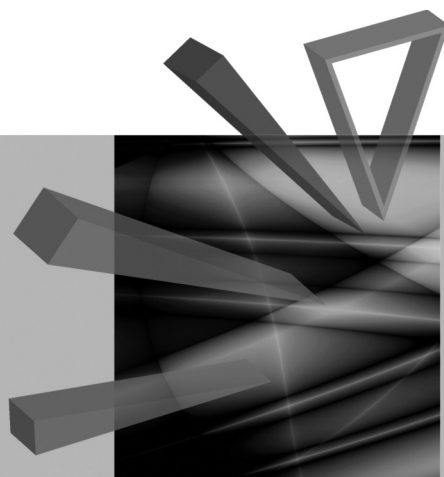


Funkcjonowanie unii gospodarczej i walutowej w teorii i w praktyce



pod redakcją
Jana Borowca
Krzysztofa Bieguna



Recenzent: Henryk Ćwikliński

Redaktor Wydawnictwa: Barbara Majewska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna na stronie www.ibuk.pl

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl> oraz w The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2011

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-204-8

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	7
Iwo Augustyński , Zmiana ryzyka systematycznego na polskim rynku jako skutek globalnego kryzysu finansowego. Analiza największych krajowych spółek	9
Bernadeta Baran , Europejski Mechanizm Stabilizacyjny – geneza i przesłanki pomocy finansowej dla krajów strefy euro	20
Krzysztof Biegun , Synchronizacja cykli koniunkturalnych Polski i strefy euro – warunek czy skutek procesu integracji monetarnej?	35
Jan Borowiec , Synchronizacja cykli koniunkturalnych w strefie euro	48
Ewa Pancer-Cybulska, Agata Surówka , Wewnętrzne zróżnicowanie wydatków socjalnych w Unii Europejskiej i strefie euro	59
Jarosław Czaja , Zmiany udziału polskiego złotego w obrotach na rynkach walutowych.....	77
Magdalena Pronobis, Michał Pronobis , Wpływ transferów unijnych na kurs walutowy i politykę pieniężną w Polsce po 2004 roku	89
Michał Pronobis , Bańki spekulacyjne a reakcja banków centralnych: zmiany percepcji roli polityki pieniężnej w następstwie kryzysu 2007-2009.....	103
Marta Wajda-Lichy , Wyzwania w zakresie reform rynków pracy w krajach strefy euro jako konsekwencje kryzysu finansowego 2007-2009	118

Summaries

Iwo Augustyński , Change in systematic risk on the Polish market as a result of the global financial crisis. Analysis of the biggest Polish companies	19
Bernadeta Baran , European Stability Mechanism – economic reasons of financial support.....	34
Krzysztof Biegun , The synchronization of business cycles between Poland and the euro area – a condition or result of the process of monetary integration?	47
Jan Borowiec , Synchronization of business cycles in the euro area.....	58
Ewa Pancer-Cybulska, Agata Surówka , Internal diversity of social expenditures in the European Union and euro zone.....	76
Jarosław Czaja , The changes of Polish zloty turnovers share on currency markets.....	88

Magdalena Pronobis, Michal Pronobis , EU transfers and their impact on monetary policy and exchange rate in Poland after 2004.....	102
Michal Pronobis , Asset price bubbles and monetary policy response – changes in thinking about the role of central banks after the financial crisis 2007-2009	117
Marta Wajda-Lichy , Challenges for labour market reforms in the euro zone countries as consequences of financial crisis 2007-2009	133

Jarosław Czaja

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

ZMIANY UDZIAŁU POLSKIEGO ZŁOTEGO W OBROTACH NA RYNKACH WALUTOWYCH

Streszczenie: W artykule pokazano, zmiany udziału polskiego złotego w obrotach na rynkach walutowych i jego przyczyny. Kwestie te są szczególnie ważne z punktu widzenia możliwości przygotowania polskiego sektora publicznego i prywatnego na umiędzynarodowienie PLN oraz wzrostu otwartości gospodarczej Polski. Zwłaszcza że te dwa procesy z jednej strony pozwalają na osiągnięcie części korzyści typowych dla głównych walut światowych, a z drugiej przynoszą problemy słabo znane w polskich warunkach. Jest to o tyle istotne, że międzynarodowe oddziaływania na walutę krajową coraz częściej będą wymuszać kosztowne dostosowania.

Słowa kluczowe: rynki walutowe, obroty walutowe, FOREX.

1. Wstęp

Celem artykułu jest pokazanie wzrostu udziału polskiego złotego w obrotach na rynkach walutowych na tle innych krajów. Artykuł stanowi też próbę identyfikacji głównych czynników, które wpływają na wzrost obrotów PLN. Z jednej strony pozwalają one na osiągnięcie części korzyści charakterystycznych dla głównych walut światowych, a z drugiej przynoszą problemy słabo znane polskiemu sektorowi publicznemu i prywatnemu. Szczególnie musimy zdawać sobie sprawę z narastających wpływów międzynarodowych na polskiego złotego i ich oddziaływań na system finansowy. Tym bardziej że na przykład pakiety kryzysowe przyczyniły się do powstania podaży pieniądza wykorzystywanego do zakupów walut krajów wschodzących (*emerging markets*) i ponownego wzrostu cen wielu aktywów, w tym surowców.

