



by Tomasz Trela | Listy do inwestorów

## Korek bez wypadku

*W tygodniu, w którym ASML, TSMC i Samsung pokazały najlepsze wyniki w swojej historii, z wycen producentów chipów wyparowały blisko dwa biliony dolarów. To memo jest o tym, kto właściwie sprzedawał, skoro nikt z nas nie sprzedawał – i dlaczego odpowiedź nie ma nic wspólnego z tym, co piszą gazety.*

**Z**acznijmy od faktów, bo o fakty w tym wydaniu chodzi. W środę, 14 października, ASML pokazał wyniki za trzeci kwartał: 11,7 miliarda euro sprzedaży, o 55% więcej niż rok wcześniej; pięć miliardów euro zysku netto; podniesioną prognozę na cały rok oraz komunikat, który w normalnych czasach kazałby otwierać szampana – moce produkcyjne zaplanowane na lata 2027 i 2028 nie wystarczą, żeby obsłużyć zamówienia klientów, a niektórzy z nich chcieliby już rezerwować dostawy na lata 2029–2030. Kurs tego dnia: minus cztery procent. Następnego dnia: kolejne minus cztery.

Dzień później TSMC: 46,7 miliarda dolarów przychodów, o 41% więcej niż rok temu; rekordowy zysk netto wyższy o 69%; prognoza wzrostu na cały rok podniesiona do 44% i prezes C.C. Wei tłumaczący analitykom, że popyt jest ekstremalnie silny, a spółka nie widzi żadnych oznak spowolnienia. Kurs w Tajpej: minus dwa procent. Cały tajwański indeks: minus trzy i pół.

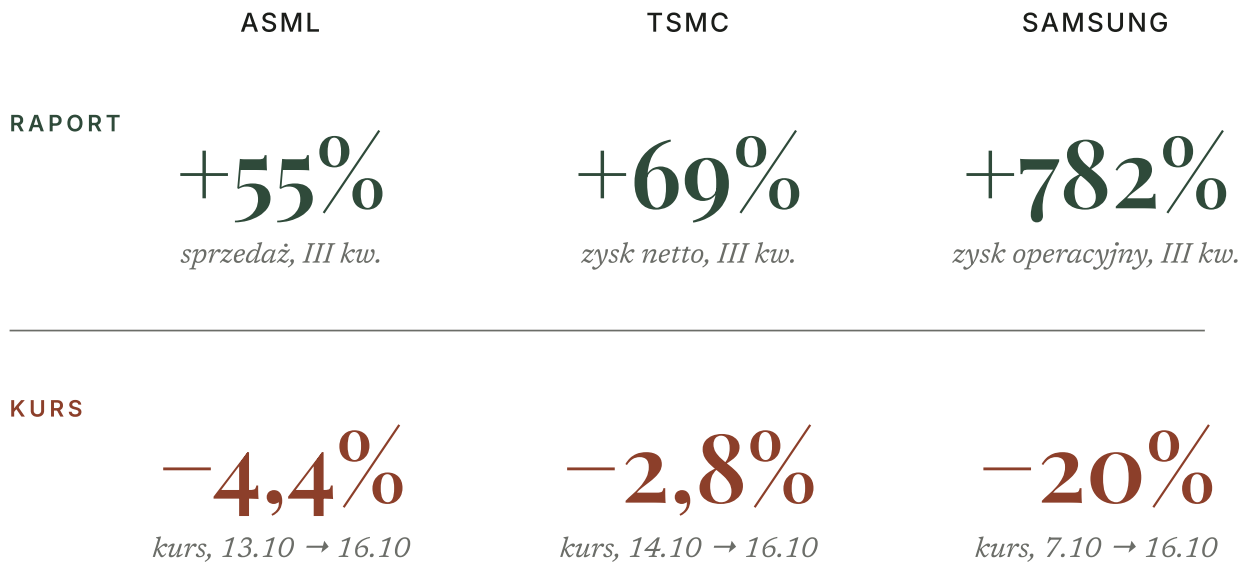
Tydzień wcześniej Samsung: 107 bilionów wonów zysku operacyjnego w jednym kwartale, osiem razy więcej niż rok temu i pierwszy raz w historii koreańskiej spółki powyżej stu bilionów. Kurs tego dnia: minus dwa i pół procent. Do piątkowego zamknięcia: minus dwadzieścia. SK Hynix: minus dwadzieścia pięć. W zeszły czwartek koreańska giełda spadła o 7,6% i zawiesiła notowania, a cały tydzień zamknęła 14,5% niżej – najgorszy tydzień od 2008 roku.

