

**Sławomir Franek**

Uniwersytet Szczeciński

## **STRUKTURA RYNKU WALUTOWEGO – TENDENCJE ŚWIATOWE A UWARUNKOWANIA POLSKIE**

### **1. Wstęp**

Rynek walutowy uważany jest powszechnie za najbardziej płynny z segmentów rynku finansowego. Obejmuje on transakcje wymiany dewiz, tzn. że jego cechą charakterystyczną w stosunku do innych segmentów rynku finansowego (pieniężnego i kapitałowego) jest to, że transakcje na nim oznaczają wymianę instrumentów o zbliżonym poziomie płynności, ale nominowanych w odmiennych jednostkach walutowych [Pietrzak 1992, s. 8]. Na pozostałych segmentach rynku finansowego transakcje wiążą się z wymianą instrumentów różniących się między sobą płynnością, ale nominowanych w tej samej walucie. Celem niniejszego artykułu jest ukazanie wzajemnych relacji między uczestnikami rynku walutowego (tworzącymi dwie grupy: instytucji finansowych oraz podmiotów niefinansowych) a dostępnymi na tym rynku typami transakcji. Wyodrębnienie podmiotowej i przedmiotowej struktury rynku walutowego pozwala bowiem na określenie zasadniczych motywów determinujących zachowania podmiotów na analizowanym segmencie rynku finansowego.

### **2. Skala obrotów na rynku walutowym – rynek globalny a polski rynek walutowy**

Dla podmiotów niefinansowych (tj. przedsiębiorstw i gospodarstw domowych) instrumenty finansowe są z jednej strony źródłem lokowania przejściowych nadwyżek pieniężnych, z drugiej zaś umożliwiają finansowanie zapotrzebowania na zakupy inwestycyjne lub konsumpcyjne. Związki między podmiotami finansowymi (bankami, funduszami inwestycyjnymi, funduszami emerytalnymi, zakładami ubezpieczeń) a niefinansowymi polegają więc głównie na tym, że instytucje finansowe pełnią funkcję pośredników, z których usług korzystają podmioty niefinanso-

we w poszukiwaniu odpowiadających ich preferencjom instrumentów finansowych [Pietrzak i in. 2004, s. 33].

W przypadku rynku walutowego można więc stwierdzić, że instytucje finansowe umożliwiają podmiotom niefinansowym pozyskiwanie lub lokowanie płynności w danej walucie. Należy przy tym zauważyć, że na rynku walutowym, który jest przykładem rynku OTC (*Over The Counter*), dominującą rolę odgrywają transakcje zawierane pomiędzy samymi instytucjami finansowymi, co wskazuje na fakt, że kwestie pośrednictwa finansowego w tym przypadku mają drugorzędne znaczenie. Świadczy to więc o tym, że rynek walutowy traktowany jest przez inwestorów finansowych głównie jako środowisko zawierania transakcji spekulacyjnych, a transakcje zawierane z podmiotami niefinansowymi stymulują jedynie głównych graczy na tym rynku, jakimi są banki, do aktywnego zarządzania pozycjami walutowymi, na których wielkość mają wpływ transakcje eksportowo-importowe dokonywane przez podmioty niefinansowe [Rozwój... 2008, s. 315-318].

