

ANALIZA PRAWNO-EKONOMICZNA ODEŚLAŃ DO TABEL KURSOWYCH

DR HAB. KRZYSZTOF KALICKI
DR MICHAŁ JABŁOŃSKI
PIOTR PAWŁOWSKI
ROBERT PASTERNAK

Sygn. WIB PAB 13/2022



Raport opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Warszawa, sierpień 2022

WIB PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY

O raporcie

Raport **Analiza prawno-ekonomiczna odesłań do tabel kursowych** został opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego Fundacji Warszawski Instytut Bankowości

Autorzy

Raport został przygotowany przez zespół w składzie:

Dr hab. Krzysztof Kalicki – od 23 maja 2019 r. wiceprzewodniczący Rady Banku DB Polska SA. Wcześniej – od 1 stycznia 2003 do 30 kwietnia 2019 r. prezes zarządu Deutsche Banku Polska SA oraz szef Grupy Deutsche Bank w Polsce; od 1 sierpnia 1998 do 31 grudnia 2002 r. członek zarządu Deutsche Banku Polska SA; w latach 1996–1998 I wiceprezes zarządu Banku Pekao SA.; od października 1990 do grudnia 1996 r. w Ministerstwie Finansów – do stycznia 1992 r. Doradca Ministra Finansów, następnie Dyrektor Departamentu Zagranicznego, a od czerwca 1994 r. Sekretarz Stanu, I Zastępca Ministra Finansów. W latach 1976–2001 pracownik Katedry Finansów Międzynarodowych Szkoły Głównej Handlowej. Od 1 października 2002 r. zatrudniony na stanowisku profesora nadzwyczajnego w Akademii L. Koźmińskiego.

Członek licznych Rad Nadzorczych, w tym między innymi w latach 2014–2020 członek Rady Nadzorczej ZBP, członek zwyczajny (od 14 września 1999 r.) oraz członek Rady Nadzorczej Związku Polskiego Przemysłu, Handlu i Finansów.

Honorowy Prezes Polsko-Niemieckiej Izby Przemysłowo-Handlowej.

Autor ponad 150 publikacji z dziedziny finansów i bankowości w języku polskim, angielskim i niemieckim.

Dr Michał Jabłoński – partner zarządzający kancelarii prawnej Jabłoński Koźmiński, doktor nauk prawnych, adwokat z kilkunastoletnim doświadczeniem m.in. w obsłudze sporów sądowych i administracyjnych w jednej z największych kancelarii prawnych na świecie, reprezentujący klientów m.in. przed Naczelnym Sądem Administracyjnym, Sądem Najwyższym, Trybunałem Konstytucyjnym i Trybunałem Sprawiedliwości Unii Europejskiej. Wiceprezes Fundacji „Laboratorium Prawa i Gospodarki”.

Nominowany w rankingu Rising Stars – Prawnicy Liderzy Jutra 2019. Zaangażowany społecznie, m.in. jako pełnomocnik pro bono w wielu postępowaniach sądowych mających charakter tzw. litygacji strategicznej. Doświadczony wykładowca akademicki i dydaktyk, adiunkt na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego, wykładowca prowadzący szkolenia, zajęcia dla aplikantów adwokackich, autor kilkunastu opracowań naukowych. Uczestnik debat, konferencji oraz autor licznych wypowiedzi na temat kredytów indeksowanych/denominowanych do kursu walut obcych.

Piotr Pawłowski – członek zarządu Deutsche Banku Polska S.A. odpowiedzialny za zarządzanie płynnością. Z bankiem związany od 1999 r. Przez dwanaście lat nadzorował Departament Skarbu w Deutsche Banku PBC. Po połączeniu Deutsche Banku PBC i Deutsche Banku Polska na początku 2014 r. objął funkcję Dyrektora w Departamencie Zarządzania Płynnością PBC, będąc odpowiedzialnym między innymi za transfer ryzyka walutowego z części detalicznej banku i monitorowanie procesu transferu ryzyka stopy procentowej z obszaru detalicznego banku do obszaru skarbu. Członek wielu komitetów zarządzających w banku. Odpowiedzialny za nadzorowanie Zespołu WIBOR. Absolwent Wydziału Ekonomii na kierunku Finansów i Bankowości Akademii Ekonomicznej w Krakowie.

Robert Pasternak – menadżer sprzedaży i przedstawiciel firmy Bloomberg w Polsce. Odpowiedzialny za relacje z klientami strategicznym w tym instytucjami państwowymi, regulatorem, największymi bankami komercyjnymi oraz funduszami inwestycyjnymi. Od 2012 r. aktywnie uczestniczy w rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, szczególnie w kontekście rozwoju handlu elektronicznego i promocji platformy Bloomberg FXGO, FIT oraz EMSX.

O programie

Program Analityczno-Badawczy przy Fundacji WIB powstał w 2019 roku jako odpowiedź na potrzeby sektora bankowego w zakresie analizy zjawisk, tworzenia opracowań i porządkowania wiedzy w obszarach cyberbezpieczeństwa i nowych technologii, a także szeroko rozumianego otoczenia sektora bankowego, kształtującego warunki działania banków w Polsce. Prace analityczno-badawcze w ramach programu realizowane są pod kątem możliwości praktycznego wykorzystania ich wyników w celu rozwoju sektora bankowego, podnoszenia poziomu bezpieczeństwa usług oraz kreowania wartości dla klientów bankowości. PAB WIB kładzie duży nacisk na rozwój współpracy ze środowiskami akademickimi i eksperckimi, poszukując synergii w zakresie zainteresowań badawczych autorów oraz potrzeb rozwojowych sektora bankowego.

