wartość kursu (maksimum lokalne), czyli najwyższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,0998. Podsumowując: Publikacja gorszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym spowodowała osłabienie się dolara amerykańskiego o 0,0017, czyli 17 pipsów (maksimum lokalne utworzone między 14.30 a 16.00 minus cena otwarcia z godziny 14.30) – tabela 41.

Tabela 40. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w październiku 2019 roku

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.) / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
4 październik 2019, godz. 14.30	136	145	168

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 41. Reakcja EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w październiku 2019 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 41. Reakcja kursu EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w październiku 2019 roku

14.30	Otwarcie	1,0981
16.00	Maksimum	1,0982
14.30-16.00	Maksimum lokalne	1,0998
14.30-16.00	Minimum lokalne	1,0957

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

LISTOPAD

W listopadzie 2019 roku zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło do 128 tys. i było lepsze od prognoz (90 tys.) – tabela 42. Jak widać na wykresie 42, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku osłabienia dolara z wartości 1,1152 o godz. 14.30 do 1,1162 o godz. 16.00. Kurs zareagował przeciwnie do danych makroekonomicznych. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1146. Maksimum lokalne to 1,1171. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym spowodowała osłabienie się dolara amerykańskiego o 0,0019, czyli 19 pipsów (maksimum lokalne utworzone między 14.30 a 16.00 minus cena otwarcia z godziny 14.30) – tabela 43.

Tabela 42. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w listopadzie 2019 roku

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.) / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
1 listopad 2019, godz. 14.30	128	90	180

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 42. Reakcja EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w listopadzie 2019 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 43. Reakcja kursu EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w listopadzie 2019 roku

14.30	Otwarcie	1,1152
16.00	Minimum	1,1162
14.30-16.00	Minimum lokalne	1,1146
14.30-16.00	Maksimum lokalne	1,1171

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

GRUDZIEŃ

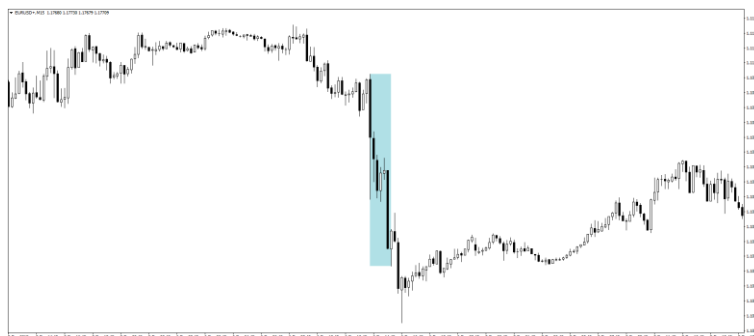
W grudniu 2019 roku zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło do 266 tys. i było lepsze od prognoz (181 tys.) – tabela 44. Jak widać na wykresie 43, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku umocnienia dolara z wartości 1,1097 o godz. 14.30 do 1,1053 o godz. 16.00. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1053. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym spowodowała umocnienie się dolara amerykańskiego o 0,0044, czyli 44 pipsy (cena otwarcia z godziny 14.30 minus minimum lokalne utworzone między 14.30 a 16.00) – tabela 45.

Tabela 44. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w grudniu 2019 roku

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (w tys.) / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
6 grudzień 2019, godz. 14.30	266	181	156

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 43. Reakcja EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w grudniu 2019 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 45. Reakcja kursu EUR/USD na publikację zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w grudniu 2019 roku

14.30	Otwarcie	1,1097
16.00	Minimum	1,1053
14.30-16.00	Minimum lokalne	1,1053
14.30-16.00	Maksimum lokalne	1,1098

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Wnioski z przeprowadzonego badania

Powyższe rozważania pozwoliły na sformułowanie wniosków, dzięki którym zweryfikowano postawione na wstępie pytanie badawcze. Tabela 46 zawiera zbiorcze wyniki odchyłeń kursu walutowego EUR/USD (w pipsach) w poszczególnych miesiącach.

Tabela 46. Zbiorcze wyniki odchyłeń kursu walutowego EUR/USD (w pipsach)

Miesiąc	Odchylenia w pipsach	1 – zgodnie z danymi makro 2 – niezgodnie z danymi makro
Styczeń	59	1
Luty	20	1
Marzec	21	1
Kwiecień	12	1
Maj	32	0
Czerwiec	59	1
Lipiec	56	1
Sierpień	20	1
Wrzesień	26	1
Październik	17	1
Listopad	19	0
Grudzień	44	1

Źródło: Opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę powyższe badania reakcji kursu walutowego EUR/USD na dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, można zauważyć, że w dziesięciu przypadkach kurs walutowy reagował zgodnie z publikowanymi danymi z USA (lepsze dane powodowały umocnienie się dolara i osłabienie euro; gorsze dane powodowały osłabienie się dolara i umocnienie euro). Natomiast w dwóch przypadkach kurs walutowy reagował niezgodnie z publikowanymi danymi z USA (lepsze dane powodowały osłabienie się dolara i umocnienie euro; gorsze dane powodowały umocnienie się dolara i osłabienie euro).

3.3.3. Wpływ danych dotyczących Indeksu ISM dla usług (ISM Services PMI) na poziom kursu walutowego EUR/USD

Indeks ISM dla usług – nazywany również ISM Non-Manufacturing PMI – jest publikowany przez Instytut Zarządzania Podażą dopiero od 1997 roku. Wskaźnik ten mierzy poziom ogólnej aktywności amerykańskiego segmentu usług. Do grudnia 2007 roku określany był jako indeks aktywności biznesowej,

a od 2008 roku publikowany jest pod obecną nazwą. Reprezentuje 80% aktywności gospodarczej Stanów Zjednoczonych. Jest opracowywany na podstawie wyników ankiet przeprowadzonych wśród blisko 375 menedżerów do spraw zakupów i zaopatrzenia z około 62 branż przedsiębiorstw usługowych. Pytania zawarte w ankiecie najczęściej dotyczą:

- aktywności biznesowej,
- ilości nowych zamówień,
- poziomu zatrudnienia,
- cen produktów,
- niezrealizowanych zamówień.

Respondenci oceniają zmianę sytuacji w ubiegłym miesiącu, odpowiadając „lepiej”, „gorzej” lub „bez zmian”. Wagi dla wszystkich subindeksów są jednakowe. Wskazania powyżej 50 punktów oznaczają poprawę kondycji sektora usług, a wskazania poniżej tej wartości – pogorszenie sytuacji w sektorze usług (dekoniunkturę).

Wskaźnik ten, pomimo że jest jeszcze stosunkowo młody, to jednak zalicza się do ważniejszych wskaźników makroekonomicznych. Gospodarka Stanów Zjednoczonych coraz dynamiczniej odchodzi od przemysłu ciężkiego na rzecz prężnie rozwijającego się sektora usług, który w obecnych czasach jest na pozycji dominującej. Wyższe wartości tego indeksu powodują najczęściej wzrost wartości dolara amerykańskiego względem innych walut. Spadek wartości indeksu wywołuje spadek wartości dolara amerykańskiego względem innych walut. Publikacja indeksu ISM dla usług ukazuje się zwykle w 3 dniu roboczym każdego miesiąca – następującego po okresie obliczeniowym – o godzinie 16.00 czasu polskiego.

Poniżej zaprezentowano studium przypadku przedstawiające reakcje kursu walutowego EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług. Dokonano analizy wpływu danych makro z USA – zmiany Indeksu ISM dla usług – na kształtowanie się kursu walutowego EUR/USD. Analiza prowadzona była przez 12 miesięcy, czyli od stycznia do grudnia 2021 roku, na rzeczywistym rachunku inwestycyjnym przy wykorzystaniu notowań wysokiej częstotliwości, stosując program MetaTrader 4. Badano reakcję kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług. Punktem odniesienia był kurs walutowy z godziny 16.00.00. Aby uniknąć błędnych odczytów, posłużono się notowaniami sekundowymi i minutowymi, czyli od 1 sekundy do 15 minut oraz 30 minut, 1 godziny i 2 godzin. Notowania wysokiej częstotliwości pozwoliły dokonać bardzo precyzyjnych odczytów kursu walutowego EUR/USD od godziny 16.00.00, czyli momentu tuż przed publikacją danych makro, do 17.30.00, czyli momentu końca pomiaru reakcji kursu walutowego. Należy przypomnieć, że odchylenia kursu walutowego badane są przez 1,5 godziny od momentu publikacji danych makro. Początek badania re-

akcji kursu to godzina 16.00.00, natomiast koniec badania reakcji kursu to godzina 17.30.00. Autora interesuje maksymalne odchylenie kursu walutowego w przeciągu 1,5 godziny po publikacji danych makro z USA (Indeks ISM dla usług), dlatego że to czas, w którym traderzy (inwestorzy forexowi – banki, przedsiębiorstwa, instytucje finansowe, korporacje oraz indywidualni inwestorzy) podejmują decyzje inwestycyjne na podstawie publikowanych danych makroekonomicznych z USA.

