

MARZENA MATKOWSKA

Uniwersytet Szczeciński

ROZWÓJ WALUTOWEGO RYNKU ZŁOTEGO W LATACH 2008–2011

Streszczenie

Rynek walutowych w Polsce jest najbardziej rozwiniętym rynkiem w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Nawet trwający na świecie kryzys finansowy nie zmniejszył dynamiki rozwoju tego segmentu rynku. W artykule przedstawiono wnioski wynikające z analizy funkcjonowania polskiego rynku walutowego w latach 2008–2011. W pierwszej części zidentyfikowano tendencje i zmiany na rynku kasowym, w drugiej – na rynku instrumentów pochodnych.

Słowa kluczowe: rynek finansowy, polski rynek walutowy, rynek transakcji kasowych, walutowe instrumenty pochodne

Wprowadzenie

Polski rynek walutowy to jeden z większych, a w efekcie najbardziej płynny rynek transakcji walutowych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Fakt ten determinuje jego funkcjonowanie, określoną strukturę podmiotową, transakcyjną i walutową. Celem artykułu jest identyfikacja najważniejszych tendencji polskiego rynku walutowego w latach 2008–2011. Punktem wyjścia do tej analizy jest 2008 rok, w którym rozpoczął się kryzys finansowy w gospodarce światowej. W pierwszej części artykułu scharakteryzowano rynek transakcji kasowych, przede wszystkim jego strukturę podmiotową i transakcyjną. W drugiej części

przedstawiono tendencje rozwoju rynku instrumentów pochodnych w Polsce. W podsumowaniu przedstawiono wnioski z przeprowadzonej analizy.

1. Kasowy rynek walutowy (transakcje spot)

Kasowy rynek złotego jest największym rynkiem walut Europy Środkowo-Wschodniej. Na jego globalne obroty składają się transakcje walutowe rynku krajowego oraz rynku offshore (rynek londyński i pozostałe rynki zagraniczne)¹. Udział tego ostatniego był zdecydowanie większy niż krajowego (zob. tab. 1). W ostatnich czterech latach wykazywał on stałą tendencję wzrostową. W roku 2008 na rynek offshore przypadało około 70% ogółu transakcji walutowych, w 2011 roku – ponad 80%². Głównym miejscem zawierania kasowych transakcji złotego był Londyn. Średnio 75% transakcji na rynku offshore złotego zawierano między działającymi tam bankami³.

Tabela 1. Średnie dzienne obroty na kasowym rynku złotego w latach 2007–2011 (mld USD)

Wyszczególnienie	X 2007	X 2008	X 2009	X 2010	X 2011
Globalne obroty	5,10	6,90	6,21	8,37	9,63
Rynek londyński	3,30	4,32	3,91	5,20	6,03
Rynek krajowy	1,50	1,80	1,27	1,61	1,64

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów NBP: *Rozwój systemu finansowego w Polsce* (za odpowiednie lata), www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/rozwoj.html (luty 2003); danych Banku Anglii: Foreign Exchange Joint Standing Commitment: *Semi-annual Foreign Exchange Turnover Survey*, www.bankofengland.co (luty 2013).

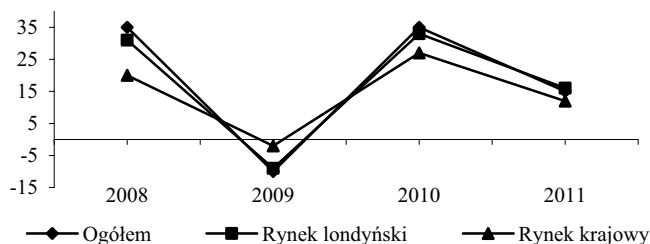
Średnie dzienne obroty netto na globalnym rynku transakcji spot w 2011 roku wynosiły prawie 10 mld USD i były wyraźnie wyższe niż rok wcześniej. Zaburzenia na światowym rynku finansowym w początkowej fazie kryzysu finansowego nie wpłynęły znacząco na spadek obrotów na globalnym rynku złotego. Ujemna dynamika obrotów na kasowym rynku złotego występowała tylko w 2009

¹ W artykule przedstawiono analizę rynku krajowego i londyńskiego, ze względu na brak danych z pozostałych rynków zagranicznych.