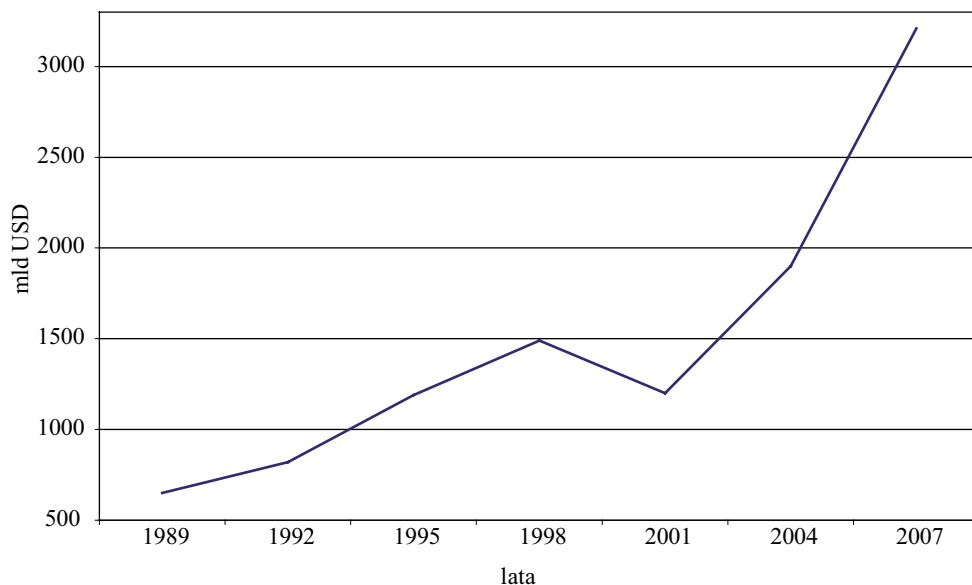
Powiązanie sfery realnej gospodarki opartej na wymianie międzynarodowej dokonywanej przez podmioty gospodarcze z realizowanymi przez nie za pośrednictwem systemu bankowego płatnościami eksportowo-importowymi powoduje wykreowanie na rynku walutowym strumieni płatności, które przez poszczególne grupy uczestników tego segmentu rynku finansowego podlegają procesom zarządzania z punktu widzenia motywów związanych ze spekulacją, zarządzaniem ryzykiem czy zarządzaniem płynnością.

Na rysunku 1 ukazano średnią dzienną wartość transakcji na globalnym rynku walutowym.

Odnosnie do danych zaprezentowanych na rysunku zwraca uwagę to, że w ciągu ostatnich 15 lat wartość obrotów wzrosła prawie czterokrotnie, osiągając poziom ponad 3 bln dolarów w 2007 r. Szczególnie interesujące jest załamanie obrotów widoczne po roku 1998. Jego przyczyną stało się bez wątpienia wprowadzenie waluty euro. Spadek aktywności rynku wiązał się bowiem z zaprzestaniem wymiany walut narodowych przez kraje, które utworzyły unię walutowo-monetarną. Rynek ten skupiony był głównie wokół marki niemieckiej i franka francuskiego, a unia walutowa w naturalny sposób ograniczyła konieczność zawierania transakcji walutowych w strefie euro. Co jednak godne podkreślenia, ten spadek obrotów miał charakter przejściowy i ostatnie lata wskazują, że rynek walutowy wykazuje ponowny dynamiczny wzrost.

Na tym tle wskazać można na stosunkowo niewielkie znaczenie polskiego rynku walutowego, szacowanego na ok. 3 promile obrotów globalnych. Oznacza to, że nasz rynek ma płynność porównywalną z rynkiem południowoafrykańskim, tajwańskim, izraelskim czy hinduskim. Niszowy z punktu widzenia inwestorów globalnych wymiar polskiego rynku walutowego generującego średniodzienne obroty na poziomie 9 mld dolarów oznacza, że jego ograniczona płynność przekładać się musi na większą rozpiętość między kursem sprzedaży a kursem kupna, prowadząc do istnienia wyższych kosztów transakcyjnych. Jednocześnie ta stosunkowo niewielka

skala obrotów ogranicza zainteresowanie lokalnym rynkiem wielu inwestorów globalnych ze względu na stosunkowo niewielkie kwoty, jakie mogłyby być przez nich zaangażowane bez istotnego wpływu na zmiany relacji kursowych. Stąd też nie dziwi przenoszenie obrotów polską walutą na rynek *offshore* [Rozwój... 2008, s. 312].



Rys. 1. Średnia dzienna wartość obrotów światowego rynku walutowego w latach 1989-2007

Źródło opracowanie własne na podstawie [Triennial..., s. 4].

Przemiany, jakim podlega rynek walutowy, szczególnie widoczne są z punktu widzenia zróżnicowania rodzajów transakcji na nim zawieranych. Wyróżnić wśród nich można transakcje natychmiastowe (*spot*), *forward* oraz *swap*. Udział poszczególnych typów transakcji rynku walutowego w obrotach globalnych oraz na rynku polskim ukazano w tab. 1.