Reakcja kursu walutowego EUR/USD w 2021 roku

STYCZEŃ

W styczniu 2021 roku Indeks ISM dla usług wzrósł do 57,2 i był lepszy od prognoz (54,5). Jak widać na wykresie 44, reakcja kursu EUR/USD była niezgodna z danymi makroekonomicznymi – dolar osłabł z wartości 1,2259 o godz. 16.00 do 1,2277 o godz. 17.30. Maksymalna wartość kursu (maksimum lokalne), czyli najwyższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,2227. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących Indeksu ISM dla usług spowodowała osłabienie się dolara amerykańskiego o 0,0018, czyli 18 pipsów (cena otwarcia z godziny 16.00 minus maksimum lokalne utworzone między 16.00 a 17.30).

Tabela 47. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w styczniu 2021 roku

Indeks ISM dla usług / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
7 styczeń 2021, godz. 16.00	57,2	54,5	55,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 44. Reakcja EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w styczniu 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 48. Reakcja kursu EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w styczniu 2021 roku

16.00	Otwarcie	1,2259
17.30	Minimum	1,2270
16.00-17.30	Minimum lokalne	1,2246
16.00-17.30	Maksimum lokalne	1,2277

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

LUTY

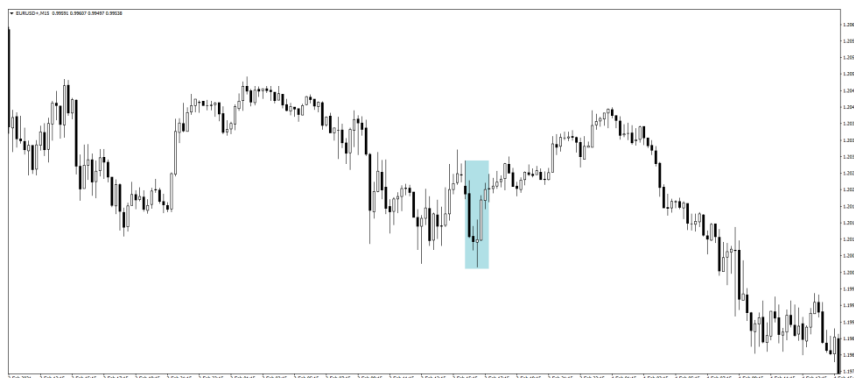
W lutym 2021 roku Indeks ISM dla usług wzrósł do 58,7 i był lepszy od prognoz (56,7). Jak widać na wykresie 45, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku umocnienia dolara z wartości 1,2023 o godz. 16.00 do 1,2004 o godz. 17.30. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,2004. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących Indeksu ISM dla usług spowodowała umocnienie się dolara amerykańskiego o 0,0019, czyli 19 pipsów (cena otwarcia z godziny 16.00 minus minimum lokalne utworzone między 16.00 a 17.30).

Tabela 49. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w lutym 2021 roku

Indeks ISM dla usług / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
3 luty 2021, godz. 16.00	58,7	56,7	57,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 45. Reakcja EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w lutym 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 50. Reakcja kursu EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w lutym 2021 roku

16.00	Otwarcie	1,2023
17.30	Minimum	1,2020
16.00-17.30	Minimum lokalne	1,2004
16.00-17.30	Maksimum lokalne	1,2030

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

MARZEC

W marcu 2021 roku Indeks ISM dla usług spadł do 55,3 i był gorszy od prognoz (58,7). Jak widać na wykresie 46, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku osłabienia dolara z wartości 1,2054 o godz. 16.00 do 1,2080 o godz. 17.30. Maksymalna wartość kursu (maksimum lokalne), czyli najwyższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,2080. Podsumowując: Publikacja gorszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących Indeksu ISM dla usług spowodowała osłabienie się dolara amerykańskiego o 0,0026, czyli 26 pipsów (maksimum lokalne utworzone między 16.00 a 17.30 minus cena otwarcia z godziny 16.00).

Tabela 51. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w marcu 2021 roku

Indeks ISM dla usług / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
3 marzec 2021, godz. 16.00	55,3	58,7	58,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 46. Reakcja EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w marcu 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 52. Reakcja kursu EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w marcu 2021 roku

16.00	Otwarcie	1,2054
17.30	Maksimum	1,2080
16.00-17.30	Maksimum lokalne	1,2080
16.00-17.30	Minimum lokalne	1,2047

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

KWIECIEŃ

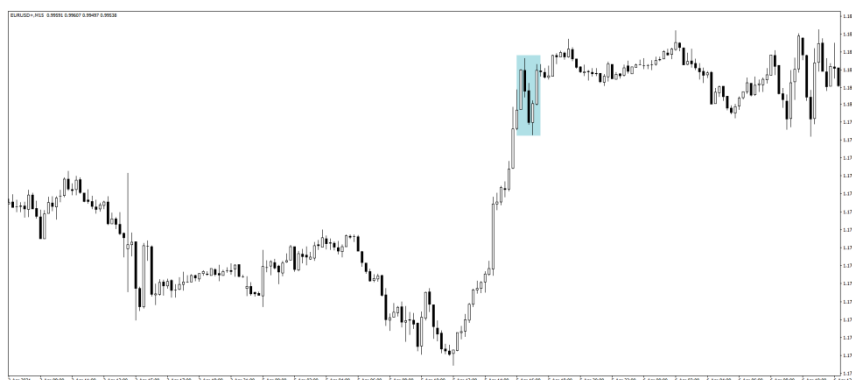
W kwietniu 2021 roku Indeks ISM dla usług wzrósł do 63,7 i było lepszy od prognoz (58,3). Jak widać na wykresie 47, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku osłabienia dolara z wartości 1,1797 o godz. 16.00 do wartości 1,1814 w godzinach 16.00-17.30. Maksymalna wartość kursu (maksimum lokalne), czyli najwyższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1814. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących Indeksu ISM dla usług spowodowała osłabienie się dolara amerykańskiego o 0,0017, czyli 17 pipsów (cena otwarcia z godziny 16.00 minus maksimum lokalne utworzone między 14.00 a 17.30).

Tabela 53. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w kwietniu 2021 roku

Indeks ISM dla usług / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
5 kwiecień 2021, godz. 16.00	63,7	58,3	55,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 47. Reakcja EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w kwietniu 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 54. Reakcja kursu EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w kwietniu 2021 roku

16.00	Otwarcie	1,1797
17.30	Minimum	1,1810
16.00-17.30	Minimum lokalne	1,1795
16.00-17.30	Maksimum lokalne	1,1814

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

MAJ

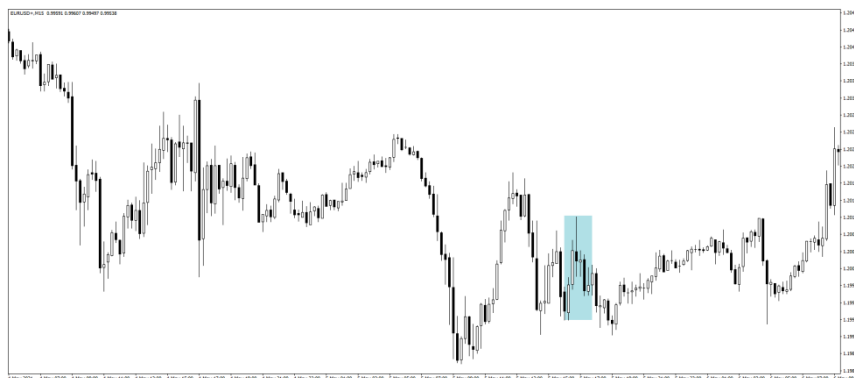
W maju 2021 roku Indeks ISM dla usług spadł do 62,7 i był gorszy od prognoz (64,2). Jak widać na wykresie 48, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku osłabienia dolara z wartości 1,1998 o godz. 16.00 do 1,2012 w badanym czasie. Maksymalna wartość kursu (maksimum lokalne), czyli najwyższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,2012. Podsumowując: Publikacja gorszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących Indeksu ISM dla usług spowodowała osłabienie się dolara amerykańskiego o 0,0014, czyli 14 pipsów (maksimum lokalne utworzone między godziną 14.30 a 16.00 minus cena otwarcia z godziny 16.00).

Tabela 55. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w maju 2021 roku

Indeks ISM dla usług / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
5 maj 2021, godz. 16.00	62,7	64,2	63,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 48. Reakcja EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w maju 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 56. Reakcja kursu EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w maju 2021 roku

16.00	Otwarcie	1,1998
17.30	Maksimum	1,2003
16.00-17.30	Minimum lokalne	1,1993
16.00-17.30	Maksimum lokalne	1,2012

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

CZERWIEC

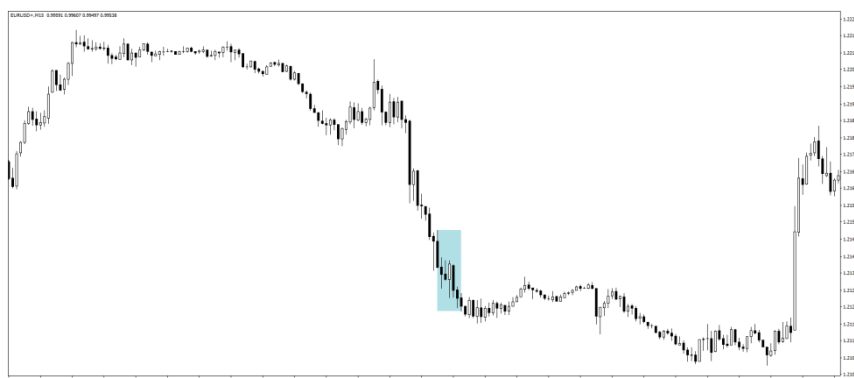
W czerwcu 2021 roku Indeks ISM dla usług wzrósł do 64,0 i był lepszy od prognoz (63,0). Jak widać na wykresie 49, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku umocnienia dolara z wartości 1,2146 o godz. 16.00 do 1,2122 o godz. 17.30. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,2122. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących Indeksu ISM dla usług spowodowała umocnienie się dolara amerykańskiego o 0,0024, czyli 24 pipsy (cena otwarcia z godz. 16.00 minus cena minimalna (minimum lokalne) w badanym czasie).