Tego samego 14 października, w którym ASML tracił cztery procent, Anthropic pokazywał inwestorom 16,8 miliarda dolarów kwartalnych przychodów – o 45% więcej niż kwartał wcześniej i oznajmił pierwszy w swojej historii kwartał z zyskiem operacyjnym, w którym wygenerował dodatni cash-flow. Jak na te wieści zareagował rynek?

Indeks półprzewodników SOX spadał osiem sesji z rzędu (to najdłuższa seria spadków od kryzysu finansowego 2008 roku) i stracił 15,7% od szczytu, wracając na terytorium bessy (24% poniżej czerwcowego maksimum). Reuters policzył, że z wycen producentów chipów wyparowały w osiem sesji blisko dwa biliony dolarów. Najdłuższa seria spokoju od stycznia 2020 roku została zakończona przez... najlepszy sezon wyników od lat.

## Wyniki w górę, kursy w dół

Wyniki za trzeci kwartał 2026 roku w ujęciu rok do roku i zmiana kursu od dnia przed ich publikacją do piątkowego zamknięcia, 16 października.



*Rekordowe kwartały vs. spadające kursy. Taki wykres ciężko nawet sensownie podpisać*

Źródło: raporty spółek (ASML 14.10.2026, TSMC 15.10.2026, Samsung – wyniki wstępne 8.10.2026); kursy: ASML – ADR, Nasdaq, zamknięcie 13.10 (1 717,76 \$) wobec 16.10 (1 641,52 \$); TSMC – Tajpej, 14.10 (2 490 TWD) wobec 16.10 (2 420 TWD); Samsung – KRX, 7.10 (268 500 KRW) wobec 16.10 (215 500 KRW). Dynamika Samsunga liczona od zysku operacyjnego 12,17 bln wonów w III kw. 2025.

Jeśli szukali Państwo w gazetach odpowiedzi na pytanie „dlaczego”, to znaleźli Państwo mniej więcej coś takiego: inflacja; Fed; chińska konkurencja w pamięciach HBM; taniejący dług CoreWeave, realizacja zysków”; „obawy o finansowanie AI”; prezes Broadcomu, który nazwał inwestorów hazardzistami; oraz – moje ulubione – „inwestorzy przenoszą kapitał ze spółek AI do obligacji, bo coraz bardziej boją się wycen”.

Zapytałem w tym tygodniu kilkunastu inwestorów, których znam osobiście – ludzi zarządzających własnymi, nierzadko sporymi pieniędzmi – czy przenieśli cokolwiek do obligacji. Nikt niczego nie sprzedawał i do niczego nie przenosił. Każdy siedzi w tym, w czym siedział. Zacząłem więc sprawdzać dane.

Według EPFR w zeszłym tygodniu do funduszy gotówkowych napłynęło co prawda 166 miliardów dolarów, najwięcej od kwietnia 2020 roku; ale do funduszy akcyjnych trafiło dodatkowych 12 miliardów netto, w tym 3,5 miliarda do spółek technologicznych. Inwestorzy indywidualni w Stanach kupili w ubiegłym tygodniu akcje za 9,1 miliarda dolarów – najwięcej od piętnastu lat – z czego za 2,6 miliarda kupowali półprzewodniki.