Tabela 1. Udział poszczególnych typów transakcji w obrotach rynku walutowego

	Świat	Polska
<i>FX spot</i>	32,62%	27,29%
FX forward	11,75%	5,98%
FX swap	55,63%	66,73%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BIS i NBP.

Zwraca uwagę dominująca zarówno na rynku globalnym, jak i na rynku polskim pozycja swapów walutowych. O ile dane sprzed 15 lat wskazują, że połowa obrotów generowana była przez transakcje zawierane na rynku *spot*, o tyle ostatnie lata zdecydowanie zwiększyły znaczenie transakcji *swap*. Jest to w pełni uzasadnione ze względu na fakt, że istota tych transakcji polega przecież na tymczasowym pozyskiwaniu jednej waluty pod zastaw innej. W ten sposób uzyskuje się finansowanie w danej walucie pozwalające na dokonywanie inwestycji w innych instrumentach finansowych w tej walucie (akcjach, obligacjach), przy jednoczesnym określeniu kursu, po którym można „wyjść” z danego rynku.

### 3. Struktura instytucjonalna rynku walutowego a wykorzystanie transakcji *fx swap*

Analiza obrotów na globalnym rynku walutowym wskazuje, że jest to rynek zdominowany przez transakcje międzybankowe, co ukazano w tab. 2.

Tabela 2. Struktura instytucjonalna światowego rynku walutowego (w %)

Transakcje	1995	1998	2001	2004	2007
Międzybankowe	64	64	59	53	43
Z niemonetarnymi instytucjami finansowymi	20	20	28	33	40
Z podmiotami niefinansowymi	16	18	13	14	17
Z rezydentami	46	46	43	39	38
Z nierezydentami	54	54	57	61	62

Źródło: [Triennial ..., s. 6].

O ile jednak udział transakcji z podmiotami niefinansowymi na tym rynku oscyluje wokół kilkunastu procent, o tyle ostatnie lata przyniosły zauważalną zmianę obrotów wśród podmiotów finansowych. Stopniowo swój udział tracą transakcje zawierane między bankami na rzecz tych zawieranych z innymi podmiotami finansowymi. Za tymi zmianami podążają także zmiany dotyczące pochodzenia podmiotów zawierających transakcje na rynku walutowym. Oznacza to, że rośnie rola transakcji, w których kontrahentami są podmioty pochodzące z różnych krajów. Transakcje zawierane między podmiotami z danego kraju to niecałe 40% obrotów. Świadczy to o rosnącej globalizacji rynku walutowego [Galati, Heath 2007, s. 65].

Podobne relacje są zauważalne na polskim rynku walutowym, co ukazano w tab. 3.

Podkreślenia wymaga fakt, że w przypadku rynku polskiego jego umiędzynarodowienie jest zdecydowanie większe, niż wskazują na to dane globalne. W ok. 80% transakcji uczestniczą bowiem nierezydenci.

Tabela 3. Wielkość i struktura polskiego rynku walutowego w 2007 r.

Transakcje	Średnia dzienna wartość obrotów w mln dolarów			Struktura		
	z rezyden- tami	z nierezyden- tami	ogółem	z rezyden- tami	z nierezyden- tami	ogółem
<b>Spot, w tym</b>	806	1599	2405	100,0%	100,0%	100,0%
z podmiotami finansowymi	309	1586	1895	38,3%	99,2%	78,8%
z podmiotami niefinansowymi	497	13	510	61,7%	0,8%	21,2%
<b>Swap, w tym:</b>	665	5216	5881	100,0%	100,0%	100,0%
z podmiotami finansowymi	584	5207	5791	87,8%	99,8%	98,5%
z podmiotami niefinansowymi	81	9	90	12,2%	0,2%	1,5%
<b>Forward, w tym:</b>	440	87	527	100,0%	100,0%	100,0%
z podmiotami finansowymi	21	86	107	4,8%	98,9%	20,3%
z podmiotami niefinansowymi	419	1	420	95,2%	1,1%	79,7%
Razem:	1911	6902	8813	100,0%	100,0%	100,0%
z podmiotami finansowymi	914	6879	7793	47,8%	99,7%	88,4%
z podmiotami niefinansowymi	997	23	1020	52,2%	0,3%	11,6%

Źródło: [Wyniki badania ... 2007, s. 3].