Tabela 57. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w czerwcu 2021 roku

Indeks ISM dla usług / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
3 czerwiec 2021, godz. 16.00	64,0	63,0	62,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 49. Reakcja EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w czerwcu 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 58. Reakcja kursu EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w czerwcu 2021 roku

16.00	Otwarcie	1,2146
17.30	Minimum	1,2122
16.00-17.30	Maksimum lokalne	1,2150
16.00-17.30	Minimum lokalne	1,2122

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

LIPIEC

W lipcu 2021 roku Indeks ISM dla usług spadł do 60,1 i był gorszy od prognoz (63,4). Jak widać na wykresie 50, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku umocnienia dolara z wartości 1,1834 o godz. 16.00 do 1,1816 w badanym czasie. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1816. Podsumowując: Publikacja gorszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących Indeksu ISM dla usług spowodowała umocnienie się dolara amerykańskiego o 0,0018, czyli 18 pipsów (cena otwarcia z godziny 16.00 minus minimum lokalne utworzone między 16.00 a 17.30).

Tabela 59. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w lipcu 2021 roku

Indeks ISM dla usług / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
6 lipiec 2021, godz. 16.00	60,1	63,4	64,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 50. Reakcja EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w lipcu 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 60. Reakcja kursu EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w lipcu 2021 roku

16.00	Otwarcie	1,1834
17.30	Maksimum	1,1830
16.00-17.30	Minimum lokalne	1,1816
16.00-17.30	Maksimum lokalne	1,1834

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

SIERPIEŃ

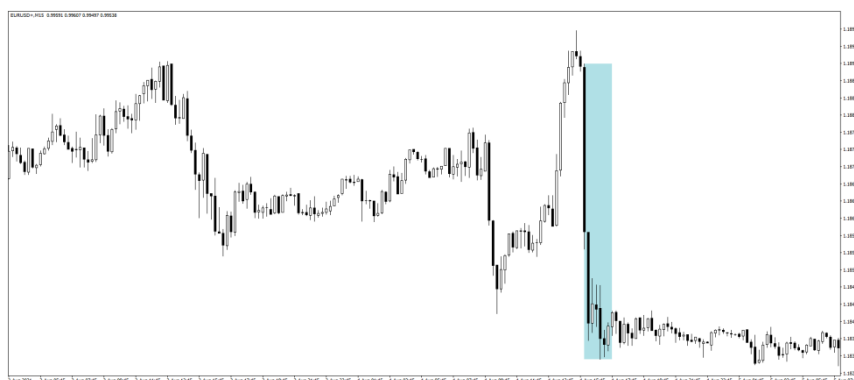
W sierpniu 2021 roku Indeks ISM dla usług wzrósł do 70,1 i był lepszy od prognoz (60,5). Jak widać na wykresie 51, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku umocnienia dolara z wartości 1,1892 o godz. 16.00 do 1,1832 o godz. 17.30. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1832. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących Indeksu ISM dla usług spowodowała umocnienie się dolara amerykańskiego o 0,0060, czyli 60 pipsów (cena otwarcia z godziny 16.00 minus minimum lokalne utworzone między 16.00 a 17.30).

Tabela 61. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w sierpniu 2021 roku

Indeks ISM dla usług / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
4 sierpień 2021, godz. 16.00	64,1	60,5	60,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 51. Reakcja EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w sierpniu 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 62. Reakcja kursu EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w sierpniu 2021 roku

16.00	Otwarcie	1,1892
17.30	Minimum	1,1833
16.00-17.30	Minimum lokalne	1,1832
16.00-17.30	Maksimum lokalne	1,1892

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

WRZESIEŃ

We wrześniu 2021 roku Indeks ISM dla usług spadł do 61,7 i był gorszy od prognoz (61,9). Jak widać na wykresie 52, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku umocnienia dolara z wartości 1,1888 o godz. 16.00 do 1,1871 w badanym okresie. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1871. Podsumowując: Publikacja gorszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących Indeksu ISM dla usług spowodowała umocnienie się dolara amerykańskiego o 0,0017, czyli 17 pipsów (cena otwarcia z godz. 16.00 minus minimum lokalne utworzone między 16.00 a 17.30).

Tabela 63. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług we wrześniu 2021 roku

Indeks ISM dla usług / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
3 wrzesień 2021, godz. 16.00	61,7	61,9	64,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 52. Reakcja EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług we wrześniu 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 64. Reakcja kursu EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług we wrześniu 2021 roku

16.00	Otwarcie	1,1888
17.30	Minimum	1,1881
16.00-17.30	Minimum lokalne	1,1871
16.00-17.30	Maksimum lokalne	1,1890

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

PAŹDZIERNIK

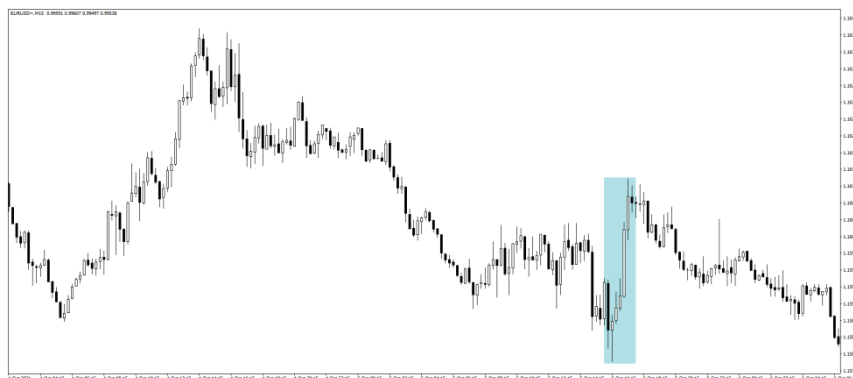
W październiku 2021 roku Indeks ISM dla usług wzrósł do 61,9 i był lepszy od prognoz (59,9). Jak widać na wykresie 53, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku osłabienia dolara z wartości 1,1594 o godz. 16.00 do 1,1613 w badanym okresie. Maksymalna wartość kursu (maksimum lokalne), czyli najwyższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1613. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących Indeksu ISM dla usług spowodowała osłabienie się dolara amerykańskiego o 0,0019, czyli 19 pipsów (maksimum lokalne utworzone między 16.00 a 17.30 minus cena otwarcia z godziny 16.00).

Tabela 65. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w październiku 2021 roku

Indeks ISM dla usług / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
5 październik 2021, godz. 16.00	61,9	59,9	61,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 53. Reakcja EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w październiku 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 66. Reakcja kursu EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w październiku 2021 roku

16.00	Otwarcie	1,1594
17.30	Minimum	1,1611
16.00-17.30	Maksimum lokalne	1,1613
16.00-17.30	Minimum lokalne	1,1580

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

LISTOPAD

W listopadzie 2021 roku Indeks ISM dla usług wzrósł do 66,7 i był lepszy od prognoz (61,9). Jak widać na wykresie 54, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku osłabienia dolara z wartości 1,1579 o godz. 16.00 do 1,1586 w badanym okresie. Kurs zareagował przeciwnie do danych makroekonomicznych. Maksymalna wartość kursu (maksimum lokalne), czyli najwyższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1586. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących Indeksu ISM dla usług spowodowała osłabienie się dolara amerykańskiego o 0,0007, czyli 7 pipsów (maksimum lokalne utworzone między 16.00 a 17.30 minus cena otwarcia z godziny 16.00).