Czyli wychodzi na to, że ludzie jednak kupowali akcje. To kto w takim razie sprzedawał i dlaczego cena spadała?

. . .

Żeby odpowiedzieć na to pytanie, trzeba najpierw zrozumieć, kto w ogóle dzisiaj rusza kursami akcji na rynku, bo na pewno nie my.

W czerwcu 2017 roku Marko Kolanovic, wówczas główny strateg JPMorgana, policzył, że sensowni inwestorzy fundamentalni – tacy, którzy czytają raporty, budują tezę i na jej podstawie kupują lub sprzedają – odpowiadają za około dziesięć procent obrotu na amerykańskiej giełdzie. Pozostałe dziewięćdziesiąt to fundusze pasywne, strategie ilościowe, animatorzy rynku, handel wysokich częstotliwości i tak dalej. Dziewięć lat później nikt tego nie zaktualizował (a przynajmniej ja nie mogłem znaleźć), ale zakładam, że dzisiaj niewiele się zmieniło i głównymi graczami na rynku wcale nie jesteśmy my.

Kto zatem?

Handel wysokich częstotliwości – maszyny kupujące i sprzedające w mikrosekundach – to według szacunków cytowanych przez SEC około połowy całego obrotu akcjami w USA. Jeden animator, Citadel Securities Kena Griffina, obsługuje sam jedną czwartą(!) obrotu na amerykańskim rynku i ponad jedną trzecią wszystkich zleceń inwestorów indywidualnych. Jane Street, firma, o której większość z Państwa pewnie nigdy nie słyszała, zarobiła w ubiegłym roku na handlu 39,6 miliarda dolarów (to więcej niż cały JPMorgan). Połowa obrotu w ogóle nie dociera na giełdę: zlecenia realizowane są u tych właśnie hurtowników i w tak zwanych dark poolach.

Do tego mamy fundusze indeksowe, które posiadają 19% kapitalizacji amerykańskiego rynku i od końca 2023 roku mają więcej aktywów niż wszystkie fundusze aktywne razem wzięte. A ponieważ wyceniają się po kursie zamknięcia, jedna trzecia wszystkich transakcji na akcjach z S&P 500 odbywa się dziś w ostatnich dziesięciu minutach sesji. To, co widzą Państwo na wykresie cenowym o 21:55 polskiego czasu, to nie opinia rynku o spółce, tylko rebalansing funduszy.

Na rynku opcji na S&P 500 dwie trzecie obrotu stanowią dziś kontrakty wygasające tego samego dnia, tak zwane *0-DTE*. Dealer, który taką opcję sprzedał, musi mechanicznie dokupować lub sprzedawać akcje w miarę, jak kurs zbliża się do ceny wykonania, żeby się zabezpieczyć przed tzw. gamma-risk. JPMorgan szacował, że spadek indeksu o pięć procent w pięć minut wymusiłby z tego tytułu sprzedaż akcji za 30 miliardów dolarów. Nie dlatego, że dealer zmienił zdanie o gospodarce. Dlatego, że tak każe mu wzór na zarządzanie ryzykiem.

Są wreszcie fundusze podążające za trendem (*CTA*) i fundusze celujące w stałą zmienność (*vol-control*) – razem kilkaset miliardów dolarów, które z definicji nie mają poglądu na nic. Pierwsze kupują, bo rośnie, i sprzedają, bo spada. Drugie zmniejszają udział akcji, gdy rosną dzienne wahania – a wahania zawsze rosną, gdy coś spada. Według Goldmana globalna pozycja CTA w akcjach skurczyła się w miesiąc ze 125 do 43,5 miliarda dolarów, o dwie trzecie, zanim jeszcze zaczął się ten tydzień (mamy odpowiedź na to, kto sprzedawał).