Ponadto zauważyć należy, że w rzeczywistości koncentracja obrotu polską walutą następuje na rynku *offshore*, głównie londyńskim (rynek *offshore* obejmuje transakcje daną walutą między podmiotami zagranicznymi), którego skala w segmencie zarówno *spot*, jak i *fx swap* przewyższa już obroty na krajowym rynku walutowym [Rozwój... 2008, s. 313] Wzrastająca rola transakcji zawieranych między nierezydentami jest rezultatem zwiększonej aktywności funduszy hedgingowych, które wykorzystując trend aprecjacyjny złotego, zajmowały ważne pozycje w naszej walucie, spekulując na jej dalsze umocnienie. Zlecenia zagranicznych inwestorów instytucjonalnych zmieniały pozycje walutowe banków – animatorów (*market-maker*) rynku złotego, co z kolei powodowało zwiększenie obrotów na rynku międzybankowym w Londynie. Duże zlecenie klientowskie, np. o wartości 50 mln dolarów, istotnie zmienia pozycję dealera walutowego. Chcąc utrzymać swoją wcześniejszą pozycję, która odzwierciedla jego oczekiwania dotyczące zmian kursu, dealer zawiera odpowiednie transakcje na rynku międzybankowym. Najczęściej dokonuje kilku operacji o niższych wartościach – np. z 10 bankami po 5 mln. Następnie każdy z tych banków

próbuje zrównoważyć swoją pozycję i zawiera kolejne transakcje [Sławiński 2006, s. 157]. Takie zachowanie określa się w literaturze jako „przerzucanie gorącego kartofla” (*passing on hot potato*) [Lyons 1997, s. 275-298].

Porównanie danych globalnych z danymi dla Polski wskazuje, że nasz rynek traktowany jest przez inwestorów globalnych jako stosunkowo atrakcyjny (wysokie zwroty na aktywach złotych), co powoduje, że zainteresowanie swapami na polskim rynku walutowym jest względnie duże. Dominującą rolę swapów uzasadnić można co najmniej trzema przyczynami.

Po pierwsze, inwestorzy zagraniczni wykorzystują ten rynek do finansowania zakupu polskich obligacji skarbowych. Stosują strategię polegającą na odnawianiu transakcji T/N *swap*. W wymianie początkowej tych transakcji zakupują złote, a więc *de facto* każdego dnia roboczego odnawiają pożyczkę w naszej walucie. Pozyskane w ten sposób złote służą do finansowania pozycji w obligacjach skarbowych, aż do dnia ich sprzedaży. Taka strategia pozwala ograniczyć ryzyko walutowe inwestycji w papiery wartościowe nominowane w złotych [Rozwój... 2004, s. 156].

Po drugie, transakcje *fx swap* dają także prawo do zrealizowania transakcji terminowej przy określonym kursie. W momencie zawarcia transakcji *fx swap* jej rynkowa wartość jest równa zero, ponieważ w momencie zawierania transakcji różnica między kursem terminowym i kasowym odzwierciedla różnicę oprocentowania dwóch walut. Wystarczy jednak, że nastąpi zmiana relacji stóp procentowych lub kursu kasowego, by rynkowy kurs terminowy na daną przyszłą datę rozliczenia odchylił się od kursu terminowego ustalonego dla danej transakcji *fx swap*. W takiej sytuacji zawarcie transakcji przeciwstawnej na tę samą datę rozliczenia może przynieść zysk, jeżeli kurs terminowy odchylił się w korzystną stronę. Oznacza to, że transakcje na rynku swapów są także wynikiem realizacji strategii spekulacyjnych [Sławiński 2002, s. 50-53].