Tabela 67. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w listopadzie 2021 roku

Indeks ISM dla usług / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
3 listopad 2021, godz. 16.00	66,7	61,9	61,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 54. Reakcja EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w listopadzie 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 68. Reakcja kursu EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w listopadzie 2021 roku

16.00	Otwarcie	1,1579
17.30	Minimum	1,1578
16.00-17.30	Minimum lokalne	1,1573
16.00-17.30	Maksimum lokalne	1,1586

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

GRUDZIEŃ

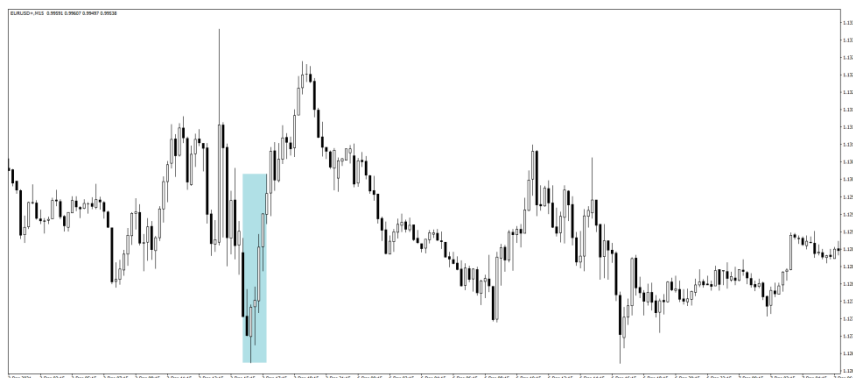
W grudniu 2021 roku Indeks ISM dla usług był lepszy od prognoz (64,9). Jak widać na wykresie 55, reakcja kursu EUR/USD nastąpiła w kierunku umocnienia dolara z wartości 1,1288 o godz. 16.00 do 1,1266 w badanym okresie. Minimalna wartość kursu (minimum lokalne), czyli najniższa wartość (inaczej największe odchylenie w badanym czasie), to 1,1266. Podsumowując: Publikacja lepszych danych makroekonomicznych z USA dotyczących Indeksu ISM dla usług spowodowała umocnienie się dolara amerykańskiego o 0,0022, czyli 22 pipsy (cena otwarcia z godziny 16.00 minus minimum lokalne utworzone między 16.00 a 17.30).

Tabela 69. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w grudniu 2021 roku

Indeks ISM dla usług / data publikacji	Wartość obecna (opublikowana)	Prognoza	Wartość poprzednia
3 grudzień 2021, godz. 16.00	69,1	64,9	66,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Forex Factory Calendar.

Wykres 55. Reakcja EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w grudniu 2021 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Tabela 70. Reakcja kursu EUR/USD na publikację Indeksu ISM dla usług w grudniu 2021 roku

16.00	Otwarcie	1,1288
17.30	Minimum	1,1294
16.00-17.30	Minimum lokalne	1,1266
16.00-17.30	Maksimum lokalne	1,1304

Źródło: Opracowanie własne na podstawie notowań wysokiej częstotliwości przy wykorzystaniu programu transakcyjnego MetaTrader 4.

Wnioski z przeprowadzonego badania

Powyższe rozważania pozwoliły na sformułowanie wniosków, dzięki którym zweryfikowano postawione na wstępie pytanie badawcze. Tabela 71 zawiera zbiorcze wyniki odchylenia kursu walutowego EUR/USD (w pipsach) w poszczególnych miesiącach.

Tabela 71. Wyniki odchylenia kursu walutowego EUR/USD

Miesiąc	Odchylenia w pipsach	1 – zgodnie z danymi makro 2 – niezgodnie z danymi makro
Styczeń	18	0
Luty	19	1
Marzec	26	1
Kwiecień	17	0
Maj	14	1
Czerwiec	24	1
Lipiec	18	0
Sierpień	60	1
Wrzesień	17	0
Październik	19	0
Listopad	7	0
Grudzień	22	1

Biorąc pod uwagę powyższe badania reakcji kursu walutowego EUR/USD na dane dotyczące Indeksu ISM dla usług, można zauważyć, że w 6 przypadkach kurs walutowy reagował zgodnie z publikowanymi danymi z USA (lepsze dane powodowały umocnienie się dolara i osłabienie euro; gorsze dane powodowały osłabienie się dolara i umocnienie euro). Natomiast w 6 przypadkach kurs walutowy reagował niezgodnie z publikowanymi danymi z USA (lepsze dane powodowały osłabienie się dolara i umocnienie euro; gorsze dane powodowały umocnienie się dolara i osłabienie euro).

Zakończenie



Celem opracowania było wyjaśnienie, czy dane makro z USA wpływają na kurs walutowy EUR/USD. W pracy postawiono następujące pytanie badawcze: czy publikacja danych makroekonomicznych z amerykańskiej gospodarki wpływa na kurs walutowy EUR/USD? Opracowanie składa się z trzech rozdziałów. W pierwszym z nich dokonano systematyzacji dostępnej w literaturze przedmiotu wiedzy na temat rynku Forex i jego związków z gospodarką światową oraz międzynarodowym systemem walutowym. Następnie w rozdziale drugim autorzy podjęli próbę przedstawiania ewolucji polskiego rynku walutowego oraz pokazania jego znaczenia na tle globalnych obrotów.

Dalsze rozważania, zawarte w pierwszej i drugiej części rozdziału trzeciego, miały na celu sprecyzowanie roli danych makroekonomicznych jako determinantów kształtowania się krótkookresowej reakcji kursów wybranych w świetle światowej literatury przedmiotu. Ten etap pracy pozwolił wyselekcjonować, a w dalszej części opisać dane makroekonomiczne z gospodarki amerykańskiej, które są najczęściej cytowane w literaturze, a jednocześnie cieszą się największym uznaniem wśród praktyków rynkowych.

Przedmiotem rozważań, zaprezentowanych w trzeciej części rozdziału trzeciego, była analiza krótkookresowej reakcji kursu walutowego EUR/USD na publikację dwóch zmiennych makroekonomicznych z gospodarki amerykańskiej: zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym oraz Indeks Instytutu Zarządzania Podażą dla usług – ISM usługi. Kryterium wyboru danych przyjętych do badania było przede wszystkim związane ze znaczeniem danej zmiennej dla krótkookresowego kształtowania się kursu walutowego EUR/USD w świetle literatury przedmiotu oraz ich znaczenia z punktu widzenia inwestorów. Silny wpływ publikowanych danych makroekonomicznych z USA na krótkookresowe kształtowanie się kursu walutowego EUR/USD został potwierdzony w licznych

badaniach naukowych, a jednocześnie dane pochodzące z USA cieszą się największym uznaniem praktyków rynkowych, co było kluczowym powodem ich wyboru. Ponadto gospodarka Stanów Zjednoczonych wciąż jest najważniejszą gospodarką na świecie, dlatego też największą uwagę inwestorów walutowych przyciągają publikacje z tego obszaru. Do badania wybrano parę walutową EUR/USD. Para ta jest najpopularniejszą na rynku Forex parą walutową, zaliczaną do głównych par walutowych, co stanowiło podstawowe uzasadnienie wyboru.

Powyższe rozważania pozwoliły na sformułowanie wniosków, dzięki którym zweryfikowano postawione na wstępie pytanie badawcze.

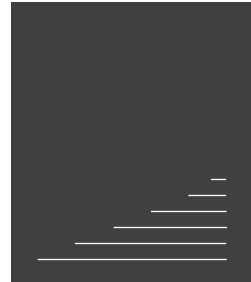
Biorąc pod uwagę przeprowadzone badania reakcji kursu walutowego EUR/USD na dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, można zauważyć, że w dziesięciu przypadkach kurs walutowy reagował zgodnie z publikowanymi danymi z USA. Natomiast w dwóch przypadkach kurs walutowy reagował niezgodnie z publikowanymi danymi z USA.

Biorąc pod uwagę przeprowadzone badania reakcji kursu walutowego EUR/USD na dane dotyczące Indeksu ISM dla usług, można zauważyć, że w 6 przypadkach kurs walutowy reagował zgodnie z publikowanymi danymi z USA. Natomiast w 6 przypadkach kurs walutowy reagował niezgodnie z publikowanymi danymi z USA.

Można zatem stwierdzić, że publikacja wskaźnika dotyczącego zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w większym stopniu wpływała na krótkookresową zmienność kursu EUR/USD, niż publikacja indeksu ISM dla usług.

Podjęte w opracowaniu badania nie wyczerpują tematu badawczego, lecz stanowią punkt wyjścia do ich pogłębienia i poszerzenia przez badaczy. W ramach kolejnych badań w tym zakresie w zamyśle autorów będzie przeprowadzenie podobnych badań, jednak z wykorzystaniem innych ważnych danych makroekonomicznych. Autorzy nie wykluczają również rozszerzenia badań na inne pary walutowe.

Bibliografia



- Aggarwal R., Schirm D.C. (1992), *Balance of Trade Announcements and Asset Prices: Influence on Equity Prices, Exchange Rates, and Interest Rates*, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 11, No. 1, s. 80-95.
- Aggarwal R., Schirm D.C. (1998), *Asymmetric Impact of Trade Balance News on Asset Prices*, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 8, No. 1, s. 83-100.
- Almeida A., Goodhart C., Payne R. (1998), *The Effect of Macroeconomic “News” on High Frequency Exchange Rate Behavior*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 33, Iss. 3, s. 383-408.
- Andersen T.G., Bollerslev T. (1998), *Deutsche Mark-Dollar Volatility: Intraday Volatility Patterns, Macroeconomic Results and Longer Run Dependencies*, „Journal of Finance”, No. 53, Iss. 1, s. 219-265.
- Andersen T.G., Bollerslev T., Diebold F.X., Vegad C. (2003), *Micro Effects of Macro Announcements: Real-Time Price Discovery in Foreign Exchange*, „American Economic Review”, No. 93, s. 38-62.
- Andersen T.G., Bollerslev T., Diebold F.X., Vegad C. (2007), *Real-time Price Discovery in Global Stock, Bond and Foreign Exchange Markets*, „Journal of International Economics”, No. 73, s. 251-277.
- Archer M.D. (2008), *Currency Trading: Winning in Today’s Hottest Marketplace*, Wiley, New Jersey.
- Archer M.D. (2010), *Getting Started in Currency Trading: Winning in Today’s Forex Market*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Aziz A. (2016), *How to Day Trade for a Living*, CreateSpace Independent Publishing Platform.
- Aziz A. (2018), *Advanced Techniques in Day Trading*, CreateSpace Independent Publishing Platform.