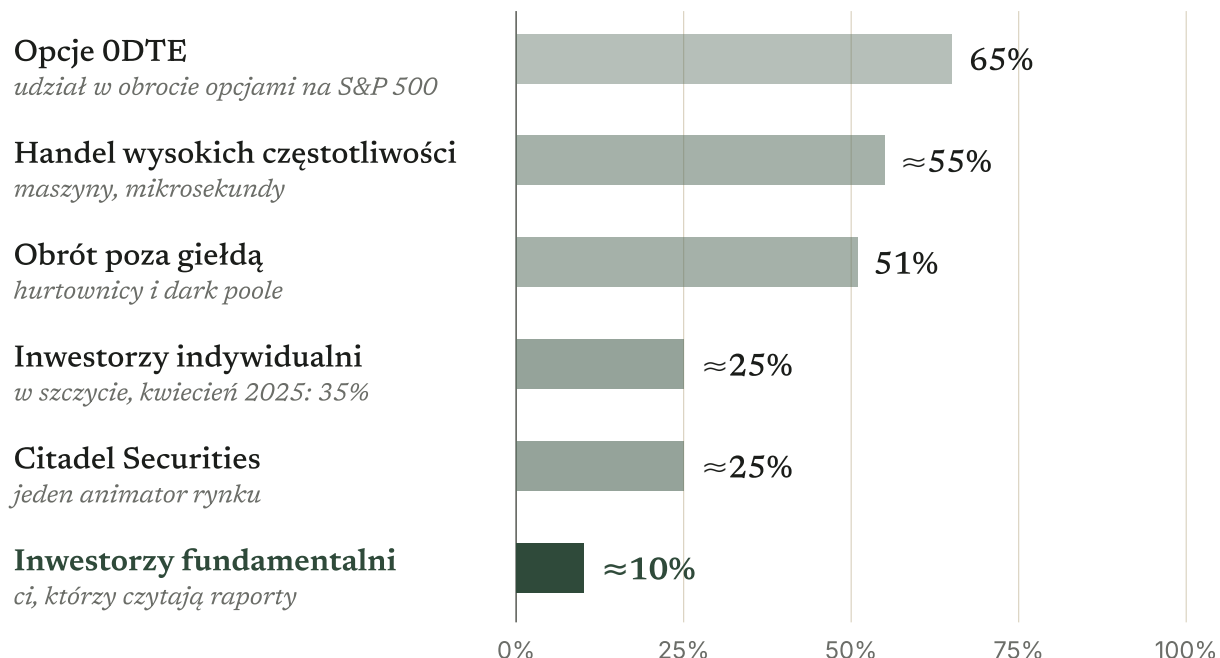
Do tego fundusze *multi-strategy* – Millennium, Citadel, Point72 – z dźwignią brutto przekraczającą trzykrotność kapitału, w których zarządzający traci limit ryzyka automatycznie po pięcioprocentowym obsunięciu swojego portfela. Automatycznie. Bez dyskusji i bez pytania o tezę. Mówiąc inaczej – jak rynek spada, to fundusze są zmuszane do zamykania swoich pozycji dokładając tylko do tego spadku.

I wisienka na torcie: jeden kupujący, którego w tym tygodniu nie było. Największym nabywcą amerykańskich akcji są dzisiaj same spółki – ponad bilion dolarów skupów rocznie w ramach buybacków. Tylko że przed publikacją wyników obowiązuje je trzytygodniowy zakaz kupowania: na koniec września 61% kapitalizacji S&P 500 nie mogło więc skupować własnych akcji, a okna na to otwierają się dopiero teraz, w połowie października. Największy kupujący miał zatem przez trzy tygodnie związane ręce i było to akurat wtedy, gdy akcje sprzedawały maszyny.