Po trzecie, obserwacja zachowań inwestorów na rynku walutowym wskazuje, że wielu z nich wykorzystywało także swapy walutowe do realizacji strategii *carry trade*. Strategia ta polega na zaciągnięciu krótkoterminowej pożyczki w walucie o niższym oprocentowaniu – najczęściej w dolarach amerykańskich – a następnie wymianie tej waluty na rynku kasowym na złote i złożeniu depozytu w transakcji *fx swap*. *Carry trade* pozwalał osiągnąć zyski na dysparytecie stóp procentowych (różnicy w oprocentowaniu depozytów złotych i np. depozytów dolarowych), pod warunkiem że kurs złotego nie ulegał deprecjacji eliminującej korzyści z różnicy stóp procentowych. Nie oznacza to jednak, że inwestycje w polskie obligacje były refinansowane w dolarach amerykańskich. Inwestorzy najczęściej pożyczali na rynku międzybankowym nisko oprocentowane waluty, np. jena czy franka szwajcarskiego. Następnie pożyczone środki wymieniali na dolary amerykańskie i dopiero wówczas pozyskiwali złote w operacjach *fx swap*. *Przyjęcie takiej strategii oznaczało, że nawet gdy w roku 2006 oprocentowanie dolara na rynku międzybankowym było wyższe od oprocentowania złotego, rynek swapów USD/PLN nie odczuł spadku zainteresowania inwestorów* [Rozwój... 2008, s. 247]. Kolejne podwyżki stóp pro-

centowych w Polsce i zwiększenie dysparytetu stóp procentowych względem dolara w 2007 r. spowodowały dodatkowy wzrost atrakcyjności strategii *carry trade*.

Płynny rynek swapów walutowych umożliwiał ponadto inwestorom zabezpieczanie się przed ryzykiem związanym z wystawieniem kontraktów FRA, gdyż złożenie dwóch transakcji *fx swap* o różnych terminach zapadalności jest syntetycznym kontraktem terminowym na stopę procentową rynku pieniężnego [Rozwój... 2005, s. 157].

#### 4. Aktywność podmiotów niefinansowych na rynku walutowym

Dominacja instytucji finansowych na rynku walutowym oznacza, że podmioty finansowe odgrywają w skali całości obrotów stosunkowo niewielką rolę. Spekulacyjny charakter rynku walutowego oznacza bowiem, że transakcje importowo-eksportowe mają ograniczony wpływ na płynność rynku, a zdecydowanie ważniejszą funkcję pełnią przepływy kapitałowe.

Analiza danych dla rynku polskiego pozwala jednak wyróżnić dwa segmenty rynku, które mają wpływ na sytuację rynku walutowego. Pierwszym z nich jest rynek transakcji natychmiastowych. Okazuje się, że dla polskich banków zawierających transakcje wymiany walutowej z podmiotami krajowymi przedsiębiorstwa i osoby fizyczne generują obrót porównywalny z tym, jaki istnieje w transakcjach międzybankowych. Ten segment rynku „wchłania” bowiem aktywność podmiotów niefinansowych prowadzących wymianę handlową z zagranicą, dostarczając im dewiz niezbędnych do finansowania transakcji importowych i skupując dewizy z transakcji eksportowych.

Po drugie, zauważalna jest szczególna pozycja transakcji typu *forward* na polskim rynku walutowym. O ile segment transakcji terminowych nie cieszy się w zasadzie zainteresowaniem klientów finansowych banków, o tyle klienci niefinansowi traktują go jako podstawowe źródło zawierania transakcji zabezpieczających. Podkreślenia wymaga bowiem fakt, że segment walutowych transakcji *forward* jest w zasadzie jedynym, który gwarantuje minimalną chociaż płynność dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Rynek zarówno pozagięldowych opcji walutowych, jak i instrumentów giełdowych wykazuje znikomą aktywność. Wśród instrumentów pochodnych rośnie jednak rola opcji walutowych, lecz ten wzrost widoczny jest w zasadzie wyłącznie na rynku *offshore* złotego, wykorzystywanym przez międzynarodowe instytucje finansowe (głównie fundusze hedgingowe). Warto podkreślić także, że część klientów banków (zazwyczaj klienci segmentu *private banking*) wykorzystuje rynek *fx swap* do otwierania syntetycznych pozycji spekulacyjnych na terminowym rynku złotego przez jednoczesne zawarcie transakcji kasowej i *fx swap* [Rozwój... 2008, s. 247].