W ramach programu realizowane są analizy i badania w następujących obszarach:

-  **Nowe technologie i cyberbezpieczeństwo**
-  **Zdolność banków do finansowania gospodarki**
-  **Bankowość spółdzielcza**
-  **Rynek nieruchomości**
-  **Zielony ład i finansowanie energetyki odnawialnej**
-  **Finansowanie projektów innowacyjnych**

Więcej na temat działalności programu na stronie www.pab.wib.org.pl

Kontakt

dr Andrzej Banasiak
Koordynator Programu
m: 696 405 104
e: abanasiak@wib.org.pl

Jacek Gieorgica
m: 603 626 254
e: jgieorgica@wib.org.pl

Warszawski Instytut Bankowości
00-380 Warszawa, ul. Kruczkowskiego 8
t: (22) 182 31 70
e: pab@wib.org.pl

Agnieszka Nierodka
m: 607 484 391
e: anierodka@wib.org.pl

dr Tomasz Pawlonka
m: 505 917 778
e: tpawlonka@wib.org.pl

Spis treści

	Wprowadzenie	6
	Zasadnicze tezy opracowania	10
	Część I: Specyfika rynku walutowego i uwzględnienie rzeczywistości gospodarczej w wyrokach dotyczących spraw kredytów walutowych	13
	1. Wstęp	14
	2. Zasady i techniki działania rynku walutowego	15
	3. Skala rynku walutowego	16
	4. Kursy walut	17
	5. Arbitraż walutowy	17
	6. Wpływ regulacji sektora finansowego, chroniących inwestorów na rynku forex, zmiany w strukturze rynku	19
	7. Skala rynku walutowego – dane empiryczne	23
	8. Segmenty rynku walutowego	26
	a. Segment instytucji finansowych – rynek hurtowy	27
	b. Segment korporacyjny	28
	c. Segment detaliczny	29
	d. Segment algorytmiczny i handel wysokofrekencyjny HFT	31
	e. Korzystanie z automatycznych systemów handlu na rynku forex	32
	f. Segmenty rynku hurtowego	34
	g. Platformy transakcyjne i informacyjne	35
	h. Rynek kasowy	37

9. Zasady działania głównych platform handlowych i informacyjnych	46
a. Główne platformy rynków walutowych	48
b. Przebieg transakcji w Reuters.	51
c. Przebieg transakcji w Bloomberg	53
10. Kursy średnie NBP a kursy rynkowe	56
11. Tabele kursowe	63
12. Spready	65
13. Wymiana walut a umowa kredytowa	76
14. Kodeks dla uczestników rynku walutowego	77
15. Kategorie niebankowych uczestników rynku – struktura	78
16. Podsumowanie	78

II Część II: Wymóg sprecyzowania metodologii ustalania kursu waluty obcej w umowie kredytu denominowanego lub indeksowanego w świetle wykładni prawa unijnego w orzecznictwie Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej oraz polskich sądów	83
1. Wstęp	84
2. Recepja też Wyroku TSUE przez polskie sądy	85
3. Odwołania do tabel kursowych banków w orzecznictwie sądów w okresie poprzedzającym Wyrok TSUE	90
4. Znaczenie odesłania prejudycjalnego. Rola TSUE.	90
5. Wymóg przejrzystości warunku umownego w kontekście klauzuli ryzyka kursowego. Uwagi ogólne na temat wymogu przejrzystości.	91
6. Wyrok TSUE w kontekście treści pytań prejudycjalnych	93
7. Skutki braku przejrzystości warunku umownego	96
8. Rekonstrukcja rozstrzygnięcia zawartego w Wyroku TSUE	98
9. Podsumowanie	98
Literatura	100
Aneks 1	105
Aneks 2	108

Wprowadzenie



Mimo rosnącej presji na sektor bankowy w ostatnich latach i coraz poważniejszych wyzwań przed nim stojących, wydaje się, że nadal nierozwiązany problem tzw. kredytów hipotecznych indeksowanych lub denominowanych do kursu waluty obcej pozostaje głównym czynnikiem ryzyka i obciążeniem dla banków, zwłaszcza biorąc pod uwagę masowy charakter tej kwestii (łącznie kilkaset tysięcy udzielonych kredytów, dziesiątki tysięcy spraw sądowych z powodztwa klientów przeciwko bankom w sądach). Historia tego problemu jest przy tym znamienita: przez wiele lat możliwe ryzyka związane z udzielaniem kredytów opartych na kursie waluty obcej osobom nie uzyskującym dochodów w walucie kredytu były bagatelizowane, zwłaszcza przez rządzących¹, którym przecież również i środowiska bankowe sygnalizowały ten problem, domagając się ograniczenia przez regulatora możliwości udzielania tego rodzaju kredytów². **Również kredytobiorcy nad możliwymi ryzykami przechodzili** do porządku dziennego, mimo, że fakt ryzyka kursowego był im znany i składali w tym zakresie odpowiednie oświadczenia zaciągając kredyt. W zasadzie do czasu, gdy ryzyko to (aprecjacja franka szwajcarskiego względem złotego) zaczęło się materializować (a więc do 2008 r., a w zasadniczym zakresie po 2015 r., czyli po tzw. czarnym czwartku³), ryzyko to było w zasadzie wypierane przez kredytobiorców⁴. Z kolei same umowy kredytu i zawarte w nich klauzule, w tym te dotyczące odesłania do

tabel kursowych banków, nie budziły wątpliwości tak klientów, jak i regulatora i sądów.