2. Zmiany udziału obrotów polskim złotym na tle innych walut

Badania przeprowadzone przez Bank for International Settlements (BIS) wskazują, że w kwietniu 2010 r. dzienne obroty na rynku FOREX osiągały 4 bln dol., co oznacza, że w porównaniu z tym samym miesiącem 3 lata wcześniej nastąpił wzrost o 20% [King 2010, s. 2(28)].

Z przedstawionych w tabeli 1 udziałów poszczególnych walut wynika, że PLN staje się coraz bardziej istotnym przedmiotem obrotów (dwukrotny wzrost między kwietniem 2001 a 2010). Jednakże pozycja polskiego złotego jest znacząca tylko na tle krajów naszego regionu, a szczególne w porównaniu z forintem, koroną czeską, słowacką i słoweńską (okres przed przyjęciem euro). Tym bardziej że ich udziały były kilkadziesiąt razy mniejsze od obrotów na tle głównych walut światowych.

Tabela 1. Struktura dziennych obrotów (w %) na rynkach walutowych w kwietniu 2001, 2004, 2007 i 2010 r.

Waluta	2001	2004	2007	2010
Dolar amerykański	89,86	88,01	85,6	84,86
Euro	37,91	37,41	37,04	39,06
Chińskie renminbi	0,01	0,1	0,45	0,32
Dolar kanadyjski	4,49	4,2	4,29	5,28
Forint węgierski	0,02	0,19	0,27	0,43
Frank szwajcarski	5,98	6,03	6,82	6,36
Funt brytyjski	13,05	16,5	14,87	12,88
Jen japoński	23,53	20,83	17,25	18,97
Korona czeska	0,19	0,15	0,21	0,19
Korona norweska	1,46	1,38	2,1	1,32
Korona szwedzka	2,5	2,19	2,7	2,19
Nowa lira turecka	0,04	0,11	0,18	0,74
Nowy dolar tajwański	0,3	0,4	0,4	-
Polski złoty	0,45	0,38	0,76	0,81
Real brazylijski	0,4	0,2	0,4	-
Rubel rosyjski	0,35	0,63	0,75	0,9
Korona słowacka	0,03	0,05	0,09	-
Inne waluty	6,55	6,56	7,63	5,31
Wszystkie waluty*	200	200	200	200
Waluty <i>emerging markets</i> **	16,9	15,6	19,8	-
Azja	4,7	5,3	7,2	-
Ameryka Południowa	1,5	1,6	1,8	-
Europa Centralna i Wschodnia***	1,1	1,5	2,2	-

* Udział wszystkich walut został oznaczony jako 200%, a nie 100%, ponieważ dane wyrażają pary walutowe.

** Włączono tu waluty *emerging economies* w Azji wraz z indonezyjską rupią, malezyjskim ring-gite i tajskim bathem.

*** Korona czeska, forint węgierski, polski złoty, rosyjski rubel, korona słowacka.

Źródło: [Galati, Heath 2007, s. 5, 67].

Tabela 1 pokazuje, że w kwietniu 2007 r. doszło do zrównania obrotów polskiego złotego z rublem rosyjskim mimo wielu różnic między tymi dwoma krajami. We wspomnianym miesiącu PLN osiągnął 0,76% udziału (rubel 0,75%), w kwietniu 2010 PLN 0,81% (rubel 0,9%). Jednakże w kwietniu 2004 r. waluta rosyjska miała 0,68% (PLN 0,38%), natomiast w 2001 r. to polski złoty osiągnął większe obroty, wynoszące 0,45% (rubel 0,35%). Pomimo że w porównaniu z większością walut krajów naszego regionu polski złoty jest liderem pod względem zainteresowania inwestorów, warto wskazać, że w kwietniu 2010 r. zbliżony udział miała lira turecka 0,74% (PLN 0,81%). Natomiast w latach wcześniejszych wielkości te były znacznie niższe: 0,04% w kwietniu 2001 r., 0,11% w kwietniu 2004, 0,18% w kwietniu 2007. Jeśli chodzi o udział w obrotach światowych innych walut Europy Środkowej i Wschodniej, takich jak korona norweska czy szwedzka, to były one od 3 do 6 razy większe niż w przypadku polskiego złotego.

Z jednej strony dane Bank for International Settlements wskazują na systematyczny wzrost udziału PLN w obrotach na rynkach światowych (w tym między rokiem 2007 a 2010, co stanowi o rosnącym umiędzynarodowieniu naszej waluty), a z drugiej na rynku krajowym pojawiają się spadki między tymi okresami. Świadczą o tym zamieszczone niżej dane dotyczące rynku walutowego i pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce¹:

- średnie dzienne obroty na krajowym rynku walutowym wyniosły w kwietniu 2010 r. 7,848 mld USD (spadek w porównaniu z kwietniem 2007 r. o 15% (6,510 mld USD) według kursów bieżących), z czego 5,879 mld USD stanowiły transakcje z udziałem złotego,
- średnie dzienne obroty na krajowym rynku kasowych transakcji walutowych (*spot*) wyniosły w kwietniu 2010 r. 1,955 mld USD (spadek w porównaniu z kwietniem 2007 r. o 19% według kursów bieżących), z czego 1,405 mld USD stanowiły transakcje z udziałem złotego,
- średnie dzienne obroty na pozagiełdowym rynku walutowych instrumentów pochodnych wyniosły 5,893 mld USD (spadek w porównaniu z kwietniem 2007 r. o 14% według kursów bieżących), z czego 4,474 mld USD stanowiły transakcje z udziałem złotego,
- średnie dzienne obroty na krajowym rynku instrumentów pochodnych stopy procentowej (transakcje FRA, IRS – w tym OIS – oraz opcje na stopy procentowe) wyniosły w kwietniu 2010 r. 1,561 mld USD (spadek w porównaniu z kwietniem 2007 r. o 42% według kursów bieżących), z czego 1,472 mld USD stanowiły transakcje nominowane w złotych.

¹ W projekcie tym uczestniczyły 53 banki centralne i władze monetarne, w tym Narodowy Bank Polski. Zebrały one od 1309 instytucji finansowych dane o wartości transakcji zawartych w kwietniu 2010 r. na rynku walutowym (transakcje outright-forward, fx swap, CIRS i opcje walutowe) oraz na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych stopy procentowej (transakcji FRA, IRS – w tym OIS – oraz opcji na stopy procentowe). W Polsce na potrzeby tego badania dane przekazało 17 banków i oddziałów instytucji kredytowych, <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/obroty.html>.

Tabela 2. Struktura (w %) i obroty krajowych walut wobec głównych walut międzynarodowych w kwietniu 2010 (w mln USD)

	SUMA obrotu	USD		EUR		YEN		GBP		CHF		Inne
		%	obrót	%	obrót	%	obrót	%	obrót	%	obrót	%
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
A.												
Saudyjska	2 381	93,28	2 221	0,25	6	0,17	4	0,04	1			6,21
Argentyna	1 369	92,84	1 271	6,65	91	0,07	1	0,07	1	0,07	1	0,37
Australia	85 782	87,98	75 472	3,55	3041	3,23	2769	1,71	1465	0,2	170	3,34
Austria	14 325	51,29	7 347	0		3,27	468	1,81	259	17,47	2502	26,18
Belgia	19 651	76,95	15 122	0		4,18	822	6,02	1183	2,4	471	10,45
Brazylia	9 071	9,35	848	4,89	444	0,69	63	0,09	8	0,25	23	0,59
Bułgaria	536	3,17	17	96,46	517			0,19	1			
Chile	4 942	98,89	4 887	0,87	43	0,08	4	0,02	1			0,12
Chiny	12 110	80,45	9 742	2,19	265	0,6	73	0,08	10	0,05	6	0,13
Czechy	3 527	50,84	1 793	48,03	1 694	0,2	7	0,37	13	0,17	6	0,34
Dania	20 805	53,01	11 028	38,51	8 013	0,5	105	1,68	349	2,37	494	3,92
Estonia	85	4,71	4	94,12	80							
Finlandia	21 612	45,62	9 859			0,3	64	2,61	564	0,19	41	51,29
Francja	83 245	7,68	6 391			2,85	2376	10,52	8758	3,43	2855	2,79
Grecja	4 381	55,06	2 412			11,3	495	2,51	110	10,18	446	20,95
Hiszpania	15 578	78,28	12 194			2,35	366	8	1247	1,16	181	10,2
Holandia	14 002	65,18	9 126			0,9	126	11,83	1656	1,11	155	4,09
Hongkong	72 604	9,61	6 979	1,75	1 274	0,33	238	0,45	324			1,34
Indie	21 301	98,02	20 879	1,24	264	0,17	37	0,38	82	0,03	7	0,15
Irlandia	10 220	59,27	6 057	0		5,22	533	2,56	262	1,8	184	8,1
Japonia	248 863	78,69	195 835	10,93	27 211			3,21	7994	0,22	536	6,94
Kanada	42 699	94,16	40 205	2,64	1127	0,9	383	0,93	395	0,21	90	1,16
Kolumbia	2 672	99,59	2 661	0,37	10							
Korea	37 918	98,61	37 391	0,62	234	0,38	144	0,13	49	0,01	4	0,25
Lotwa	255	5,88	15	90,59	231			0,39	1			3,53
Litwa	953	1,15	11	98,32	937			0,1	1			0,41
Luksemburg	21 553	77,26	16 652			3,1	668	7,43	1601	2,36	508	9,85
Meksyk	16 537	98,71	16 323	1,23	204	0,01	2	0,01	1	0,01	1	0,02
N.												
Zelandia	5 962	87,81	5 235	1,43	85	0,67	40	0,72	43	0,12	7	9,27
Niemcy	69 003	69,65	48 063	0		4,18	2882	8,11	5594	9,07	6256	9
Norwegia	13 471	74,1	9 982	18,54	2 497	1,47	198	2,03	273	0,94	126	2,93
Peru	1 074	99,81	1 072	0,09	1			0,09	1			
Polska	5 880	56,14	3 301	41,12	2 418	0,1	6	0,53	31	1,05	62	1,05
Portugalia	2 419	70,15	1 697			2,07	50	5,25	127	8,6	208	13,89
Rumunia	2 389	4,77	114	94,52	2 258	0,04	1	0,33	8	0,21	5	0,08
Rosja	27 638	94,37	26 081	0,55	153	0,01	2	0,03	7	0,04	12	0,02
RPA	11 056	97,36	10 764	1,85	204	0,13	14	0,32	35	0,05	6	0,29
Singapur	31 741	92,59	29 388	0,75	238	0,9	285	0,65	206	0,23	74	4,88
Szwajcaria	78 375	69,73	54 648	25,89	20 291	0,85	664	2,01	1578	0		1,53
Szwecja	22 344	54,14	12 097	36,99	8 266	0,59	131	2,39	533	0,63	141	0,79