- Bacchetta P., Van Wincoop E. (2013), *On the Unstable Relationship Between Exchange Rates and Macroeconomic Fundamentals*, „Journal of International Economics”, Vol. 91, No. 1, s. 18-26.
- Barro R., Grilli V. (1994), *European Macroeconomics*, MacMillan, London.
- Baumohl B. (2007), *The Secrets of Economic Indicators: Hidden Clues to Future Economic Trends and Investment Opportunities*, Prentice Hall, New Jersey.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R. (1998a), *Ekonomia. Makroekonomia*, PWE, Warszawa.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R. (1998b), *Ekonomia. Mikroekonomia*, PWE, Warszawa.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R. (2008), *Mikroekonomia*, PWE, Warszawa.
- Bennett D. (2000), *Ryzyko walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Bernanke B.S., Abel A.B. (1998), *Macroeconomics*, Addison-Wesley, New York.
- Bieliński T. (2013), *Kurs walutowy i międzynarodowy rynek walutowy [w:] Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, red. E. Oziewicz, T. Michałowski, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Bilski J. (2006), *Międzynarodowy system walutowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Bilski J., Janicka M., Konarski M. (2013), *Integracja rynków walutowych wybranych krajów Europy Środkowej z rynkiem euro w perspektywie ich przystąpienia do ERM II i Unii Gospodarczo-Walutowej*, NBP, Warszawa.
- Binkowski P., Beeck H. (1998), *Innowacje bankowe, instrumenty terminowego rynku finansowego*, Poltext, Warszawa.
- BIS (1996), *Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity 1995*, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, Basel.
- BIS (1999), *Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity 1998*, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, Basel.
- BIS (2002), *Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001*, Triennial Central Bank Survey, Bank for International Settlements, Basel.
- BIS (2005), *Foreign exchange and derivatives market activity in 2004*, Triennial Central Bank Survey, Bank for International Settlements, Basel.
- BIS (2013), *Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results*, Triennial Central Bank Survey. Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, Basel.
- BIS (2016), *Foreign exchange turnover in April 2016*, Triennial Central Bank Survey. Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, Basel.
- BIS (2019), *Foreign exchange turnover in April 2019*, Triennial Central Bank Survey, Monetary and Economic Department, Basel.

- Błaszczak P. (2010), *Stabilność cen – sposoby definicji oraz wyzwania dla polityki pieniężnej*, NBP, Warszawa.
- Boxer H. (2014), *Profitable Day and Swing Trading*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Bram J., Ludvigson S. (1998), *Does Consumer Confidence Index Forecast Household Expenditure? A Sentiment Index Horse Race*, „Economic Policy Review”, Vol. 4, Iss. 2, s. 59-78.
- Budnikowski A. (2017), *Ekonomia międzynarodowa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Butcher K. (2010), *An Introduction to Trading Futures [w:] The Wiley Trading Guide*, ed. L.J. Bedford, Wiley & Sons, Melbourne.
- Caruso A. (2016), *The Impact of Macroeconomic News on the Euro-Dollar Exchange Rate*, „ECARES Working Paper”, No. 32.
- Caves R.E., Frankel J.A., Jones R.W. (1998), *Handel i finanse międzynarodowe*, PWE, Warszawa.
- Cecchetti S., Schoenholtz K. (2017), *Money, Banking, and Financial Markets*, McGraw Hill, New York.
- Chatrath A., Miao H., Ramchander S., Villupuram S. (2014), *Currency Jumps, Cojumps and the Role of Macro News*, „Journal of International Money and Finance”, No. 40, s. 42-62.
- Cheung Y.W., Chinn M.D. (2001), *Currency Traders and Exchange Rate Dynamics: A Survey of the US Market*, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 4, Iss. 20, s. 448-449.
- Chinn M., Frankel J. (2005), *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, „NBER Working Paper Series”, No. 11510, s. 2-23.
- Chisholm A.M. (2009), *An Introduction to International Capital Markets: Products, Strategies, Participants*, Wiley & Sons, New Jersey.
- Chrabonszczewska E., Kalicki K. (1996), *Teoria i polityka kursu walutowego*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.
- Cofnas A. (2015), *The Forex Trading Course*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Cofnas A. (2018), *Planet Forex Currency Trading in the Digital Age*, Palgrave Macmillan, Cham.
- Constable S., Wright R.E. (2011), *The Wall Street Journal Guide to the 50 Economic Indicators That Really Matter*, Harper Paperbacks, New York.
- Consumer Price Index*, „Bureau of Labor Statistics” 2012, Vol. 12, s. 1-5.
- Coyle D. (2018), *PKB krótka, lecz emocjonująca historia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- De Gregorio J. (2012), *Commodity Prices, Monetary Policy, and Inflation*, „IMF Economic Review”, Vol. 60, Iss. 4, s. 600-633.

- Department of Commerce (2012), *A Guide to the National Income and Product Accounts of the United States*, Bureau of Economic Analysis.
- Devereux M., Lane P. (2003), *Understanding Bilateral Exchange Rate Volatility*, „Journal of International Economics”, Vol. 60, No. 1, s. 109-132.
- Dicks J. (2004), *Forex Made Easy: 6 Ways to Trade the Dollar*, McGraw Hill, New York.
- Dicks J. (2010), *Forex Trading Secrets: Trading Strategies for the Forex Market*, McGraw Hill, New York.
- Donnelly B. (2019), *The Art of Currency Trading: A Professional's Guide to the Foreign Exchange Market*, Wiley, New Jersey.
- Edison H.J. (1997), *The Reaction of Exchange Rates and Interest Rates to News Releases*, „International Journal of Finance and Economics”, Vol. 2, Iss. 2, s. 87-100.
- Eiteman K.D., Moffett H.M., Stonehill I.A. (2004), *Multinational Business Finance*, Pearson Education Inc., London.
- Evans B. (2007), *The National Association of Realtors Guide to Home Selling*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Evans K.P., Speight A.E.H. (2010), *International Macroeconomic Announcements and Intraday Euro Exchange Rate Volatility*, „Journal of the Japanese and International Economies”, Vol. 24, Iss. 4, s. 552-568.
- Fatum R., Hutchison M., Wu T. (2010), *Asymmetries and State Dependence: The Impact of Macro Surprises on Intraday Exchange Rates*, „Globalization and Monetary Policy Institute”, No. 49, s. 1-32.
- Faust J., Rogers J.H., Wang S.-Y., Wright J.H. (2007), *The High Frequency Response of Exchange Rate and Interest Rates to Macroeconomic Announcements*, „Journal of Monetary Economics”, Vol. 54, Iss. 4, s. 1051-1068.
- Gajewski K. (2007), *Interwencje walutowe na rynkach terminowych. Metody i przegląd wybranych doświadczeń*, „Bank i Kredyt”, nr 1, s. 40-55.
- Galati G., Ho C. (2001), *Macroeconomic News and the Euro/Dollar Exchange Rate*, Bank for International Settlements Working Papers, Monetary and Economic Department, Basel, No. 105, s. 1-17.
- Galí J., Monacelli T. (2005), *Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy*, „Revue of Economic Studies”, No. 72, s. 707-734.
- Garner C. (2012), *Currency Trading in the FOREX and Futures Markets*, FT Press, New Jersey.
- Gau Y.-F., Wu Z.-X. (2017), *Macroeconomic Announcements and Price Discovery in the Foreign Exchange Market*, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 79, s. 232-254.
- Goldberg L.S., Tille C. (2008), *Vehicle Currency Use in International Trade*, „Journal of International Economics”, Vol. 76, Iss. 2, s. 177-181.
- Goodhart C. (1989), *News and the Foreign Exchange Market*, Proceedings of The Manchester Statistical Society, Manchester, s. 1-79.