## Kto dzisiaj generuje obrót na rynku?

*Kto obraca amerykańskimi akcjami – udział w dziennym obrocie według różnych miar.*

*Kategorie się nakładają, bo np. HFT handluje opcjami O-day i poza giełdą.*



*Dziewięć dolarów z dziesięciu obraca ktoś, kto nie czytał raportu.*

*Uwaga: Teoretycznie może się wydawać, że wpływ opcji na indeks S&P 500 jest bez znaczenia dla kursów akcji, bo są to opcje rozliczane gotówkowo wystawione na indeks wirtualny. Ale to mylne. Gdy inwestorzy kupują PUT-y na indeks, wystawcy tych PUT-ów (animatorzy) hedgują się przed spadkiem grając na krótko przeciwko kontraktom na S&P 500. Podaż po stronie kontraktów powoduje niższą ich cenę w stosunku do koszyka spółek wchodzących w skład indeksu. Tu pojawiają się arbitrażyści, którzy wtedy grają na spadki konkretnych spółek, aby zrównać cenę koszyka akcji z ceną kontraktu na indeks S&P 500.*

Proszę teraz zauważyć, co łączy wszystkie te podmioty, o których pisałem wyżej. Otóż... żaden z nich nie przeczytał raportu ASML. Fundusz indeksowy patrzy na kurs zamknięcia. CTA patrzy na kurs sprzed miesiąca. Vol-control patrzy na dzienne wahania. Dealer opcji patrzy na deltę, gammę i odległość kursu od ceny wykonania. Multi-strat patrzy na maksymalne obsunięcie. Algorytm HFT patrzy na to, co zrobiła inna maszyna czterydzieści mikrosekund temu. Mówiąc inaczej – każdy z nich sprzedaje, bo sprzedał ktoś przed nim.

Fizyka ma na to swoją nazwę. W 2008 roku grupa Yukiego Sugiyamy z Uniwersytetu w Nagoi posadziła 22 kierowców w samochodach na okrągłym torze o obwodzie 230 metrów i poprosiła, żeby jechali równym tempem 30 kilometrów na godzinę. Żadnych przeszkód, żadnych świateł, żadnego wypadku. Po kilku minutach na tym okrągłym torze powstał korek

Jeden kierowca lekko przyhamował, następny przyhamował mocniej, kolejny stanął w miejscu, bo się zagapił – i w ten sposób uruchomiony został efekt domina. Badacze nazwali to korkiem widmo. Każdy z Państwa w nim stał: na A2, w pełnym słońcu, bez wypadku, bez robót drogowych, bez powodu. A w radio dla kierowców mówili, że na autostradzie panuje dzisiaj wzmożony ruch.

Rynek w ostatnim czasie to taki właśnie korek widmo. Ktoś przyhamował – może jakiś fundusz po wynikach Samsunga, może po depeszy o chińskich pamięciach, może po odczycie inflacji – i trzydzieści innych maszyn przyhamowało, bo on przyhamował. Żadna z nich nie widziała wypadku. Bo wypadku nie było. Były najlepsze wyniki finansowe w historii branży.

. . .

Jest jeszcze jeden mechanizm, o którym chciałem powiedzieć, a który (być może) tłumaczy dlaczego dobre wyniki potrafią obniżyć kurs akcji. Według FactSet w pierwszym kwartale tego roku aż 84% spółek z S&P 500 pobiło prognozy zysków. Osiemdziesiąt cztery. Pobicie prognozy nie jest więc fantastyczną zaskakującą wiadomością, tylko scenariuszem bazowym, wycenionym na długo przed publikacją. Dzisiaj pobicie prognoz nikogo już nie zaskakuje. Dobrze pokazuje to zresztą zachowanie kursów akcji dzień po wynikach.

Średnia nagroda za pobicie: plus 1,1%. Średnia kara za niedowiezienie wyników: minus 4,9%. Asymetria pięć do jednego, w której dzień dobrych wyników jest dniem, kiedy wolno zrealizować zyski. Po ostatnich spadkach Jefferies napisał o ASML, że podniesienie planów na lata 2027 i 2028 „było powszechnie oczekiwane, więc nie mogło zaskoczyć”. Zdaniem maszyny, która to zdanie przeczyta, ASML nie pokazał żadnej niespodzianki – sprzedajemy.