Zresztą również wówczas, gdy problem stał się realny, tj. ryzyko wzrostu kursu franka szwajcarskiego się ziszcilo, a w **sądach znalazły się pierwsze setki pozwów kredytobiorców przeciwko bankom**, fakt stosowania do rozliczeń pomiędzy klientem a bankiem kursu waluty obowiązującego w danym banku, jak też stosowania tzw. spreadu, nie był podważany przez sądy. Pokazała to analiza orzecznictwa sądowego w sprawach kredytów indeksowanych lub denominowanych do kursu walut obcych przed 2018 rokiem. Warto przywołać tutaj pogląd jednego z sądów orzekających jeszcze w roku 2010: „Wypracowanie pożądanej i zadowalającej obie strony umowy kredytu indeksowanego walutą obcą metody precyzyjnego ustalania kursu waluty którymi indeksowane są kredyty, nie jest sprawą prostą i oczywistą, skoro kompetentny organ, jakim jest Komisja Nadzoru Bankowego wypracowała dotychczas jedynie ogólne zalecenia co do których banki udzielające takich kredytów winny się stosować (...) W ocenie Sądu Okręgowego, a jej potwierdzeniem jest także stanowisko Komisji Nadzoru Bankowego, nie istnieją żadne uzasadnione podstawy dla przyjęcia, iż w miejsce ustalanego przez pozwaną Bank kursu CHF miałyby wejść średni kurs tej waluty NBP. Trzeba zaznaczyć, że bank wypłacając w złotych kwotę kredytu indeksowanego do CHF nie może stosować jako przelicznika średniego kursu NBP, gdyż po takim kursie nie sprzedaje waluty na rynku (a musi ją sprzedać, żeby wypłacić złotówki). Nie chcąc stracić, musi od kursu walutowego odjąć tzw. spread sprzedażowy, czyli różnicę między kursem po jakim inne banki kupują od niego walutę, a średnim kursem NBP. Podobnie przy przyjmowaniu miesięcznych spłat kredytu od klienta, bank musi wyliczyć kwotę w złotych z uwzględnieniem kursu, po jakim jest w stanie walutę kupić na rynku międzybankowym. Stosuje więc kurs NBP powiększony o spread sprzedażowy. Innymi słowy nabywanie waluty obcej w celu udzielenia kredytu indeksowanego do tej konkretnej waluty, co jest powszechnie znane, przebiega po innym kursie niż kurs NBP, bo to nie NBP jest sprzedawcą”⁵.

Co więcej w tamtym okresie sądy zdawały się rozumieć, że to nie jest tak, że istnieje jakiś oficjalny, w domniemaniu uczciwy, kurs, w przeciwieństwie do „abuzywnego” kursu bankowego: „Zauważyć również trzeba, że istota sporu w niniejszej sprawie polegała

1 Zob. Biała księga kredytów frankowych w Polsce, Związek Banków Polskich, marzec 2015 r., s. 38.

2 Ibidem, s. 10: „Na początku grudnia 2005 r. Prezes Związku Banków Polskich Krzysztof Pietraszkiewicz wystosował do Generalnego Inspektora Nadzoru Bankowego Wojciecha Kwaśniaka pismo, w którym wyrażał poparcie dla działań organu nadzoru zmierzających do rozwiązania tego problemu. W piśmie tym wskazywano, że zdecydowanie preferowanym modelem dla większości banków byłoby wprowadzenie zakazu udzielania kredytów w walutach obcych na cele mieszkaniowe jako rozwiązania systemowego wprowadzonego w drodze obligatoryjnej regulacji wydanej przez Komisję Nadzoru Bankowego. Takie rozwiązanie zapewniałoby równe traktowanie wszystkich krajowych banków, jednakowe warunki konkurencji oraz ograniczałoby ryzyko unikania nowych przepisów”.

3 15 stycznia 2015 r., kiedy to ogłoszona została przez Szwajcarski Bank Narodowy decyzja o porzuceniu polityki minimalnego kursu wymiany euro na franka szwajcarskiego (tzw. „uwolnienie kursu franka”), co spowodowało gwałtowne umocnienie się (wzrost wartości) franka względem innych walut. Zob. M. Jabłoński, K. Koźmiński, Bankowe kredyty waloryzowane do kursu walut obcych w orzecznictwie sądowym, Warszawa 2018, s. 19.