² Raporty NBP: *Rozwój systemu finansowego w Polsce* (za lata 2008–2011), www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/rozwoj.html (luty 2013).

³ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 roku...*, s. 324–325 (marzec 2013).

roku (zob. rys. 1). Kryzys finansowy wywołał awersję do ryzyka oraz spadek zainteresowania zagranicznych podmiotów inwestycjami na rynku kapitałowym rynków wschodzących. W latach 2010–2011 zanotowano ponowny wzrost płynności na rynku kasowym złotego, przy czym wyższą dynamiką charakteryzował się rynek londyński.



Rysunek 1. Dynamika obrotów kasowego rynku walutowego w latach 2008–2011

Źródło: jak pod tabelą 1.

Najważniejszym segmentem kasowego rynku złotego (zarówno w kraju, jak i w Londynie) w analizowanym okresie był rynek międzybankowy (tab. 2). Głównymi podmiotami tego segmentu były zagraniczne banki oraz fundusze hedgingowe. Na rynku londyńskim udział instytucji finansowych w latach 2008–2011 wynosił średnio aż 97%, przy czym udział samych banków kształtował się na poziomie 84%⁴. Banki londyńskie dysponują dużym kapitałem na pokrycie ryzyka rynkowego oraz specjalistami od metod ilościowych i technik informatycznych. Pozwala to im na bardzo aktywne działania na rynku złotego w celu realizowania operacji spekulacyjnych. Wymienionym czynnikami należy również tłumaczyć zdecydowanie większą wartość transakcji z udziałem złotego na rynku londyńskim oraz wyższą ich dynamikę.

Na krajowym rynku złotego udział instytucji finansowych był niższy i kształtował się w analizowanym okresie na poziomie 70–75%⁵. Najważniejszymi uczestnikami krajowego rynku międzybankowego były banki zagraniczne. Operacje z udziałem nierezydentów stanowiły średnio 85–90% wartości kaso-

⁴ Obliczenia własne na podstawie *Semi-annual Foreign Exchange Turnover Survey* (za poszczególne lata), Bank of England, www.bankofengland.co (luty 2013).

⁵ *Rozwój systemu finansowego w Polsce...*, za lata 2008–2011 (luty 2013).

wych transakcji złotego w latach 2008–2011⁶. Na przełomie lat 2008/2009 zanotowano spadek aktywności banków zagranicznych na polskim rynku. Było to skutkiem niestabilnej sytuacji na światowych rynkach finansowych i problemów z płynnością wielu międzynarodowych banków, które do tej pory były aktywnymi uczestnikami rynków. W kolejnych okresach (od III kwartału 2009 r.) wyraźnie wzrosła aktywność banków zagranicznych na krajowym rynku kasowym⁷. Duży udział transakcji z nierezydentami był również efektem operacji dokonywanych przez krajowe banki z podmiotami zagranicznymi działającymi w ramach tej samej grupy kapitałowej, a których celem było zabezpieczenie się przed ryzykiem walutowym.

Tabela 2. Struktura podmiotowa na londyńskim rynku złotego w latach 2008–2011 (mln USD)

Wyszczególnienie	2008		2009		2010		2011	
	mln USD	%	mln USD	%	mln USD	%	mln USD	%
Institucje finansowe w tym	4180	96,0	3720	97	4908	97,8	5898	97,6
– bank raportujące	1850	44,3	1657	44,5	2725	55,5	3049	51,7
– pozostałe banki	1631	39,4	1614	43,4	1709	35,0	1820	31,0
– pozostałe instytucje finansowe	599	14,3	449	12,1	474	9,5	1029	17,3
Podmioty niefinansowe	157	4,0	127	3,0	110	2,2	147	2,4

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Banku Anglii: Foreign Exchange Joint Standing Commitment: *Semi-annual Foreign Exchange Turnover Survey*, www.bankofengland.co (luty 2013).