Dochodzi do tego jeszcze płynność, a raczej jej brak. Kapitalizacja S&P 500 to 55 bilionów dolarów, ale w chwili spadków i paniki na najlepszej ofercie najpłynniejszego kontraktu świata – E-mini na S&P 500 – leżą, według Goldmana, tylko... dwa miliony dolarów. Dwa. Zlecenie za sto milionów musi więc przejść przez arkusz i przesunąć cenę o tyle, o ile się da, zanim ktokolwiek zdąży zareagować. Gabaix i Koijen z Harvardu i Chicago policzyli, że jeden dolar napływu do funduszy akcyjnych zmienia dziś kapitalizację rynku o około pięć dolarów. Niezły efekt dźwigni, prawda?

. . .

Pytanie tylko, co z tym teraz zrobić? Pozwolą Państwo, że odpowiem uczciwie: nic. Nie wygramy z Citadelem na mikrosekundy ani z CTA na wykrywanie momentów przełamania trendu. Nie da się przewidzieć, kiedy fundusz vol-control przekroczy próg, bo on sam tego nie wie, dopóki nie policzy wahań po zamknięciu sesji. Nie ma strategii, która pozwoli przechytrzyć korek widmo. Można najwyżej zjechać na pobocze i patrzeć, jak powstaje.

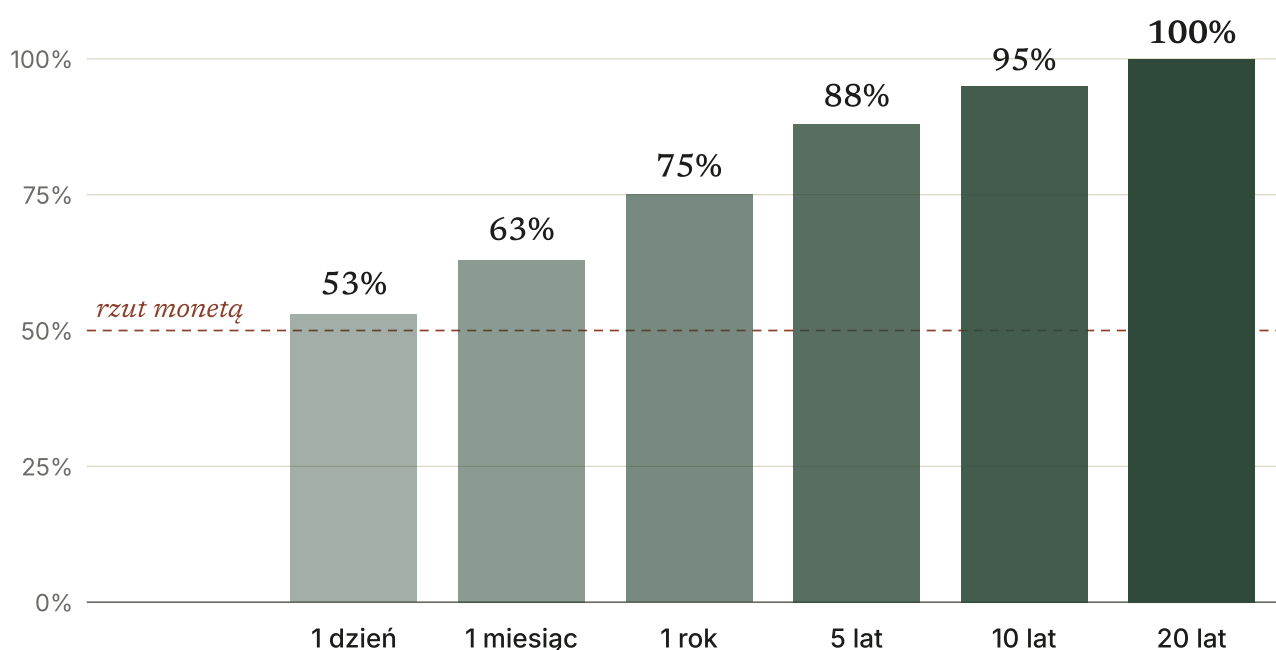
To, co nam zostaje, to horyzont. Jedyna zmienna, nad którą mamy pełną kontrolę, i jedyna, która wygładza to, co maszyny robią z kursem w ciągu tygodnia.