4 Por. wyrok z dnia 30 czerwca 2015 r. Sądu Rejonowego dla Warszawy-Śródmieścia I Wydział Cywilny, I C 348/15: „(...) tabele kursów walut stosowane przez banki w latach ubiegłych do kredytów denominowanych do walut obcych nie były przez kredytobiorców kwestionowane dopóty, dopóki kurs waluty polskiej do głównych walut, w których udzielono kredytów lub do których kredyt był denominowany (CHF, USD, EUR), był stabilny. Nawet bowiem wysoki poziom tzw. „spreadu walutowego” stosowanego przez banki przy przeliczaniu walut nie pozbawiał waloru kredytu walutowego (...) jego oprocentowanie było bowiem dużo bardziej atrakcyjne niż oprocentowanie kredytów w walucie polskiej”.

5 Wyrok Sądu Okręgowego w Katowicach z dnia 11 maja 2010 r., IV Ka 172/10.



na przekonaniu strony powodowej o braku uprawnienia pozwanego do wyznaczania kursu waluty na dany dzień w oderwaniu od kursu średniego Narodowego Banku Polskiego. Podkreślenia wymaga, że żadne przepisy prawa nie nakładały i nie nakładają na bank obowiązku stosowania tych samych kursów co NBP. Ponadto, mechanizm ustalania średnich kursów nie funkcjonuje w sposób tożsamy z tym, na jaki powołuje się powódka. Nie jest w szczególności tak, że to NBP wyznacza kurs średni, będący wyznacznikiem dla pozostałych banków działających w Polsce. W istocie, średni kurs NBP jest pochodną kursów największych banków komercyjnych, w tym także ustalanego przez pozwany bank⁶. Innymi słowy nie budziło wątpliwości, że to nie kurs NBP stanowi punkt odniesienia dla kursów oferowanych przez banki, lecz, że jest dokładnie odwrotnie.

Co się zatem stało? Istotny wpływ na postrzeganie kredytów indeksowanych i denominowanych, również przez sądy, miał wyrok w pierwszej „polskiej” sprawie „frankowej” przed Trybunałem Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE), tj. orzeczenie z dnia 3 października 2019 r. w sprawie C-260/18 Dziubak p-ko Raiffeisen, a wcześniej również opinia Rzecznika Generalnego G. Pitruzzelli z dnia 14 maja 2019 r. (część z jej tez została następnie złagodzona w samym wyroku). Wbrew jednak temu, co potocznie się uważa, wyrok w sprawie Dziubak nie miał rewolucyjnego charakteru, a jego tezy stanowiły zasadniczo powtórzenie dotychczasowego orzecznictwa Trybunału. Co więcej, w niektórych aspektach (np. odrzucenie koncepcji PLN + LIBOR, a także pośrednia sugestia o dopuszczalności zastosowania szczególnych przepisów prawa pozytywnego w miejsce klauzuli uznanej za nieuczciwą) był on nawet korzystny dla bankowej strony „frankowego” sporu. Co jednak kluczowe wyrok w sprawie C-260/18 w żadnym zakresie nie dokonywał oceny czy taka lub inna klauzula umowna jest nieuczciwa, w szczególności nie zabierał głosu co do ewentualnej nieuczciwości postanowień odsyłających do tabel kursowych banków, ani nie formułował kryteriów oceny takich postanowień⁷. Tymczasem narracja medialna i późniejszy odbiór orzeczenia w sprawie Dziubak, w tym również w orzecznictwie sądowym, były właśnie takie: mówiąc w uproszczeniu, wyrok C-260/18 miał przesądzić o „nielegalności” umów kredytów indeksowanych i denominowanych

do kursu CHF. Zatem niezależnie od (nie)prawdziwości takiej tezy i rzeczywistego zakresu oraz znaczenia przedmiotowego judykatu TSUE, machina ruszyła. Proporcje przegranych / wygranych w sporach sądowych wokół kredytów indeksowanych / denominowanych gwałtownie się odwróciły⁸, a do sądów zaczęło wpływać coraz więcej spraw⁹. Marketing niektórych kancelarii specjalizujących się w tych sporach, oparty na odpowiednim prezentowaniu sprawy C-260/18, skłonił wielu kredytobiorców do poszukiwania szczęścia w sądzie.

Lawinowy przyrost spraw kredytów indeksowanych / denominowanych w sądach, przekładający się na ogromny przyrost referatów sędziowskich, zwłaszcza w dużych miastach, uczynił (niestety) szczegółową analizę każdej konkretnej sprawy przez sędziego bardzo utrudnionym lub w praktyce niemożliwym. Mimo tego więc, że prawidłowy model działania sędziowskiego w sprawie oceny uczciwości klauzuli umownej powinien polegać na ocenie wszystkich istotnych elementów wskazanych w przepisach prawa unijnego i krajowego, a więc również okoliczności, w których umowa była zawarta (w tym osobistych uwarunkowań konsumenta, jego doświadczenia życiowego, wiedzy, wykształcenia, praktyki zawodowej, charakteru prowadzonej działalności), rzeczywistego znaczenia skali ewentualnego pokrzywdzenia interesów konsumenta (tj. czy rzeczywiście było ono rażące), orzekanie w sprawach „frankowych” stało się skrajnie zautomatyzowane (zdarza się, że dziesiątki wyroków mają zbieżne uzasadnienia w części prawnej) i oderwane od szczegółowych (a przecież ważnych) okoliczności sprawy¹⁰. Są to oczywiście efekty bierności ustawodawcy w sprawie problemu kredytów CHF, a także niestety lekkomyślnych orzeczeń niektórych sądów, które „zachęcały” do pozywania banków.