Segment transakcji z klientem absorbował zaledwie 3% wszystkich kasowych transakcji złotego na rynku londyńskim (tab. 2). W Polsce udział transakcji z klientem był wyższy, ponieważ kształtował się w przedziale 10–15%⁸. Struktura podmiotowa krajowego rynku złotego w większym stopniu była zbliżona do struktury światowego rynku walutowego. Według raportu Banku Rozrachunków Międzynarodowych na rynek klientowski w 2010 roku przypadało 13% obrotów

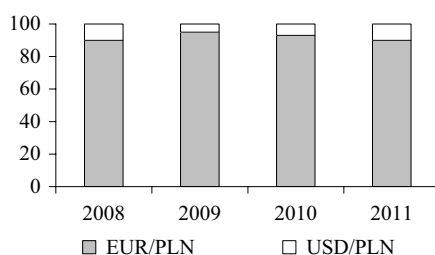
⁶ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011...*, s. 326 (luty 2013).

⁷ *Ibidem*, s. 329.

⁸ *Obroty na rynku walutowym i rynku pozagieldowych instrumentów pochodnych w Polsce*, Raport NBP, www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/obroty.htmlty.html; *Rozwój systemu...*, za lata 2008–2011 (styczeń 2013).

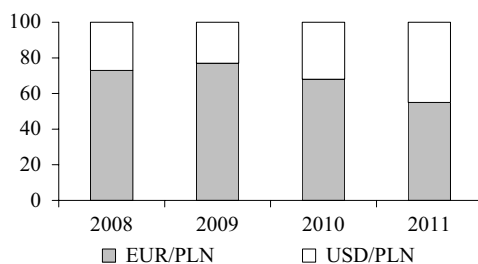
ogółem⁹. Jednak w ostatnich dwóch latach wzrosła wartość transakcji z klientem zarówno na rynku londyńskim, jak i krajowym.

Najważniejszą parą walutową na globalnym kasowym rynku złotego w latach 2008–2011 była para EUR/PLN. Na krajowym rynku międzybankowym operacje te stanowiły średnio 90% obrotów, drugie miejsce przypadło transakcjom USD/PLN (rys. 2). Inne pary walutowe miały śladowy udział w rynku kasowym. Na rynku klientowski udział wymiany EUR/PLN wynosił średnio 60%¹⁰. Drugą, najważniejszą parą walutową w tym segmencie była również para USD/PLN, na którą przypadało średnio 29% obrotów. Przewaga transakcji EUR/PLN wynikała ze struktury walutowej płatności w handlu zagranicznym.



Rysunek 2. Struktura walutowa krajowego rynku międzybankowego w latach 2008–2011 (%)

Źródło: *Rozwój systemu finansowego w Polsce...*



Rysunek 3. Struktura walutowa kasowych transakcji złotego na londyńskim rynku walutowym (%)

Źródło: obliczenia własne na podstawie: *Semi-annual Foreign Exchange...*

⁹ *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity*, Raport BIS, www.bis.org/publ/rpfx10.htm (styczeń 2013).

¹⁰ *Rozwój systemu finansowego w Polsce...*

Na rynku londyńskim dominowały także transakcje wymiany EUR/PLN (rys. 3). Zarówno na całym rynku, jak i na rynku międzybankowym udział tej pary walutowej wynosił średnio 68%. W ostatnich dwóch latach nastąpił jednak znaczny wzrost znaczenia pary USD/PLN. Jej udział w wartości transakcji kasowych ukształtował się na poziomie 46% i był prawie o 23 pkt proc. wyższy niż w 2009 roku. Według analityków NBP mogło to wynikać ze wzmożonej aktywności instytucji finansowych spoza UE, finansujących się w USD¹¹.