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Taipei	9 507	97,55	9 274	0,95	90	0,72	68	0,12	11	0,03	3	0,64
Tajlandia	6 012	92	5 531	2,41	145	4,09	246	0,32	19	0,08	5	1,12
Turcja	10 117	91,58	9 265	7,88	797	0,22	22	0,28	28	0,01	1	0,05
USA	785 223			36,16	283 948	14,72	115 617	10,89	85 503	5,89	46 268	22,62
W. Brytania	330 748	70,3	232 509	22,7	75081	3,7	12 228			0,77	2 544	2,55
Węgry	3 113	65,82	2 049	33,08	1030			0,16	5	0,45	14	0,48
Włochy	21 405	80,89	17 314			4,5	963	6,21	1 329	2,78	594	5,63

Źródło: [Report on ... 2010, s. 72-73].

Autor wyliczył udziały głównych walut międzynarodowych w strukturze obrotów krajowych na podstawie wartości obrotów.

3. Analiza porównawcza struktury i obrotów krajowych walut (w tym polskiego złotego) wobec USD, EUR, YEN, GBP i CHF w kwietniu 2010 r.

Tabela 2 przedstawia średni dzienny obrót walut krajowych w mln USD i ich strukturę wobec USD, EUR, YEN, GBP i CHF w kwietniu 2010 r. przede wszystkim w Europie.

Polska z obrotami w euro 3176 mln wyrażonymi w USD znacznie przeważa nad Czechami z 1694 mln, Łotwą z 231 mln, Litwą z 937 mln, Rumunią z 2258 mln i Bułgarią z 517 mln. Jako kraj średniej wielkości w Europie, z punktu widzenia obrotów głównymi walutami międzynarodowymi, Polska ciągle znacznie odbiega od państw mniejszych, takich jak Holandia, Irlandia lub Dania, gdyż różnice są kilkukrotne. Warto zauważyć, że pod względem poziomu obrotów USD z kwotą 3301 mln wyróżniamy się znacząco tylko na tle nowych krajów członkowskich: Rumunia z 114 mln, Łotwa z 15 mln, Litwa z 11 mln, Węgry z 2049 mln, Czechy z 1793 mln, Bułgaria z 17 mln i Estonia z 4 mln. Jednocześnie stare kraje Unii Europejskiej wykazują co najmniej kilkukrotnie wyższe obroty w porównaniu z naszym krajem: Austria z 7347 mln, Belgia z 15 122 mln, Dania z 11 028 mln, Francja z 6391 mln, Finlandia z 9859 mln, Hiszpania z 12 194 mln, Holandia z 9126 mln, Irlandia z 6057 mln, Luksemburg z 16 652 mln, Niemcy z 48 063 mln, Włochy z 17 314 mln. Wyjątkiem jest Portugalia z 1697 mln i Grecja z 2412 mln. Znacznie wyższe obroty USD wykazały też kraje spoza strefy euro: Dania z 11 028 mln, Norwegia z 9982 mln, Szwajcaria z 54 648 mln, Szwecja z 12 097 mln, Turcja z 9265 mln, W. Brytania z 232 509 mln.

Dokonując porównań obrotów poszczególnych walut naszego regionu wyraźnie widać przewagę polskiego złotego. Raporty BIS podkreślają, że rolę złotówki i forinta wzmocniły głównie: ostatni kryzys, problemy USD jako waluty międzynarodowej pod koniec 2008 r. i fluktuacje na rynkach pieniężnych [*International banking...* 2010, s. 57].

4. Główne czynniki sprzyjające zwiększeniu obrotów polskim złotym

4.1. Oddziaływanie podmiotów zagranicznych

BIS podkreśla znaczący wzrost obrotów generowanych przez podmioty zagraniczne, co interpretuje się jako ciągle postępujące umiędzynarodowienie rynków walutowych. O czym świadczy sytuacja np. w kwietniu 2007 r.: operacje transgraniczne stanowiły 62% obrotów, a lokalne 38%, w kwietniu 2010 r. było to już odpowiednio 65% oraz 35% [Report on... 2010, s. 16].

Jak już wspomniano, udział polskiego złotego w obrotach walutowych (pokazany wcześniej w tabeli 2) daje nam pozycję w czołówce nowo przyjętych krajów do UE. W warunkach upłynnionego kursu sprzyja to zwiększonemu zainteresowaniu operacjami walutowymi ze strony wielu podmiotów zagranicznych, mających duży wpływ na różne rynki.