Stąd już tylko krok do takich kontrowersyjnych tez, jak „Postanowienia umowy (regulaminu), określające zarówno zasady przeliczenia kwoty udzielonego kredytu na złotówki przy wypłacie kredytu, jak i spłacanych rat na walutę obcą, pozwalające bankowi swobodnie

6 Wyrok Sądu Rejonowego dla Warszawy Śródmieścia w Warszawie z dnia 10 listopada 2015 r., I C 3450/14.

7 K. Koźmiński (red.), M. Jabłoński (red.), *Procesy frankowe w Polsce po wyroku TSUE w sprawie C-260/18*, Warszawa 2020.

8 Zob. m.in. J. Ojczyk, *Frankowicze zaczynają wygrywać, ale droga sądowa się wydłuża*, <https://www.prawo.pl/biznes/frankowicze-wygrywaja-ale-postepowanie-dluzsze.496910.html>, dostęp 26.05.2022 r.; P. Słowik, *Dziubak, i wszystko jasne?*, <https://prawo.gazetaprawna.pl/artykuly/1447396,kredyty-frankowe-sprawa-dziubakow.html>, dostęp 26.05.2022 r.

9 *Ibidem*.

10 Zob. K. Koźmiński, *Czy sędziowie w sprawach frankowych łamią prawo*, <https://www.rp.pl/opinie-prawne/art19193801-krzysztof-kozmiński-czy-sędziowie-w-sprawach-frankowych-łamią-prawo>, dostęp 26.05.2022 r.

kształtować kurs waluty obcej, mają charakter niedozwolonych postanowień umownych. Postanowienia podobne do ocenianych w tej sprawie były już wielokrotnie przedmiotem badania Sądu Najwyższego (zob. np. wyroki Sądu Najwyższego: z 22 stycznia 2016 r., I CSK 1049/14; z 4 kwietnia 2019 r., III CSK 159/17). Dominuje trafny pogląd, że takie klauzule mają charakter abuzywny, bowiem kształtują prawa i obowiązki konsumenta w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami, rażąco naruszając jego interesy. Sprzeczność z dobrymi obyczajami i naruszenie interesów konsumenta polega w tym przypadku na uzależnieniu wysokości świadczenia banku oraz wysokości świadczenia konsumenta od swobodnej decyzji banku. Zarówno przeliczenie kwoty kredytu na złotówki w chwili jego wypłaty, jak i przeliczenie odwrotne w chwili wymagalności poszczególnych spłacanych rat, służy bowiem określeniu wysokości świadczenia konsumenta. Takie uregulowanie umowne należy uznać za niedopuszczalne, niezależnie od tego, czy swoboda przedsiębiorcy (banku) w ustaleniu kursu jest pełna, czy też w jakiś sposób ograniczona, np. w razie wprowadzenia możliwych maksymalnych odchyłeń od kursu ustalanego z wykorzystaniem obiektywnych kryteriów (wyrok Sądu Najwyższego z 22 stycznia 2016 r., I CSK 1049/14). Takie postanowienia, które uprawniają bank do jednostronnego ustalenia kursów walut, są nietransparentne i pozostawiają pole do arbitralnego działania banku. W ten

sposób obarczają kredytobiorcę nieprzewidywalnym ryzykiem oraz naruszają równorzędność stron¹¹, które w zasadzie przesądzają a priori nieuczciwość postanowień umów kredytu odsyłających do tabel kursowych banków bez jakiegokolwiek ich badania.

Jak pokaże niniejsze opracowanie, a zwłaszcza jego Część I, takie oceny są, dla osób zajmujących się na co dzień rynkiem walutowym i kursami walut obcych, szokujące. Budzą zatem uzasadniony ekonomiczny sprzeciw. Dlatego uważamy, że opracowanie, takie jak niniejsze, jest bardzo potrzebne i powinno być przedmiotem refleksji ze strony prawników zajmujących się sprawami kredytów indeksowanych / denominowanych do kursu walut obcych, w tym również (a może przede wszystkim) przez sędziów. Liczymy na to, że przedstawione w opracowaniu argumenty ekonomiczne (Część I), jak i prawne (Część II) spowodują do takiej refleksji, jak również rewizji tych, niestety coraz bardziej utrwalających się, niesprawiedliwych ocen. Nie da się ukryć, że jest to również kluczowe z punktu widzenia stabilności systemu bankowego, która jest fundamentem gospodarki.