- Grzelak A. (2002), *Makroekonomia w procesie integracji z Unią Europejską*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Integracji Europejskiej, Szczecin.
- Hakkio C., Pearce D. (1985), *The Reaction of Exchange Rates to Economic News*, „Economic Inquiry”, Vol 23, Iss. 4, s. 621-636.
- Hardouvelis G.A. (1988), *Economic News, Exchange Rates and Interest Rates*, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 7, Iss. 1, s. 23-35.
- Harris E.S., Zabka N.M. (1995), *The Employment Report and the Dollar*, „Current Issues in Economics and Finance”, Vol. 1, Iss. 8, s. 1-6.
- Hogan K., Melvin M. (1994), *Sources of Meteor Showers and Heat Waves in the Foreign Exchange Market*, „Journal of International Economics”, Vol. 37, No. 3-4, s. 239-247.
- Hogan K., Michael M., Roberts D.J. (1991), *Trade Balance News and Exchange Rates: Is There a Policy Signal?*, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 10, No. 1, s. S90-S99.
- Hull J.C. (2008), *Options, Futures, and Other Derivatives*, Prentice Hall, New Jersey.
- Ikizlerli D., Holmes P., Anderson K. (2019), *The Response of Different Investor Types to Macroeconomic News*, „Journal of Multinational Financial Management”, Vol. 50, Iss. C, s. 13-28.
- IMF (2004), *Producer Price Index Manual: Theory and Practice*, International Monetary Fund.
- Insah B. (2013), *Modelling Real Exchange Rate Volatility in a Developing Country*, „Journal of Economics and Sustainable Development”, Vol. 4, No. 6, s. 61-69.
- Ito T., Royley V. (1986), *News from the US and Japan: Which Moves the Yen/Dollar Exchange Rate*, „Journal of Finance. NBER Working Paper Series”, No. 1853, s. 1-25.
- Janicka M. (2009), *Rola Międzynarodowego Funduszu Walutowego w procesie liberalizacji przepływów kapitałowych [w:] Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*, red. J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala, CeDeWu, Warszawa.
- Jantón-Drozdowska E. (2009), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Ars boni et aequi, Poznań.
- Jurzyk E. (2010), *Kurs walutowy i rynek walutowy [w:] Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, red. J. Rymarczyk, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Kamerschen D.R., McKenzie R.B., Nardinelli C. (1992), *Ekonomia*, Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”, Gdańsk.
- Kolb R.W. (1997), *Wszystko o instrumentach pochodnych*, WIG-Press, Warszawa.
- Konopczak M., Mielus P., Wieprzowski P. (2011), *Rynkowe aspekty problemów na pozagieldowym rynku walutowych instrumentów pochodnych w Polsce w czasie globalnego kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt”, nr 42, s. 97-124.
- Koronowski A. (1994), *Wymienialność złotego – perspektywy i warunki jej rozszerzenia*, Biuro Studiów i Ekspertyz, Warszawa, nr 214, s. 2-8.

- Krohn I., Sushko V. (2020), *FX Spot and Swap Market Liquidity Spillovers*, Bank for International Settlements, Working Papers, No. 836.
- Kudła J. (2009), *Instrumenty finansowe i ich zastosowanie*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa.
- Leszczyńska E. (2002), *Rynek kontraktów swap w Polsce*, „Materiały i Studia” NBP, nr 144, s. 21-25.
- Lien K. (2008), *Day Trading the Currency Market. Technical and Fundamental Strategies to Profit from Market Swings*, Wiley Trading, New Jersey.
- Lien K. (2016), *Day Trading and Swing Trading the Currency Market*, Wiley Trading, New Jersey.
- Malinowski A. (2011), *Zastosowanie kontraktów swap w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach. Seria Administracja i Zarządzanie”, Vol. 88, s. 127-135.
- Małecki W. (2002), *Warianty polityki walutowej w Polsce w najbliższych latach*, „Ekonomista”, nr 5, s. 667-692.
- Mankiw N.G., Taylor M.P. (2009), *Makroekonomia*, PWE, Warszawa.
- Markiewicz M., Mosionek-Schweda M., Szmelter M. (2016), *Poziom umiędzynarodowienia rynków finansowych w wybranych państwach Europy Środkowej i Wschodniej*, Wydział Zarządzania i Administracji, Wyższa Szkoła Pedagogiczna im. Jana Kochanowskiego, Kielce.
- Martinez J. (2007), *The 10 Essentials of Forex Trading: The Rules for Turning Trading Patterns Into Profit*, McGraw Hill, New York.
- Matesanz D., Ortega G.J. (2015), *Dissimilar Effects of World News Announcements on Euro/Dollar/Yen Exchange Rates: An Econophysics Approach*, „Journal of Engineering Science and Technology Review”, Vol. 8, Iss. 1, s. 86-90.
- Matkowska M. (2013), *Rozwój walutowego rynku złotego w latach 2008-2011*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia”, nr 57, s. 354-355.
- McDougal A. (2001), *Swapy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Mendelsohn L.B. (2006), *Forex Trading Using Intermarket Analysis. Discovering Hidden Market Relationships That Provide Early Clues for Price Direction*, MarketPlace Books, Columbia.
- Michalczyk W. (2013), *Determinanty poziomu realnego kursu złotego w dobie globalizacji i jego konsekwencje dla handlu zagranicznego*, „Studia Ekonomiczne. Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach”, nr 129, s. 117-126.
- Michałowski T. (2012), *Globalne rynki finansowe [w:] Globalizacja i regionalizacja w gospodarce światowej*, red. R. Orłowska, K. Żołądkiewicz, PWE, Warszawa.
- Mirchandani A. (2013), *Analysis of Macroeconomic Determinants of Exchange Rate Volatility in India*, „International Journal of Economics and Financial”, Vol. 3, Iss. 1, s. 172-179.

- Mishkin F. (2016), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Pearson, Boston.
- Morana C. (2009), *On the Macroeconomic Causes of Exchange Rate Volatility*, „International Journal of Forecasting”, Vol. 25, Iss. 2, s. 328-350.
- Najlepszy E. (2000), *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- NBP (2004), *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2004 r. na krajowym rynku walutowym i rynku pozagieldowych instrumentów pochodnych*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2007), *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2007 r. na rynku walutowym i rynku pozagieldowych instrumentów pochodnych w Polsce*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2010), *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2010 r. na rynku walutowym i rynku pozagieldowych instrumentów pochodnych w Polsce*, NBP, Warszawa.
- NBP (2011), *Material informacyjny nt. wybranych segmentów krajowego międzybankowego rynku walutowego w latach 2006-2010*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2013), *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2013 r. na rynku walutowym i rynku pozagieldowych instrumentów pochodnych w Polsce*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2016), *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2016 r. na rynku walutowym i rynku pozagieldowych instrumentów pochodnych w Polsce*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2019), *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2019 r. na rynku walutowym i rynku pozagieldowych instrumentów pochodnych w Polsce*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2020), *Metodyka obliczania miar inflacji bazowej publikowanych przez Narodowy Bank Polski*, Departament Analiz Ekonomicznych, NBP, Warszawa.
- Neely C.J. (2011), *A Survey of Announcement Effects on Foreign Exchange Volatility and Jumps*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, Vol. 93, No. 5, s. 361-407.
- NIK (2017), *Ochrona praw nieprofesjonalnych uczestników rynku walutowego (Forex, kantorów internetowych i rynku walut wirtualnych)*, Departament Budżetu i Finansów, NIK, Warszawa.
- Noga M., red. (2017), *Makroekonomia ze szczególnym uwzględnieniem polityki pieniężnej*, CeDeWu, Warszawa.
- Omrane W.B., Savaşer T. (2016), *The Sign Switch Effect of Macroeconomic News in Foreign Exchange Markets*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money”, Vol. 45, s. 96-114.
- Osiński K. (2010), *Biznes międzynarodowy na progu XXI wieku – kompendium*, Wydawnictwo Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu w Szczecinie, Szczecin.

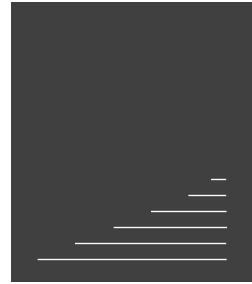
- Oziewicz E. (2006), *Przemiany we współczesnej gospodarce światowej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Parker R.P. (2007), *New Monthly Hours and Earnings Measures from the Bureau of Labor Statistics' Current Employment Statistics Program*, „Business Economics”, Vol. 42, s. 69-74.
- Parker P.M. (2009), *Current Population Survey: Webster's Timeline History 1940-2007*, ICON Group International, San Diego, California.
- Pastor L., Veronesi P. (2009), *Learning in Financial Markets*, „Annual Review of Financial Economics. Annual Reviews”, Vol. 1, Iss. 1, s. 361-381.
- Person J.L. (2007), *Forex Conquered High Probability Systems and Strategies for Active Traders*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Picker A.D. (2007), *International Economic Indicators and Central Banks*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Pietrucha J. (2015), *Różnice w wysokości stóp procentowych a nierównowagi makroekonomiczne w strefie euro*, Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Uniwersytet Szczeciński.
- Pietrzak E., red. (1998), *Projekcja polityki kursowej, rynku walutowego oraz rynku pochodnych instrumentów finansowych do roku 2002*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
- Polaczek S. (1993), *Drogi do efektywnej wymienialności złotego*, „Bank i Kredyt”, nr 7, s. 13-15.
- Posen A.S. (2008), *Why the Euro Will Not Rival the Dollar*, „International Finance”, Vol. 11(1), s. 75-100.
- Przybylska-Kapuścińska W., Szyszko M., red. (2017), *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*, Difin, Warszawa.
- Reuters (2001a), *Instrumenty pochodne. Wprowadzenie*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Reuters (2001b), *Rynek walutowy i pieniężny. Wprowadzenie*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Ribba A. (2003), *Permanent-transitory Decompositions and Traditional Measures of Core Inflation*, „Economics Letters”, Vol. 81, Iss. 1, s. 109-116.
- Rossi B. (2006), *Are Exchange Rates Really Random Walks? Some Evidence Robust to Parameter Instability*, „Macroeconomic Dynamics”, Vol. 10, Iss. 1, s. 20-38.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 8 stycznia 1999 r. w sprawie wykonania niektórych przepisów ustawy – Prawo dewizowe, Dz.U. 1999, nr 1, poz. 2.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 3 września 2002 r. w sprawie ogólnych zezwoleń dewizowych, Dz.U. 2002, nr 154, poz. 1273.
- Rubaszek M., Serwa D. (2009), *Rynek walutowy i kursy walutowe [w:] Analiza kursu walutowego*, red. W. Marcinkowska-Lewandowska, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