Dominująca rola podmiotów niefinansowych na krajowym rynku transakcji natychmiastowych widoczna jest zwłaszcza z punktu widzenia struktury walutowej zawieranych transakcji. O ile jeszcze do połowy 2004 r. w strukturze transakcji natych-

miastowych dominowały transakcje USD/PLN, o tyle w kolejnych latach wzrastał udział transakcji EUR/PLN, które stanowią obecnie ok. 60-80% transakcji zawieranych na rynku *spot* (zmiany udziału euro w poszczególnych miesiącach związane są ze zmianami relacji EUR/USD). Wskazuje to na silne powiązanie rynku transakcji natychmiastowych ze strukturą geograficzną polskiego rynku walutowego. W przypadku rynku *swap*, powiązanego, jak wspomniano wcześniej, z aktywnością inwestorów portfelowych, uwidoczniła się wyraźna dominacja transakcji USD/PLN, które obejmują ponad 90% tego rynku [Wyniki... 2007, s. 4].

Czynnikiem, który w naturalny sposób hamuje większe zaangażowanie podmiotów niefinansowych w operacje na rynku walutowym, jest wysokość marż bankowych w operacjach wymiany walutowej. Na rynku międzybankowym *spread* między kursem sprzedaży i kupna najbardziej płynnych par walut (głównie EUR/USD, USD/JPY, GBP/USD, USD/CHF) wynosi od 1 do 3 punktów (*pipsów*). Oczywiście na zdecydowanie mniej płynnym rynku złotego standardowy *spread* dla podstawowej na rynku złotego relacji EUR/PLN wynosi 10-20 punktów bazowych, a w warunkach dużej zmienności kursu złotego 30 punktów bazowych [Rozwój... 2006, s. 351].

Takie marże są nieosiągalne dla podmiotów niefinansowych. Kursy kupna i sprzedaży walut z tabel kursowych jednego z dużych banków niemieckich i jednego z dużych banków polskich ukazano w tab. 4. Celowo wybrano banki tworzące jedną grupę kapitałową, aby wskazać, że różnice w kwotowaniach kursowych są raczej wynikiem odmiennych warunków rynkowych, a nie rezultatem strategii właściciela.

Tabela 4. Kursy walutowe w wybranych bankach z 1 kwietnia 2008 r.

Bank	Waluta	Kurs kupna	Kurs sprzedaży	Marża
Commerzbank	EUR/USD	1,5605	1,5665	0,38%
	EUR/JPY	157,25	157,49	0,15%
BRE	EUR/PLN	3,4249	3,5861	4,71%
	USD/PLN	2,1985	2,3021	4,71%
	100J PY/PLN	2,1628	2,2646	4,71%

Źródło: tabele kursowe banków.

Dane wykazują zdecydowaną różnicę wysokości marż między kursami walut dostępnymi dla klientów badanego banku niemieckiego i banku polskiego. Jest to bez wątpienia skutkiem mniejszej płynności polskiego rynku walutowego. Może to świadczyć o zdecydowanie mniejszej konkurencyjności polskich banków z punktu widzenia obsługi ich klientów. Oczywiście tabele kursowe mają zastosowanie dla transakcji opiewających na stosunkowo niewielkie kwoty. W przypadku, gdy klienci dysponują środkami o wartości kilkudziesięciu tysięcy euro czy dolarów, mają moż-



liwość wynegocjowania korzystniejszych warunków. Jednak tylko duże korporacje mogą na polskim rynku zapewnić sobie kursy odbiegające od rynkowych jedynie o kilka punktów.

Nic więc dziwnego, że ostatnie miesiące wskazują na wzrost zainteresowania klientów niefinansowych ofertami kierowanymi do nich przez zagranicznych (głównie amerykańskich) brokerów walutowych za pośrednictwem platform internetowych. Ich przykładem może być oferta X-trade Brokers czy Efix Polska. Tylko bowiem dzięki nim drobni przedsiębiorcy i osoby fizyczne mogą być aktywnymi uczestnikami rynku walutowego, mając możliwość realizacji strategii spekulacyjnych. Wysokie marże w bankach w zasadzie to uniemożliwiają, natomiast marże stosowane przez brokerów internetowych standardowo wynoszą 2-3 punkty dla najbardziej płynnych par walut. Podstawową zachętą dla angażowania środków w tego typu przedsięwzięcia jest możliwość stosowania dźwigni finansowej dającej szansę na otwieranie pozycji walutowych na setki tysięcy euro czy dolarów przy depozycie zabezpieczającym na poziomie kilkunastu tysięcy złotych. Wysoka płynność rynku walutowego i jego 24-godzinny charakter może być wówczas atrakcyjnym źródłem zysków. Wydaje się więc, że podmioty niefinansowe w najbliższym czasie zaczną na większą skalę dostrzegać możliwości stojące przed tą ofertą.