11 Wyrok SN z 2.06.2021 r., I CSKP 55/21, LEX nr 3219740.

Zasadnicze tezy opracowania



- ▶ Skala rynku, gra sił popytu i podaży, arbitraż walutowy oznaczają, że nie istnieje żaden inny równie transparentny rynek, dający najlepszą i niepodważalną ekonomicznie cenę, niż rynek walutowy – co w konsekwencji oznacza również brak swobody podmiotów w ustalaniu kursów odbiegających istotnie od rynku. Efekt arbitrażu na rynku walutowym instytucjonalnym i detalicznym jest powszechny, co potwierdza, że nie istnieje na rynku swoboda ustalania kursów, ponieważ każdy błąd takiego ustalenia przynosiłby straty gospodarcze ustalającemu niewłaściwy kurs.
- ▶ Efektywny rynek powoduje, że powstające losowo różnice między kursami średnimi w tabelach bankowych są nieistotnie małe, a odchylenia mieszczące się w typowych średnich wartościach w żadnym razie nie są rażące.
- ▶ Dla rynku walutowego nie istnieje jeden „słuszny” kurs (w sensie platońskim), lecz tylko kursy empiryczne ustalane indywidualnie przez banki zgodnie z ich praktycznymi workflowami – zależne od stosowanych metod i indywidualnego dostępu do różnych systemów tradingowych. Dynamiczny rynek i arbitraż nie pozwalają uczestnikom na swobodę ustalania kursów, ani na istotne odchylenia między tymi kursami a „hipotetycznym rynkiem”.
- ▶ Oczekiwanie, odtworzenia przez konsumenta, który nie ma dostępu do platform takich samych jak bank, nie zna czasu podjęcia decyzji – rodzaju platform dostępnych dla banku, kursu ustalonego przez bank jest teoretycznie i praktycznie niewykonalne, a więc narzucanie abstrakcyjnego i niewykonalnego wymogu budzi istotne wątpliwości. Kontrolowanie przez konsumenta „poprawności” ustalenia kursu przez działający na rynku bank nie ma uzasadnienia w zasadach działania rynku finansowego, płynności, zasadach operacyjnych, technologiach, dostępie do platform, ani w prawie.
- ▶ Postulat tworzenia jakiegokolwiek algorytmu ustalania kursu średniego dla banku wprowadzanego do umowy kredytu walutowego lub określania uniwersalnego spreadu dla rynku detalicznego jest w praktyce niewykonalny. Natomiast konsument może łatwo estymować z wielu źródeł, jaki jest poziom kursu rynkowego bez popełnienia istotnego błędu swojego szacunku, z zastrzeżeniem czasu i dynamiki zmian rynku etc.
- ▶ Przeprowadzona analiza empiryczna nie potwierdza fałszywej tezy jakoby banki manipulowały czasem ustalania kursu średniego do tabeli detalicznej, ponieważ te operacje były generalnie realizowane w bardzo wąskim przedziale czasu. Analiza rozbieżności kursu walutowego z tabeli banku i kursu średniego NBP wskazuje, że nie były one w żaden sposób istotne i miały charakter losowy.
- ▶ Rynek walutowy – w tym i spready – charakteryzuje wysoka zmienność, co oznacza, że instytucje finansowe nie mogą „zamrażać” w umowach spreadów na wiele lat bez ponoszenia kosztów ryzyka zmian rynkowych. Najczęstszą praktyką w celu równego i transparentnego traktowania konsumentów w danym czasie jest tworzenie tabel kursowych – w tym determinowania spreadów na okresy do jednego dnia roboczego. W okresach trwania danego spreadu jego skutki mogą być symetrycznie pozytywne – jak i negatywne w stosunku do płynnych zmian zachodzących na rynku. W normalnych warunkach rynkowych jak wskazują badania są one nieistotnie małe.
- ▶ osiągnięcie takiego stopnia przejrzystości klauzul przeliczeniowych, jaki wynikałby z pkt 55 wyroku TSUE w sprawie C-212/20, nie jest obiektywnie możliwe;
- ▶ przejrzystość klauzuli umownej jest w świetle art. 5 dyrektywy 93/13 stopniowalna, a nietransparentność nie przesądza jeszcze o abuzywności; warunek umowny niespełniający wymogu przejrzystości może być uznany za uczciwy, jeśli odpowiada wymogowi dobrej wiary i nie wprowadza znaczącej nierównowagi wynikających z umowy praw i obowiązków ze szkodą dla konsumenta;
- ▶ w większości przypadków w ramach orzecznictwa polskich sądów, sądy te dokonują nieuprawnionego „przeskoku”, utożsamiając brak przejrzystości postanowienia umownego automatycznie z jego abuzywnością, a ponadto bezrefleksyjnie powtarzając nieprawdziwą (obaloną w ramach



analizy ekonomicznej) tezę o przyznaniu sobie przez bank uprawnienia do arbitralnego kształtowania kursu wymiany;

- ▶ możliwe jest uznanie, że kurs wskazany w tabeli kursowej banku to kurs rynkowy, a co za tym idzie postanowienie odsyłające do tabeli kursowej banku nie wprowadza znaczącej nierównowagi

praw i obowiązków ze szkodą dla konsumenta, nawet jeśli jest nieprzejrzyste. W rzeczywistości nie ma bowiem możliwości, aby bank oferował kurs oderwany od sytuacji rynkowej – narażałby się wtedy na poważne zagrożenia rynkowe, choćby ze względu na występowanie zjawiska arbitrażu walutowego. Tym samym tego rodzaju klauzula nie powinna zostać uznana za nieuczciwą.

Część I: Specyfika rynku walutowego i uwzględnienie rzeczywistości gospodarczej w wyrokach dotyczących spraw kredytów walutowych.