2. Rynek pochodnych instrumentów walutowych złotego

Do walutowych transakcji pochodnych (derywatów) zaliczane są kontrakty terminowe (*outright forwards*), swapy walutowe (*fx swap*), dwuwalutowe transakcje wymiany płatności odsetkowych (*swap walutowo-procentowe* – CIRS) oraz opcje walutowe¹². Wartość transakcji CIRS była bardzo niewielka w ostatnich latach, dlatego te transakcje pominięto w artykule. Instrumenty pochodne mogą znajdować się na giełdzie i rynku OTC (pozagiełdowym). W Polsce rynek walutowych derywatów giełdowych to marginalna część rynku walutowego, dlatego w analizie skupiono się głównie na rynku pozagiełdowym.

Rynek walutowych instrumentów pochodnych złotego, podobnie jak rynek kasowy, jest najlepiej rozwiniętym rynkiem tych instrumentów w Europie Środkowo-Wschodniej¹³. Obroty na krajowym rynku derywatów nominowanych w złotych były w latach 2010–2011 średnio ponad dwukrotnie wyższe niż obroty forintem czy koroną czeską¹⁴. Średnie dzienne obroty na globalnym rynku derywatów nominowanych w złotych kształtowały się w granicach 10–12 mld USD.

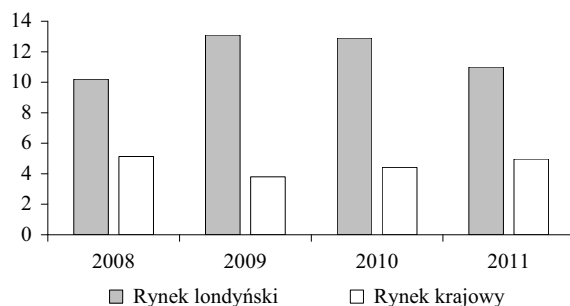
Podobnie jak na rynku kasowym transakcje pochodne na rynku londyńskim były zawierane przede wszystkim między nierezydentami. Obroty na w poszczególnych latach badanego okresu były 2–3-krotnie wyższe niż wartość obrotów na rynku krajowym (rys. 4).

¹¹ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 roku...*, s. 330 (luty 2013).

¹² *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange...*, www.bis.org/publ/rpfx10.htm (styczeń 2013).

¹³ Szerzej na ten temat zob. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 roku...*, s. 256 i 348, www.nbp.pl (marzec 2013).

¹⁴ *Ibidem*.



Rysunek 4. Obroty na rynku instrumentów pochodnych złotego na rynku londyńskim i krajowym w latach 2008–2011 (mld USD)

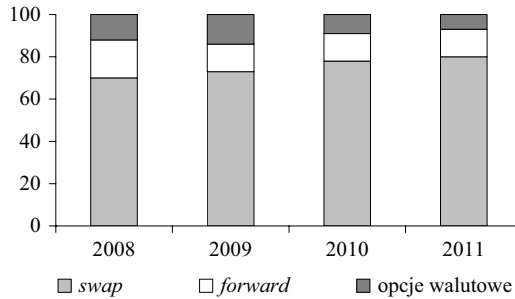
Źródło: obliczenia własne na podstawie *Rozwój systemu finansowego w Polsce...*, za odpowiednie lata; *Semi-annual Foreign Exchange...*, za odpowiednie lata (luty 2013).

Największym segmentem (biorąc pod uwagę wartość transakcji) globalnego rynku pochodnych na kurs złotego był rynek transakcji swapów walutowych (rys. 5). Udział tych transakcji w rynku rósł przede wszystkim kosztem obrotów na rynku opcji walutowych. Duża płynność rynku *fx swap* w stosunku do innych derywatów wynika z dużego zaangażowania nierezydentów na rynku obligacji skarbowych nominowanych w złotych. Nierezydenci pozyskiwali kapitał potrzebny do zakupu tych papierów wartościowych w drodze zawierania krótkoterminowych transakcji *fx swap*. Udział tych transakcji na polskim rynku instrumentów pochodnych w analizowanym okresie wzrósł aż o 10 pkt proc. Świadczy to o rosnącym zainteresowaniu nierezydentów inwestycjami na polskim rynku kapitałowym, w szczególności w obligacje Skarbu Państwa.