Pisałem już o tym kiedyś. Dimensional policzył na notowaniach S&P 500 od 1926 roku: szansa, że dowolny jeden dzień zakończy się na plusie, to 53%, czyli rzut monetą. Rok – 75%. Dziesięć lat – 95%. Dwadzieścia – 100%. Nie było w tej historii ani jednego dwudziestoletniego okresu zakończonych stratą. Wielki Kryzys, wojna, embargo naftowe, Volcker, dot-com, Lehman, pandemia. Dwadzieścia lat: sto procent szans, że wyjdziemy dobrze na trzymaniu akcji.

### WYKRES III

## Jedyna przewaga jaką mamy, to tzw. staying power

*Prawdopodobieństwo, że inwestycja w S&P 500 zakończy się na plusie, w zależności od długości horyzontu. Notowania od 1926 roku.*



*Maszyny wygrywają w horyzoncie dni – my dekad.*

*Źródło: Dimensional Fund Advisors, „Embrace the Uncertainty” (S&P 500, okresy kroczące, 1926–2023: 1 rok, 10 lat, 20 lat); A Wealth of Common Sense (okresy 5-letnie, od 1927); Mullooly Asset Management (dni i miesiące, od 1928). Stopy zwrotu łączne, nominalne, przed podatkiem.*

I jeszcze jedno, bo pokusa, żeby „przeczekać ten korek w gotówce”, jest w takich tygodniach naturalna. Ale to też zostało „przeliczone”. Tym razem to JPMorgan oszacował na ostatnich dwudziestu latach, że kto przegapił dziesięć najlepszych sesji z pięciu tysięcy, ten ma dzisiaj o połowę mniej kapitału niż ten, kto siedział na tyłku niczego nie sprzedając. A siedem z tych dziesięciu najlepszych sesji wydarzyło się w ciągu dwóch tygodni od dziesięciu najgorszych. Nie da się wyjść z samochodu w trakcie korka, i wrócić do auta, kiedy korek się skończy.

Maszyny mają nad nami jedną przewagę: szybkość. My mamy nad nimi inną: czas. Korek zniknie tak samo, jak powstał. Bez przyczyny i bez komunikatu. Pewnego dnia maszyny, które sprzedawały, bo spadało, zaczną kupować, bo rośnie – a gazety napiszą, że „inwestorzy wracają do spółek AI, uspokojeni

perspektywą (...)"

Bla, bla bla..

*Do usłyszenia,*

*Tomasz Trele*

*– Kraków, 21 października 2026*

---

**P.S.** Pierwszy draft tego listu powstał w poniedziałek rano, kiedy koreańska giełda miała już za sobą zawieszenie notowań, a amerykańska jeszcze nie otworzyła sesji. Zanim Memo dotrze do Państwa skrzynek, kursy będą o kilka procent wyżej albo niżej. Teza listu nie zmieni się jednak ani o jotę.

---

[PDF DO DRUKU](#) · [ARCHIWUM](#) · [BLOG](#) · [UNIwersytet](#) · [YOUTUBE](#)

---

*Wersja online: [www.tradingforaliving.pl/newsletters/memo-10](http://www.tradingforaliving.pl/newsletters/memo-10)*