Autor: Krzysztof Kalicki
przy współpracy Piotra Pawłowskiego
i Roberta Pasternaka



Streszczenie:

Opracowanie zawiera szczegółowe kwestie funkcjonowania rynku walutowego wskazując na specyfikę – jako rynku nieregulowanego. Jego uczestnicy korzystają z zaawansowanych technologii by przez 24 godziny i 5 dni w tygodniu w skali globalnej i w pełnej transparentności ustalać ceny walut. Rynek nie jest jednolity, lecz składa się z różnych segmentów oraz rodzajów technologii – platform jedno i wielodostępowych konkurujących globalnie o wolumeny obrotów. Na rynku walutowym nie istnieje żaden globalny regulator tworzący ramy organizacyjne, sprawozdawcze, cenowe, czy wolumenowe, nie ma izby rozliczeniowej, ani organów centralnych. Dlatego nie jest możliwe ustalanie jednego uniwersalnego kursu średniego waluty dla całego rynku, ani jednego algorytmu obliczeniowego. Każdy bank tworzy własny sposób próbkowania oraz poszukiwania własnego kursu średniego na rynku. Również rynek hurtowy, stanowiący podstawowe źródło informacji o kursach walut, składa się z różnych rodzajów platform – informacyjnych i transakcyjnych – co powoduje nieduże różnice w pojawiających się kwotowaniach wynikające z upływu czasu i sposobu agregacji informacji. Systemy transakcyjne też dotyczą różnych segmentów – transakcji międzybankowych i brokerskich, transakcji dealer-instytucja, dealer-detale etc. To oznacza, że dostęp do kwotowań rzeczywistych zmieniających się w milisekundach nie jest taki sam dla wszystkich uczestników rynku globalnego. Dlatego postulat tworzenia formuł matematycznych lub algorytmów sprawdzania przez konsumentów kursów walutowych banków jest niewykonalny i bezprzedmiotowy. Konkurencyjny rynek pod wpływem sił popytu, podaży i globalnego arbitrażu walutowego stanowi najlepszą i najbardziej transparentną weryfikację konkurencyjności kursów walutowych banków, które nieustannie konkurują nie tylko między sobą ale i z licznymi kantorami walutowymi, kantorami internetowymi i platformami transakcyjnymi, fintechami. Powiązanie platform rynku hurtowego z platformami rynku detalicznego powoduje dalsze zacieśnienie spreadów detalicznych. Tabele kursowe są determinowane stanem rynków co oznacza, że nie są, i nie mogą być swobodnie kształtowane. Na tak konkurencyjnym rynku chwilowe różnice kursów nie są również i nie mogą być rażące ale wynikają z naturalnej fluktuacji cen na rynku. Opracowanie wskazuje, że dynamiczne zmiany kursów walutowych ale też zmiany kosztowe, regulacyjne i kosztów ryzyka determinują poziom spreadów walutowych – które zmieniają się dodatkowo w zależności między innymi od rodzaju waluty, wolumenów transakcji, czasu obowiązywania oferty (od milisekund do całodziennych tabel kurso-

wych) etc. Nieznajomość mechanizmów rynkowych powoduje fałszywe oceny sposobów postępowania banków, nieuzasadnione zarzuty abuzywności, stawianie bankom niewykonalnych postulatów, implikujące niesprawiedliwe orzeczenia bazujące na fałszywych opiniach i przesłankach.

Słowa kluczowe:

rynek walutowy, kursy walut, spread, arbitraż walutowy, segmenty rynku walutowego, platformy transakcyjne i informacyjne

1. Wstęp

Od wielu lat toczy się dyskusja dotycząca wpływu kursów walutowych i spreadów na kredyty walutowe oraz kształt umów. Wydaje się, że rynki walutowe i sposób ich funkcjonowania są w dużej mierze niedostatecznie dobrze znane dla wielu sądów i urzędów w Polsce. Formułowane pod adresem banków postulaty lub swobodne – często oderwane od rzeczywistości – interpretacje prawne są ze względu na sposób działania rynków walutowych niemożliwe do wykonania. W niniejszym opracowaniu przedstawia się mechanizmy i dowody fałszyfikujące postulaty wynikające z niewiedzy lub fałszywych interpretacji w celu realizacji polityki sprzecznej z zasadami uczciwości ekonomicznej. Interesy grupowe polityczne i socjalne powodują, że rewolucyjnie zmieniają się oceny procesów finansowych, mechanizmów rynkowych – w tym opisy rzeczywistego działania rynku walutowego. W konsekwencji powstaje wrażenie, że nie chodzi o przywrócenie rzekomo zaburzonej równowagi kontraktowej, ale raczej o zakamuflowane odwrócenie skutków podjętych w przeszłości decyzji, które po latach – w wyniku drastycznej zmiany kursów – stały się mniej korzystne dla kredytobiorców. Koszty niezależnego od banków wzrostu kursu waluty obcej usiłuje się przerzucić tylko na banki i ich interesariuszy. Klauzule dziś interpretowane jako abuzywne – wbrew uczciwym mechanizmom rynku walutowego stały się narzędziem uwolnienia się od kredytu walutowego, z pozostawieniem kupionych na ten kredyt mieszkań i domów w rękach kredytobiorców. To stanowisko zaniepokoiło, chociaż zbyt późno, nawet KSF¹² „Komitet z niepokojem odnotował, że liczba spraw sądowych