Wskazać także należy, że po wprowadzeniu euro w Polsce dojdzie zapewne do istotnych zmian w strukturze krajowego rynku walutowego. Po pierwsze, wartość obrotów na tym rynku zostanie wówczas znacznie ograniczona. Podstawową parą walutową będzie EUR/USD. Jednak ze względu na centralizację ryzyka oraz przekształcanie niektórych banków krajowych w oddziały instytucji kredytowych wydaje się, że transakcje wymiany euro na rynku międzybankowym będą tylko częścią dzisiejszych operacji z udziałem złotego. Po drugie, brak ryzyka kursowego w większości transakcji wymiany handlowej (w eksporcie i imporcie dominują płatności w euro) spowoduje spadek zapotrzebowania klientów niefinansowych na operacje wymiany walut.

Po trzecie, duże instytucje finansowe i przedsiębiorstwa, które będą chciały zabezpieczyć przepływy w dolarach amerykańskich, mogą dojść do wniosku, że łatwiej będzie zawierać transakcje bezpośrednio z dużymi bankami zagranicznymi, oferującymi więcej produktów finansowych i niższe marże. Już obecnie widać przecież, że podmioty zagraniczne są w stanie zaoferować korzystniejsze warunki wymiany walutowej. W takiej sytuacji banki działające w Polsce mogą się ograniczyć jedynie do pośrednictwa w transakcjach między małymi i średnimi klientami a swoimi bankami-matkami.

## 5. Podsumowanie

W artykule wskazano na podstawowe czynniki determinujące przemiany strukturalne polskiego rynku walutowego. Tłem tej analizy były dane dotyczące struktury globalnego rynku walutowego. Zasadniczą uwagę zwrócono na odmienne prefe-

rencje instytucji finansowych oraz podmiotów niefinansowych z punktu widzenia zawieranych na tym rynku transakcji. W końcowej części ukazano możliwy kierunek ewolucji rynku walutowego z punktu widzenia podmiotów niefinansowych w związku z coraz większą dostępnością platform internetowych zapewniających dojsście do kwotowań rynkowych. Szczególną rolę w zmianach aktywności instytucji finansowych i podmiotów niefinansowych na polskim rynku walutowym przypisano zastąpieniu w najbliższych latach złotej wspólną walutą europejską.

## Literatura

- Galati G., Heath A., *What drives the growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey*, „BIS Quarterly Review”, December 2007.
- Lyons R., *A simultaneous trade model of the foreign exchange hot potato*, „Journal of International Economics” 1997 no. 42.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.), *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa 2004.
- Pietrzak E., *Międzynarodowe operacje walutowe*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1992.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002-2003*, NBP, Warszawa 2004.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w roku 2004*, NBP, Warszawa 2005.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w roku 2005*, NBP, Warszawa 2006.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w roku 2006*, NBP, Warszawa 2008.
- Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006.
- Sławiński A., *Zastosowanie transakcji fx swap na polskim rynku finansowym*, „Rynek Terminowy” 2002 nr 2, s. 50-53.
- Triennial Central Bank Survey*, BIS, 2007.
- Wyniki badania obrotów w kwietniu 2007 r. na krajowym rynku walutowym i rynku pozagieldowych instrumentów pochodnych*, NBP, Warszawa 2007.

## THE FX MARKET STRUCTURE – GLOBAL TRENDS AND POLISH CONDITIONS

### Summary

The paper discusses the topic of structural aspects of the FX market. The main objective is to define the connections between financial institution and non-financial customers in the FX market. The analysis is based on data collected from the Bank for International Settlements and the National Bank of Poland. The paper shows that the main determinant of financial institutions activity in the FX market is speculation, whereas the non-financial customers realize in the FX market their foreign trade objectives and risk management strategies. Additionally, it has been concluded that the future of the Polish FX market could be determined by the development of FX trading Internet platforms and adopting euro in Poland.