Przykładowo tylko jeden z działów Goldman Sachs w 2010 r. (dział obrotów papierami o stałym dochodzie inwestującym agresywnie) wygenerował 13,7 mld dol., co stanowiło 35% przychodów ogółem tego podmiotu. W okresie lipiec-wrzesień 2010 r. Goldman Sachs osiągnął obroty na poziomie 8,9 mld dol., co było wynikiem o 30% gorszym niż w pierwszym kwartale. Morgan Stanley w I kwartale 2010 osiągnął przychody netto w wysokości 9,1 mld dol. [McFadde 2010, s.1-8]. Pokazuje to, że pojedyncze podmioty lub ich grupa dysponuje możliwością prawie dowolnego kształtowania trendów kursów walut. Oznacza to, że choćby z tej przyczyny kurs PLN jest narażony na silne i częste oddziaływania spekulacyjne, które nie znajdują uzasadnienia w danych o polskiej gospodarce.

Duży wpływ podmiotów zagranicznych na kształtowanie się obrotów walutowych jest związany z położeniem geograficznym (częściowo pokazuje to tabela 2), sprzyjające rozwijaniu powiązań handlowych. Kraje, które znajdują się blisko USA, mają bardzo niskie obroty w euro w stosunku do USD. Szczególnie widać to w przypadku krajów Ameryki Południowej², takich jak Brazylia, Chile, Kolumbia czy Peru. Jednak w Europie mamy sytuację niejednoznaczną, gdyż Czechy, Dania, Norwegia, Polska, Turcja, Węgry, W. Brytania mają wyższe dzienne obroty wobec USD. Można uznać, że sytuacja taka wynika ze znacznie krótszej tradycji korzystania z euro.

4.2. Koncentracja instytucjonalna obrotów walutowych

Pomimo że rynki walutowe są zwykle klasyfikowane jako zdecentralizowane lub rozproszone (OTC – *over the counter* lub też pozagiełdowe), dużą rolę odgrywa wysoki stopień koncentracji instytucjonalnej obrotów walutowych, związany ze swego rodzaju ich regionalizacją, gdyż:

² Czynnikiem sprzyjającym obrotom w USD są więzi handlowe, np. w 2009 r. obroty handlowe między USA a Ameryką Łacińską wyniosły 8,3% (import i eksport łącznie 217,5 mld \$). Więcej w: [Hornbeck 2011, s. 3 i 9-10].

- do Wielkiej Brytanii, USA i Japonii należy połowa obrotów,
- 9 banków generuje 75% obrotu w Wielkiej Brytanii (37% udziału kraju w dziennych obrotach);
- 7 banków generuje 75% obrotu w USA (18% udziału kraju w dziennych obrotach);
- 2 banki generują 75% obrotu w Szwajcarii (5% udziału kraju w dziennych obrotach);
- 8 banków generuje 75% obrotu w Japonii (6% udziału kraju w dziennych obrotach);
- Hongkong 5%, Australia 4%, pozostałe kraje 20%;
- 8 banków w Polsce generuje 75% obrotu³.

Waluty krajów Europy Środkowej, a także Indii, Meksyku, Singapuru, RPA stanowią istotną pozycję w operacjach banków skoncentrowanych w tzw. londyńskim city. 90% obrotów walut Brazylii, Meksyku, Polski, Turcji i Węgier jest dokonywanych poza krajem [*International banking...* 2010, s. 55]⁴.

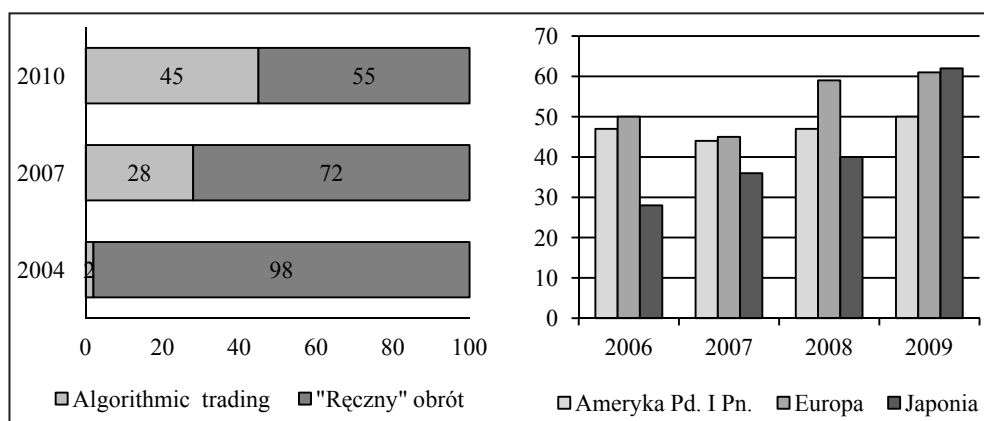
Dodatkowym czynnikiem sprzyjającym koncentracji instytucjonalnej jest wprowadzanie tzw. *Alternative Trading System* (ATS). Pierwsze z nich pojawiły się pod koniec ostatniej dekady XX wieku jako skomputeryzowane systemy, które konkurują z tradycyjnymi dealerami i giełdami. Wśród najbardziej znanych ATS-ów można wskazać *Electronic Communication Network* (ECN) i *Electronic Crossing Systems* (ECS). Są to specjalne systemy, które bez udziału maklera kojarzą zlecenia strony popytu i podaży walutowej. Dokonuje się to poprzez tworzenie oprogramowania, które zawiera dostęp do co najmniej kilku tysięcy walorów (i zbudowanych na nich instrumentów, np. opcji, kontraktów terminowych itd.), notowanych w głównych walutach światowych przez największych uczestników rynku FOREX. Umożliwia im to nawiązywanie współpracy z wieloma mniejszymi bankami, przyjmującymi od nich różne zlecenia. Pomimo ogromnej roli tzw. rynku międzybankowego dla FOREX-u, rozumianego jako dość ujednoczone środowisko obrotu walutowego, jego główni uczestnicy dokonują przejęcia zleceń poprzez podporządkowanie ich swoim platformom ECN, np.: Matchbook FX, Currenex, Bloomberg Tradebook, Hotspot FX, FXall & BAXTER Financial Services Ltd.⁵ Skoncentrowanie oferty wielu ryn-