Stabilny udział w rynku instrumentów pochodnych miały transakcje terminowe typu *forward*. W latach 2009–2011 ich udział w rynku globalnym wynosił około 13%.

Najmniej płynnym rynkiem były transakcje opcyjne, zwłaszcza na rynku krajowym. Od trzech lat w tym segmencie notowany był spadek obrotów (z 12% w 2009 r. do 7% w 2011 r.). Po negatywnych doświadczeniach z opcjami walutowymi w latach 2008–2009 polskie przedsiębiorstwa nadal nieufnie podchodzą do tego instrumentu¹⁵.

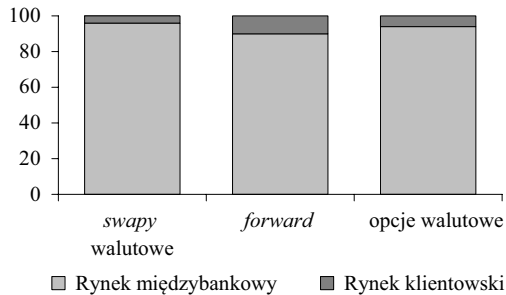
¹⁵ *Sytuacja na polskim rynku finansowym w 2011 roku...*, s. 348–349 (luty 2013).



Rysunek 5. Struktura transakcyjna globalnego rynku instrumentów pochodnych na złotego w latach 2008–2011 (%)

Źródło: jak pod tabelą 1.

Rynek instrumentów pochodnych złotego był zdominowany przez instytucje finansowe, przede wszystkim przez banki zagraniczne (rys. 6). Wyjątkiem był segment transakcji *forward* na rynku krajowym. Tutaj udział krajowych podmiotów niefinansowych kształtował się nawet na poziomie 70–80%¹⁶. Transakcje te są bowiem dla krajowych przedsiębiorstw prostym i relatywnie łatwo dostępnym instrumentem zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym.



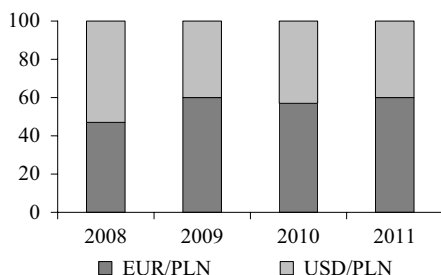
Rysunek 6. Struktura podmiotowa poszczególnych segmentów londyńskiego rynku instrumentów pochodnych na złotego (%)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Banku Anglii: Foreign Exchange Joint Standing Commitment: *Semi-annual Foreign Exchange Turnover Survey*, www.bankofengland.co (luty 2013).

¹⁶ *Obroty na rynku walutowym...*, s. 5; *Sytuacja na polskim rynku finansowym...* (luty 2013).

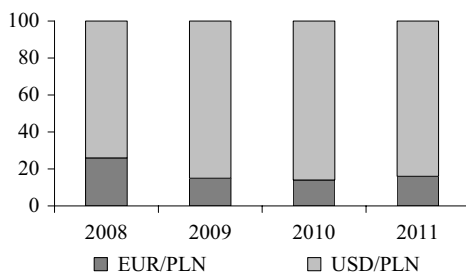
Struktura walutowa poszczególnych derywatów charakteryzowała się w analizowanym okresie większym zróżnicowaniem niż transakcje spot. Wprawdzie dominującymi parami walutowymi były również EUR/PLN oraz USD/PLN, ale w poszczególnych transakcjach pochodnych ich udział był różny.

Na rynku transakcji *forward* (zarówno krajowym, jak i londyńskim) dominowała para EUR/PLN, ale przewaga nad notowaniem USD/PLN nie była duża. W roku 2011 średni udział pierwszej pary walutowej na globalnym rynku złotego wynosił około 60%. Wynika to ze wspomnianego powiązania tych transakcji walutowych z realną sferą polskiego handlu zagranicznego i struktura płatności wobec zagranicy.