- Sarno L., Valente G. (2009), *Exchange Rates and Fundamentals: Footloose or Evolving Relationship?* „Journal of the European Economic Association”, Vol. 7, No. 4, s. 786-830.
- Schwager J.D., Turner S.C. (1995), *Fundamental Analysis*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Serwa D. (2009), *Modele kursu walutowego na rynkach finansowych [w:] Analiza kursu walutowego*, red. W. Marcinkowska-Lewandowska, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Serwa D., Smolińska-Skarżyńska A. (2004), *Reakcje kursu walutowego na zmiany poziomu stóp procentowych. Analiza zdarzeń dla danych dziennych*, „Bank i Kredyt”, nr 1, s. 80-91.
- Shore J. (2008), *Tough Market New Home Sales*, Jeff Shore, Gaithersburg.
- Simpson M.W., Ramchander S., Chaudhry M. (2005), *The Impact of Macroeconomic Surprises on Spot and Forward Foreign Exchange Markets*, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 24, Iss. 5, s. 693-718.
- Sławiński A., red. (2011), *Polityka pieniężna*, C.H. Beck, Warszawa.
- Snopek L. (2012), *The Complete Guide to Portfolio Construction and Management*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Sobol M. (2008), *Polityka pieniężna Narodowego Banku Pieniężnego w drodze do euro*, CeDeWu, Warszawa.
- Solnik B. (1993), *International Investments*, Addison-Wesley, Massachusetts.
- Sopoćko A. (2005), *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stock J.H., Watson M.W. (1996), *Evidence on Structural Instability in Macroeconomic Time Series Relations*, „American Statistical Association. Journal of Business and Economic Statistics”, Vol. 14, No. 1, s. 11-30.
- Stutely R. (2010), *Guide To Economic Indicators: Making Sense of Economics*, Bloomberg Press, New Jersey.
- Szopa B. (2012), *Ewolucja międzynarodowego systemu walutowego i finansowego*, „Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego”, nr 13, s. 23-36.
- Śliwa J. (2011), *Finanse. Wszelchnica Polska*, Wyższa Szkoła Towarzystwa Wiedzy Powszechnej w Warszawie, Warszawa.
- Świder W. (2018), *Wpływ inflacji, nominalnych stóp procentowych i realnych stóp procentowych na długoterminowe notowania par walutowych USD/JPY, GBP/USD i GBP/JPY*, „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie”, t. 38, nr 2, s. 27-39.
- Świerkocki J. (2011), *Zarys ekonomii międzynarodowej*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Świętochowski E. (1999), *Wykorzystanie instrumentów pochodnych do zabezpieczania pozycji bilansowych przedsiębiorstwa*, „Rynek Terminowy”, nr 4, s. 45-46.

- Tainer E.M. (2006), *Using Economic Indicators to Improve Investment Analysis*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Tarczyński W., Zwolankowski M. (1999), *Inżynieria finansowa*, Placet, Warszawa.
- Thomsett M.C. (1998), *Mastering Fundamental Analysis: How to Spot Trends and Pick Winning Stocks Like the Pros*, Dearborn Financial Publishing, Chicago.
- Trzecińska A., Osiński J., Sławiński A. (2000), *Rynek finansowy w Polsce w latach 1998-2001*, NBP, Warszawa.
- Tymoczko I. (2009), *Sposoby zabezpieczania się polskich przedsiębiorstw niefinansowych przed ryzykiem kursowym*, „Bank i Kredyt”, nr 3, s. 71-91.
- Tymuła I. (2000), *Swapy finansowe*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Ustawa z dnia 15 lutego 1989 r. Prawo dewizowe, Dz.U. 1989, nr 6, poz. 33.
- Ustawa z dnia 2 grudnia 1994 r. Prawo dewizowe, Dz.U. 1994, nr 136, poz. 703.
- Ustawa z dnia 18 grudnia 1998 r. Prawo dewizowe, Dz.U. 1998, nr 160, poz. 1063.
- Ustawa z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe, Dz.U. 2002, nr 141, poz. 1178.
- Wang P. (2020), *The Economics of Foreign Exchange and Global Finance*, Springer, New York.
- Ward S. (2015), *Psychologia skutecznego tradingu*, Maklerska.pl.
- Wei S.-J., Xie Y. (2020), *Monetary Policy in an Era of Global Supply Chains*, „Journal of International Economics”, Vol. 124, s. 103-299.
- Wolańska A. (1998), *Transakcje SWAP*, „Rynek Kapitałowy”, nr 3, s. 32.
- [www 1] www.ft.com J. Mackintosh, *Japanese intervention back with a vengeance*, „Financial Times” (dostęp: 14.12.2020).
- [www 2] https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_136526_KNF_forex_dzwignia_29_06_2015_41964.pdf (dostęp: 23.07.2021).
- [www 3] <http://dl.fxfl.com/files/books/english/Intraday%20Trading%20Techniques.pdf> (dostęp: 21.07.2021).
- [www 4] [Investing.com](https://www.investing.com/economic-calendar/); <https://www.investing.com/economic-calendar/> (dostęp: 21.04.2020).
- [www 5] <https://pl.investing.com/economic-calendar/nonfarm-payrolls-227> (dostęp: 9.03.2020).
- Yamarone R. (2008), *The Trader's Guide to Key Economic Indicators*, Bloomberg Press, New York.
- Zajac J. (2002), *Polski rynek walutowy w praktyce. Produkty – opcje egzotyczne, produkty bankowe z ukrytą opcją walutową, par forwardy i inne transakcje, strategie, zarządzanie ryzykiem walutowym*, K.E. Liber, Warszawa.
- Zarządzenie Ministra Finansów z dnia 16 stycznia 1996 r. w sprawie ogólnych zezwoleń dewizowych, M.P. 1996, nr 6, poz. 73.

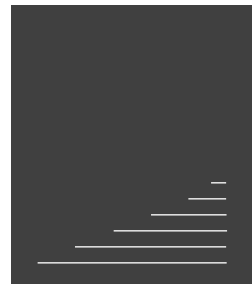
- Zembura W. (2010), *Kontrakty terminowe jako alternatywny wybór form inwestowania na rynku finansowym w warunkach spadku i wzrostu koniunktury* [w:] *Dokowania współczesnej myśli ekonomicznej – znaczenie kategorii wyboru w teoriach ekonomicznych i praktyce gospodarczej*, red. U. Zagóra-Jonszta, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice, s. 432-448.
- Zembura W. (2011), *Dane makroekonomiczne kształtujące popyt i podaż na rynku Forex*, „*Studia Ekonomiczne Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*”, nr 68, s. 201-215.
- Zembura W. (2012), *Wskaźniki ekonomiczne charakteryzujące koniunkturę gospodarczą USA* [w:] *Wybrane problemy koniunktury, wzrostu gospodarczego oraz konkurencji w teorii i praktyce*, red. G. Musiał, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- Zettelmeyer J. (2004), *The Impact of Monetary Policy on the Exchange Rate: Evidence from Three Small Open Economies*, „*Journal of Monetary Economics*”, Vol. 51, Iss. 3, s. 645-652.

Spis rysunków



1. Podmioty uczestniczące w transakcjach na rynku Forex 11

Spis schematów



1. Czas otwierania się poszczególnych sesji na rynku Forex 10
2. Sytuacja rynkowa w zależności od czasu 112

Spis tabel



1. Rynek Forex vs rynek akcji	11
2. Udział poszczególnych par walutowych w transakcjach na rynku Forex w latach 1992-2019 (w %).....	19
3. Pary walutowe i ich potoczne określenia.....	19
4. Jednostka zmiany kursu	22
5. Wielkość lota z przelicznikami dla pary walutowej EUR/USD	25
6. Możliwe typy zleceń składanych na rynku Forex i ich charakterystyka.....	25
7. Główne style tradingu.....	30
8. Obroty na rynku walutowym Forex według dostępnych instrumentów w latach 1998-2019 (w mld USD).....	32
9. Liberalizacja polskiego ustawodawstwa dewizowego w latach 1990-2002	45
10. Przeobrażenia polskiego systemu kursowego w latach 1990-2002	47
11. Udział głównych walut i polskiej waluty w obrotach na rynku Forex w latach 1998-2019 (w %).....	56
12. Udział walut w podziale na poszczególne instrumenty inwestycyjne w latach 2010-2019 (w mld USD).....	56
13. Udział par walutowych w transakcjach na rynku Forex w latach 2001-2019 (w mln USD)	57
14. Struktura walutowa transakcji kasowych na krajowym rynku walutowym w latach 2004-2019 (w %).....	61
15. Struktura walutowa transakcji outright forward na krajowym rynku walutowym w latach 2004-2019 (w %).....	62
16. Struktura walutowa swapów walutowych na krajowym rynku walutowym w latach 2004-2019 (w %).....	63
17. Struktura walutowa transakcji CIRS na krajowym rynku walutowym w latach 2004-2019 (w %).....	65