³ Obroty na rynku FOREX to 12-krotność dziennych światowych obrotów na rynkach akcji, 50-krotność dziennych światowych obrotów giełdy w Nowym Jorku, 10-krotność światowego PKB w skali roku [Report on... 2010 s. 6].

⁴ Głównymi uczestnikami rynków są: Citadel Investment Group, Citigroup, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Susquehanna Investment Group, Algorithmic Trading Trends and Drivers, Tellefsen Consulting Group (January 2005).

⁵ Więcej: <https://autobahn.db.com/>. Jest to strona Deutsche Bank, na której została przedstawiona platforma dla inwestorów instytucjonalnych, wspomagająca brokerów. Jest ona elementem tzw. ECN (*Electronic Communication Network*), czyli specjalnego systemu pozagiełdowego obrotu elektronicznego o charakterze instytucjonalnym. Pierwszym historycznie tzw. ECN-em był Instinet powstały w 1969 r. Tak zwanych brokerów ECN należy odróżniać od animatorów rynku nazywanych marketmakers. Zlecenia w ramach ECN trafiają na rynek między banki inwestycyjne, a transakcja jest zestawiana

ków w ramach własnych platform obrotu sprawia, że dla każdego mniejszego banku lub inwestora waluty skojarzone z PLN są na równi dostępne z innymi. Powoduje to zrównanie możliwości wyboru z każdym innym walorem i nieustające przenoszenie kapitału, systematycznie zwiększające obroty. Następstwem jest sprawne kojarzenie strony podaży i popytu. Inwestorzy, widząc większe obroty i porównując płynność na przykład na PLN i CZK, chętniej angażują kapitał w te walory. Sprzyja to wciąż samonapędzającemu się zjawisku przyciągania kolejnych kwot i uczestników rynku do polskiego złotego. Centralizacja tego procesu na poziomie instytucjonalnym przyczynia się do znacznego zwiększenia zyskowności poszczególnych transakcji poprzez zmniejszenie spreadów i czasochłonności, tworząc warunki do dalszego wzrostu obrotów walutowych.



A. Wielkość obrotu generowanego elektronicznie w latach 2006-2009 (w %)

B. Udział *algorithmic trading* i „ręcznie” generowanego obrotu (w %)

Rys. 1. Wzrost wielkości *algorithmic trading*

Źródło: [King 2010, s. 33].

Kolejny czynnik, który odgrywa coraz większą rolę, to tzw. *algorithmic trading*. Jego przeciwieństwem jest „inwestowanie manualne”, polegające na tym, że decyzje są podejmowane przez osobę fizyczną, która zebrala informacje i przeprowadziła obliczenia wspomagające proces decyzyjny różnymi wskaźnikami. Metoda ta polega na automatyzacji zbierania danych, następnie ich przetwarzaniu aż do wejścia i wyjścia z rynku. W tym celu programiści na zlecenie banków bądź pozostałych inwestorów opracowują tzw. roboty (automaty) transakcyjne, czyli oprogramowanie

między uczestnikami rynku. Natomiast animatorzy rynku mogą sami zawrzeć transakcję, składając zlecenie odwrotne i symulując w ten sposób zmiany rynkowe. Więcej w: [McAndrews, Stefanadis 2000].

zdolne do inwestycji całodobowo na rynku walutowym i bez udziału człowieka (ewentualnie z jego ograniczonym udziałem). Jak pokazuje rysunek 1, w ramach EBS w okresie 2004-2010 znacznie wzrosły obroty generowane za pomocą *algorithmic trading* w stosunku do transakcji dokonywanych bezpośrednio przez osobę fizyczną, osiągając poziom 45% w 2010 r. Systemy takie bardzo często są wyposażone w możliwość automatycznego rozpoznania i porównania warunków inwestycyjnych różnych walut i wybierania tych, które zapewniają wyższe zyski. Oprogramowanie decyzyjne może całodobowo dokonywać transakcji w takich warunkach, szybko przenosząc kapitał na kolejne waluty. W ten sposób z osiąganych coraz większych zysków powstają coraz większe środki, ponownie inwestowane, np. w PLN, co umożliwia zwiększanie obrotów.