Rysunek 7. Struktura walutowa transakcji *forward* na londyńskim rynku złotego

Źródło: jak pod rysunkiem 6.

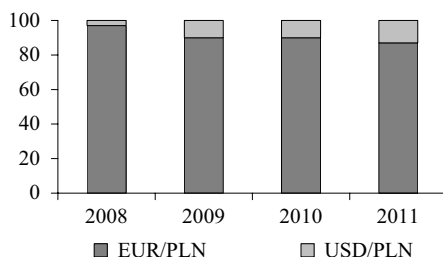


Rysunek 8. Struktura walutowa *swapów* walutowych na londyńskim rynku złotego

Źródło: jak pod rysunkiem 6.

Na rynku *fx swap* główną parą walutową była para USD/PLN (zob. rys. 8). Jej udział wynosił średnio 85% transakcji rynku londyńskiego i 75% rynku krajowego.

wego¹⁷. Wynikało to z panującego zwyczaju wykorzystywania dolara amerykańskiego w międzynarodowych transakcjach typu *swap* walutowy. Międzynarodowe banki inwestycyjne pożyczają niskooprocentowane waluty, wymieniają je na dolary amerykańskie, za które pozyskują lokalne waluty i następnie inwestują je w opłacalne instrumenty finansowe (obligacje skarbowe w Polsce).



Rysunek 9. Struktura walutowa opcji walutowych na londyńskim rynku złotego

Źródło: jak pod rysunkiem 6.

Na globalnym runku opcji walutowych dominującą pozycję miała para walutowa EUR/PLN. W ostatnim okresie zanotowano niewielki spadek udziału tych transakcji na korzyść transakcji USD/PLN. Najprawdopodobniej wynikało to ze spadku zaangażowania polskich firm w opcje i większego w tym segmencie udziału banków międzynarodowych.

Podsumowanie

Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że:

1. Rynek walutowy złotego szybko się rozwija i jest płynny. Mimo kryzysu na światowym rynku finansowym, wartość transakcji z udziałem złotego nie wykazywała jednak dużych spadków ani wahań.

2. Charakterystyczną cechą rynku złotego był bardzo duży udział zagranicznych instytucji finansowych, zwłaszcza na rynku międzybankowym. Duży udział tego ostatniego segmentu, zarówno na rynku londyńskim, jak i krajowym, spowodował, że funkcja spekulacyjna rynku walutowego zdominowała funkcję

¹⁷ *Sytuacja na polskim rynku finansowym...*, za odpowiednie lata (luty 2013).

transakcji rzeczywistych wynikających z wymiany zagranicznej. Cecha ta była jednak typowa dla globalnego rynku walutowego.

3. Przewaga pary walutowej EUR/PLN w większości transakcji polskiego rynku walutowego wynikała ze ścisłego powiązania gospodarki Polski z gospodarką Unii Europejskiej, w tym w szczególności krajów strefy euro.

4. Polski rynek walutowy jest coraz dojrzały i ściślej powiązany z międzynarodowym rynkiem walutowym.

Literatura

Obroty na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce, Raport NBP, www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/obroty.htmlty.html.

Rozwój systemu finansowego w Polsce (za lata 2008, 2009, 2010, 2011), Raport NBP, www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/rozwoj.html.

Semi-annual Foreign Exchange Turnover Survey, Raport Banku Anglii, www.bankofengland.co.

Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity, Raport BIS, www.bis.org/publ/rpfx10.htm.

DEVELOPMENT OF ZLOTY CURRENCY MARKET IN THE YEARS 2008–2011

Summary

The currency market in Poland is the most development market in Central and Eastern Europe. The aim of this article is to analyze the main trends in the zloty currency market. The first part of the article presents an analysis of the functioning of the spot currency market. The second part of this paper describes over-the-counter (OTC) derivatives market: outright forwards, foreign exchange swaps and currency options. The last part of the article presents the main conclusions of the analysis.

Keywords: financial market, polish currency market, spot currency market, OTC currency derivatives market