18. Struktura walutowa transakcji opcyjnych na krajowym rynku walutowym w latach 2004-2019 (w %)	66
19. Elementy składowe indeksu wskaźników wyprzedzających koniunkturę	106
20. Najważniejsze dane makroekonomiczne ze Stanów Zjednoczonych	108
21. Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA (w tys.)	112
22. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w styczniu 2019 roku	114
23. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w styczniu 2019 roku	114
24. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w lutym 2019 roku	115
25. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w lutym 2019 roku	115
26. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w marcu 2019 roku	116
27. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w marcu 2019 roku	116
28. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w kwietniu 2019 roku	117
29. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w kwietniu 2019 roku	117
30. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w maju 2019 roku	118
31. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w maju 2019 roku	118
32. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w czerwcu 2019 roku	119
33. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w czerwcu 2019 roku	119
34. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w lipcu 2019 roku	120
35. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w lipcu 2019 roku	120
36. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w sierpniu 2019 roku	121
37. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w sierpniu 2019 roku	121
38. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym we wrześniu 2019 roku	122

39. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym we wrześniu 2019 roku	122
40. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w październiku 2019 roku	123
41. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w październiku 2019 roku	123
42. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w listopadzie 2019 roku	124
43. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w listopadzie 2019 roku	124
44. Dane dotyczące zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w grudniu 2019 roku	125
45. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w grudniu 2019 roku	125
46. Zbiorcze wyniki odchyłeń kursu walutowego EUR/USD (w pipsach)	126
47. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w styczniu 2021 roku	128
48. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w styczniu 2021 roku	129
49. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w lutym 2021 roku	129
50. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w lutym 2021 roku	130
51. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w marcu 2021 roku	130
52. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w marcu 2021 roku	131
53. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w kwietniu 2021 roku	131
54. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w kwietniu 2021 roku	132
55. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w maju 2021 roku	132
56. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w maju 2021 roku	133
57. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w czerwcu 2021 roku	133
58. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w czerwcu 2021 roku	134
59. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w lipcu 2021 roku	134
60. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w lipcu 2021 roku	135
61. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w sierpniu 2021 roku	135
62. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w sierpniu 2021 roku	136

63. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług we wrześniu 2021 roku.....	136
64. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług we wrześniu 2021 roku.....	137
65. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w październiku 2021 roku.....	137
66. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w październiku 2021 roku	138
67. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w listopadzie 2021 roku.....	138
68. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w listopadzie 2021 roku.....	139
69. Dane dotyczące zmiany Indeksu ISM dla usług w grudniu 2021 roku.....	139
70. Reakcja kursu EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w grudniu 2021 roku.....	140
71. Wyniki odchyłeń kursu walutowego EUR/USD	140

Spis wykresów



1. Średnie dzienne obroty na międzynarodowym rynku walutowym Forex w latach 1989-2019 (w bln USD)	8
2. Udział poszczególnych regionów świata w transakcjach na rynku Forex w 2019 roku (w %)	10
3. Struktura podmiotowa obrotów na rynku Forex w 2019 roku (w %)	15
4. Struktura walutowa zawieranych transakcji w latach 1989-2019 (w %)	17
5. Cena kupna (ask) i cena sprzedaży (bid) na przykładzie	20
6. Sposób obliczania spreadu dla przykładowej transakcji	24
7. Dynamika transakcji walutowych w latach 1998-2019 (w mld USD).....	31
8. Wielkość obrotów kasowych transakcji wymiany walut w latach 1998-2019 (w mld USD)	33
9. Struktura podmiotowa kasowych transakcji wymiany walut w latach 1998-2019 (w %).....	34
10. Wielkość obrotów terminowych transakcji wymiany walut (outright forward) w latach 1998-2019 (w mld USD).....	35
11. Struktura podmiotowa terminowej transakcji wymiany walut outright forward w latach 1998-2019 (w %).....	36
12. Wielkość obrotów swapów walutowych (FX swaps) w latach 1998-2019 (w mld USD)	37
13. Struktura podmiotowa swapów walutowych (FX swaps) w latach 1998-2019 (w %)	38
14. Wielkość obrotów dwuwalutowych transakcji wymiany płatności odsetkowych (CIRS) w latach 1998-2019 (w mld USD)	39
15. Struktura podmiotowa dwuwalutowych transakcji wymiany płatności odsetkowych (CIRS) w latach 1998-2019 (w %)	40

16. Wielkość obrotów opcji walutowych (FX option) w latach 1998-2019 (w mld USD)	42
17. Struktura podmiotowa opcji walutowych (FX option) w latach 1998-2019 (w %)	43
18. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku walutowym w latach 1998-2019 (w mln USD)	50
19. Udział transakcji zawieranych z rezydentami i nierezydentami na krajowym ryнку walutowym w latach 2004-2019 (w %).....	51
20. Dynamika transakcji walutowych według struktury podmiotowej w latach 2004-2019 (w mln USD).....	52
21. Średnie dzienne obroty transakcji zawieranych przez rezydentów i nierezydentów z uwzględnieniem poszczególnych rodzajów transakcji, w latach 2004-2019 (w mln USD).....	53
22. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku walutowym względem reszty świata w latach 1998-2019 (w mln USD).....	55
23. Udział polskiej waluty w relacji do pozostałych walut w transakcjach na rynku Forex w latach 1998-2019 (w %)	55
24. Udział par walutowych w transakcjach na rynku Forex w latach 2001-2019 (w %)	57
25. Udział inwestorów z gospodarek wschodzących w obrotach na rynku Forex w latach 1998-2019 (w %).....	58
26. Udział poszczególnych rodzajów transakcji na krajowym rynku walutowym w latach 2004-2019 (w %).....	59
27. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku transakcji kasowych w latach 2004-2019 (w mln USD).....	60
28. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku transakcji outright forward w latach 2004-2019 (w mln USD).....	61
29. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku swapów walutowych w latach 2004-2019 (w mln USD).....	63
30. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku transakcji CIRS w latach 2004-2019 (w mln USD).....	64
31. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku opcji walutowych w latach 2004-2019 (w mln USD).....	65
32. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w styczniu 2019 roku	114
33. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w lutym 2019 roku	115
34. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w marcu 2019 roku	116

35. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w kwietniu 2019 roku	117
36. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w maju 2019 roku	118
37. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w czerwcu 2019 roku	119
38. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w lipcu 2019 roku	120
39. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w sierpniu 2019 roku.....	121
40. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym we wrześniu 2019 roku	122
41. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w październiku 2019 roku.....	123
42. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w listopadzie 2019 roku	124
43. Reakcja EUR/USD na publikacje zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w grudniu 2019 roku	125
44. Reakcja EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w styczniu 2021 roku.....	128
45. Reakcja EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w lutym 2021 roku.....	129
46. Reakcja EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w marcu 2021 roku	130
47. Reakcja EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w kwietniu 2021 roku	131
48. Reakcja EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w maju 2021 roku	132
49. Reakcja EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w czerwcu 2021 roku.....	133
50. Reakcja EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w lipcu 2021 roku	134
51. Reakcja EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w sierpniu 2021 roku	135
52. Reakcja EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług we wrześniu 2021 roku.....	136
53. Reakcja EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w październiku 2021 roku	137

54. Reakcja EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w listopadzie 2021 roku.....	138
55. Reakcja EUR/USD na publikacje Indeksu ISM dla usług w grudniu 2021 roku.....	139



dr Jolanta Pasionek – pracownik naukowo-dydaktyczny w Katedrze Ekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach. Wieloletni inwestor indywidualny na rynku Forex i rynku giełdowym. Autorka kilku artykułów naukowych związanych z tematyką rynku Forex. Specjalizuje się w analizie kursów walutowych. W swej działalności naukowo-badawczej zajmuje się przede wszystkim zastosowaniem wiedzy z zakresu ekonomii i rynków finansowych w inwestycjach na rynku Forex i rynku akcji.



dr Wojciech Zembura – pracownik naukowo-dydaktyczny w Katedrze Ekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach. Jego specjalizacją naukowo-badawczą są inwestycje na światowych giełdach papierów wartościowych oraz na rynku Forex, a także makroekonomia. Od 2000 roku inwestor indywidualny na giełdzie amerykańskiej (New York Stock Exchange), na rynku Forex i na rynku kontraktów terminowych CFD (metale szlachetne, surowce, towary, indeksy giełdowe, obligacje). W swej działalności naukowo-badawczej zajmuje się przede wszystkim powiązaniem

teorii z praktyką rynkową. Głównymi obszarami jego zainteresowań są: makroekonomia, rynek Forex i instrumenty pochodne w praktyce, zastosowanie teorii Fibonacciego i teorii Fal Elliotta w inwestycjach, day trading, inwestycje na światowych rynkach finansowych, nowatorskie sposoby pomnażania kapitału, psychologia inwestowania oraz opracowywanie automatycznych systemów zawierania transakcji na rynku Forex i rynku CFD. Autor wielu publikacji naukowych w zakresie inwestycji na rynku Forex i rynku kontraktów CFD, koniunktury na rynku USA oraz polityki fiskalnej i pieniężnej.

Autor 3 innowacyjnych wskaźników analizy technicznej i fundamentalnej stosowanych w inwestycjach na rynku Forex i rynku akcji. Od 2019 roku prezes zarządu Centrum Badań i Analiz Rynków Finansowych.

ISBN 978-83-7875-842-6



Uniwersytet
Ekonomiczny
w Katowicach