4.3. Transakcje *carry trade* i awersja do ryzyka, kredyty w zagranicznych walutach

Kolejnym czynnikiem zwiększającym obroty jest tzw. strategia *carry trade*, powszechnie stosowana w celach spekulacyjnych. Jej wpływ objawił się przede wszystkim w okresie silnych trendów umacniania walut krajów takich jak Polska. Można tu podać przykłady transakcji sprzedaży USD w celu zakupu jena, sprzedaży EUR i zakupu PLN jako waluty zaliczanej do tzw. *emerging markets* [King 2010, s. 31]. Strategia ta przyczyniła się do uzyskania i utrzymywania dużych obrotów na rynku danej waluty i zmian kursowych niezależnie od sytuacji gospodarczej danego kraju. Dodatkowo też mechanizm ten jest często stosowany w następstwie zmian sytuacji gospodarki państwa-emitenta danej waluty międzynarodowej, jak USD, EUR, GBP i CHF, w jednych okresach w celu osiągnięcia zysków, a w innych z powodu awersji do ryzyka. Raporty BIS podkreślają, że w podwyższaniu obrotów walutowych *carry trade* miał decydujące znaczenie w latach 2008 i 2009, natomiast w roku 2010 nie było to tak bardzo istotne [King 2010, s. 31].

Wydaje się, że zwiększenie udziału PLN w strukturze obrotów walutowych zostało silnie związane z sytuacją krajów głównych walut międzynarodowych. Szczególnie objawiło się to z powodu kryzysu, kiedy problemy dotyczące dolara szybko przeniosły się na inne rynki. Miało to miejsce przede wszystkim na rynku swapów, gdy pojawił się problem z niedoborem USD między wrześniem a październikiem 2007 r. Przyczyniło się to do wzrostu wycen swapów dolarowych ponad swapy w euro, a zagraniczni uczestnicy rynku polskiego i węgierskiego przeszli ze swapowania krajowych walut wobec USD na rzecz EUR, zwiększając obroty naszą walutą. Część inwestorów, ale i kredytobiorców, np. w Polsce, zamiast EUR wybrało CHF, co też wywołało okresowy niedobór tej waluty, sprzyjając jej umocnieniu [80th Annual Report... 2010, s. 57-58].

W warunkach krajowych objawem zapotrzebowania na tani kredyt mieszkaniowy stało się znaczne zadłużenie w CHF (tabela 3) jako walucie nisko oprocentowanej.

Tabela 3. Kredyty gospodarstw domowych w walutach obcych w PLN (wrzesień 2010 r.)

Całkowita wielkość	172 105 557 593
Kredyty hipoteczne	159 679 934 007
CHF	141 351 949 875
EUR	16 242 863 378
inne waluty	2 085 120 754
Zadłużenie z innych tytułów	12 425 623 586

Źródło: [Komisja Nadzoru Finansowego 2011].

Tabela 4. Zadłużenie zagraniczne Polski z IV kw. 1999-2009 i III kw. 2010 r. w mln USD

Sektory	1999	2001	2003	2005	2007	2009	III 2010
Narodowy Bank Polski	1 844	428	199	199	8 279	5 375	8 656
Sektor rządowy i samorządowy	32 120	29 254	45 068	45 068	79 180	87 754	113 322
Sektor bankowy	6 559	6 733	11 285	11 285	40 161	61 837	64 810
Sektor pozarządowy i pozabankowy	24 920	35 555	50 722	50 722	106 432	126 128	126 458
ZADŁUŻENIE OGÓLEM	65 443	71 970	107 274	107 274	234 052	281 094	313 246

Źródło: [Zadłużenie zagraniczne Polski, 2011].

Frank szwajcarski jest ciągle regularnie zamieniany na PLN przy spłatach kredytu, co stanowi kolejny czynnik podnoszący obroty. Dokonują tego osoby fizyczne, które zwykle nie mają intencji spekulacyjnych i zamiaru korzystania z nadmiernej zmienności kursowej, ale stały się one podmiotami stosującymi strategię *carry trade*.

4.4. Problem zadłużenia

W warunkach gospodarki otwartej narastające potrzeby finansowe Polski zwiększają konieczność poszukiwania zagranicznych źródeł finansowania. Proces ten skutkuje postępującym umiędzynarodowieniem polskiego zadłużenia poprzez włączenie PLN w różnego rodzaju przepływy finansowe, które wymagają dokonywania operacji zwiększających obroty walutowe z udziałem polskiego złotego. Można wśród nich wymienić te, które są prowadzone przez sektor publiczny naszego kraju oraz przez krajowy i zagraniczny sektor prywatny. Tabela 4 pokazuje rosnące zadłużenie zagraniczne Polski. Realizacja zobowiązań wymaga zakupu walut obcych za PLN. Pozostała ich część, wyemitowana w polskim złotym, jest kupowana przez podmioty zagraniczne po dokonaniu konwersji zwiększających obroty i nasilających okresowe umocnienia. Dodatkowo też większe oferty prywatyzacyjne i emisje akcji przyciągają podmioty zagraniczne, które zamieniają jedną walutę na inną. Jednak część zadłużenia nie wymaga udziału w konwersjach naszej waluty, gdyż (stan na

2011 r. wedle Ministerstwa Finansów) wyemitowano obligacje w głównych walutach międzynarodowych: 15,41 mld EUR, 8,978 mld USD, 236,4 mld JPY, 5,2 mld CHF [*Emisje obligacji zagranicznych 2011*].

5. Podsumowanie

Coraz większa otwartość gospodarcza Polski okazuje się bardzo często efektem integracji poddającej nasz kraj wpływom z innych państw poprzez bardzo zróżnicowane mechanizmy przyczynowo-skutkowe, sprzyjające wzrostowi obrotów walutowych. Są one często wynikiem chęci osiągnięcia zysków przed podmioty, które w małym stopniu interesują się sytuacją polskiej gospodarki. Niestety, nie liczą się one ze skutkami nadmiernego umiędzynarodowienia naszej waluty. Polska, jako kraj zagrożony przyciąganiem i wzmacnianiem efektu zarażania oraz tzw. efektów stadnych (PLN dla wielu inwestorów jest ciągle walutą koszykową), może doświadczać długotrwałych naruszeń równowagi bilansu płatniczego. Większe obroty walutowe coraz bardziej wpływają na sytuację finansów publicznych, utrudniając prowadzenie polityki gospodarczej, np. w obliczu limitów zadłużenia, określonych traktatem z Maastricht. Warto też zauważyć, że ostatni kryzys wykazał wiele słabości strukturalnych i instytucjonalnych w najbardziej rozwiniętych krajach, na które bardzo często wzorują się nowi członkowie UE.

Jednocześnie wyższe obroty w większym stopniu umożliwiają finansowanie różnych potrzeb Polski, dając ku temu sposobność podmiotom z sektora publicznego i prywatnego. Trzeba jednak mieć na uwadze, że zbyt wysokie obroty stały się częścią procesu prowadzącego do ostatniego kryzysu, a potem do wychodzenia z niego. Większe umiędzynarodowienie waluty krajowej stwarza wiele szans, jednak możliwości ich wykorzystania zależą od różnych czynników o charakterze gospodarczym, politycznym i społecznym, a często nawet od osobowości najbogatszych obywateli danego kraju.

W sytuacji oddziaływań wynikających z rosnących obrotów otwarte pozostaje pytanie, jak polski sektor publiczny i prywatny będzie mógł się przygotować na skutki umiędzynarodowienia polskiej waluty, gdy wejście do strefy euro przestało być oczywiste. W jakim stopniu będzie możliwa korekta zachowań banków, podmiotów gospodarczych, a nawet osób fizycznych, które często podejmują nadmierne ryzyko i wydają się nie wyciągać wniosków z niedawnych doświadczeń związanych z wysoką zmiennością kursową.

Literatura

80th Annual Report 1 April 2009 – 31 March 2010, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland, 28 June 2010.

Algorithmic Trading Trends and Drivers, Tellefsen Consulting Group, January 2005.

McAndrews J., Stefanadis Ch., *The Emergence of Electronic Communications Networks in the U.S. Equity Market*, „Current Issues in Economics and Finance” 2000, Vol. 6, No. 12.

- International banking and financial market developments*, Bank for International Settlements, BIS Quarterly Review, December 2010.
- Galati G., Heath A., *What drives the growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey*, BIS Quarterly Review, December 2007.
- Hornbeck J.F., *U.S.-Latin America Trade: Recent Trends and Policy Issues*, February 8, CRS Report for Congress 2011.
- King M.R., *The \$4 trillion question: what explains FX growth since the 2007 survey?*, BIS Quarterly Review, December 2010.
- Report on global foreign exchange market activity in 2010, Monetary and Economic Department, Triennial Central Bank Survey, December 2010.

Źródła internetowe

- Emisje obligacji zagranicznych Skarbu Państwa*, Finanse Publiczne /Dług publiczny/, <http://www.mf.gov.pl/dokument.php?const=5&dzial=700&id=67792>.
- Komisja Nadzoru Finansowego, 2011, http://www.knf.gov.pl/opracowania/sektor_bankowy/dane_o_rynku/Dane_kwartalne.html.
- McFadde J., *Morgan Stanley Reports First Quarter 2010*, <http://www.morganstanley.com/about/ir/shareholder/1q2010.html>.
- Zadłużenie zagraniczne Polski*, Narodowy Bank Polski, 2011, <http://www.nbp.pl/Home.aspx?f=statystyka/zadluz.html>.
- Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity, <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/obroty.html>.

THE CHANGES OF POLISH ZLOTY TURNOVERS SHARE ON CURRENCY MARKETS

Summary: This article shows the increase of turnovers share on currency markets, which is especially visible in comparison to other countries. It is very important for Polish public and private sector and their ability to manage with the internalization of Polish zloty. These both parts of Polish economy should also take into account the increase of economic openness level. It should be mentioned that the actual position of Polish economy allows to reach many benefits, but attracting new problems is also a new big challenge, which will force very expensive adjustments.

Keywords: currency markets, currency turnovers, FOREX.