12 NBP Komunikat Komitetu Stabilności Finansowej po posiedzeniu dotyczącym nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym. Data publikacji strony: 28-03-2022

dotyczących tych kredytów nadal rośnie, a istotna część tych spraw kończy się unieważnieniem umów kredytowych. Rozstrzygnięcia „godzące w ekonomiczną logikę rozliczeń między stronami po takim unieważnieniu, nie są proporcjonalne w stosunku do skutków najczęściej kwestionowanych postanowień umownych, zakładając funkcjonowanie podstawowych mechanizmów rynkowych oraz generują bardzo istotne obciążenia dla sektora bankowego.” System prawny nie powinien abstrahować od zasad działania rynku. „Podnoszona przez kredytobiorców abuzywność postanowień umownych nie może być wykorzystywana instrumentalnie dla unikania niekorzystnych skutków zawartej umowy, związanych z materializacją ryzyka kursowego”

Opracowanie zawiera pogłębiony opis funkcjonowania rynku walutowego i implikacji z tego wynikających.

Metoda badawcza polega na szczegółowym opisie działania rynków walutowych i falsyfikacji niektórych formułowanych opinii oraz postulatów pod adresem banków jako fałszywych lub technicznie niewykonalnych – a stanowiących pretekst do orzekania o abuzywności. Takie działania należy uznać za nieuzasadnione. Jednocześnie skutki tych błędów grożą poważnym kryzysem gospodarczym.

Autorzy wyrażają nadzieję, że powyższa analiza zostanie wzięta pod uwagę przez urzędy oraz sądy, a w szczególności ułatwi zrozumienie procesów zachodzących na rynku walutowym i spowoduje wyeliminowanie nieporozumień wynikających z wielu uzasadnień sądowych i często regulatorów wprowadzających szeroką publiczność w błąd.

2. Zasady i techniki działania rynku walutowego

Obrót finansowy zna wiele postaci rynków – rynki pierwotne i wtórne, regulowane (wielostronne – giełdowe, pozagiełdowe typu ASO lub platformy uznaniowe OTF) i nieregulowane (OTC), publiczne i niepubliczne, rynki kapitałowe, pieniężne, walutowe, instrumentów pochodnych, towarowe, depozytowo-kredytowe etc. Ceny, kursy, obroty, ryzyko w zależności od sposobu zorganizowania rynku i upływu czasu mają mniej lub bardziej precyzyjny charakter. Każdy z rynków ma inną specyfikę swojego funkcjonowania – nie zawsze rozumianą przez szeroką publiczność.

Szczególnym rynkiem jest rynek walutowy, który jest zdecentralizowany, nieregulowany i niezinstytucjonalizowany – określany pojęciem over-the-counter OTC (poza giełdowy). Silna deregulacja rynku walutowego nastąpiła po upadku systemu z Bretton Woods w 1973 roku, a szczególnie masowo to zjawisko miało miejsce w USA i Wlk. Brytanii po 1980 roku owocując przechodzeniem do płynnych kursów walutowych, swobody przepływu kapitału, deregulacji systemów bankowych¹³.

Na rynku walutowym nie istnieje żaden globalny regulator tworzący ramy organizacyjne, sprawozdawcze, cenowe, czy wolumenowe, nie ma izby rozliczeniowej, ani organów centralnych, które nadzorują rynek walutowy. Zasady działania rynku nie są skodyfikowane, lecz zwyczajowe – często samoregulacyjne, opracowywane przez dealerów i przyjmowane przez instytucje rynku – kodeksy lub wymogi techniczne zwiększające poziom bezpieczeństwa transakcji. Jest mniej zasad, co oznacza, że inwestorzy nie podlegają tak surowym normom i przepisom, jak na giełdowym rynku akcji, kontraktów terminowych, czy opcji. Ponieważ transakcje nie odbywają się na tradycyjnej giełdzie, nie ma też podobnych opłat lub prowizji, jak na innych rynkach. Ze względu na wysoką płynność rynku, można wejść i wyjść z niego w dowolnym momencie, oraz kupić i sprzedać „dowolną” ilość waluty.

Transakcje walutowe na nim dokonywane są w sposób wolny/swobodny przez wszelkie podmioty zainteresowane wymianą pieniądza krajowego i zagranicznego. Rynek walutowy jest bardzo specyficzny i dosyć abstrakcyjny, ponieważ tworzą go rozproszone podmioty połączone ze sobą zróżnicowaną siecią technologiczno-informatyczną i telekomunikacyjną. Rynek ten funkcjonuje z różną intensywnością 24 godziny/5 dni w tygodniu¹⁴ w sposób nieregulowany obejmując wszystkie strefy czasowe (swobodnie – poza specyficznymi dla poszczególnych krajów przepisami dewizowymi). Oznacza to, że waluty można kupować lub sprzedawać o dowolnej porze dnia, czy nocy.

Rynek walutowy nie jest punktem kompleksowej obsługi. Istnieje wiele różnych sposobów, z których

13 Paul J.J. Welfens, *Foreign Financial Deregulation under Flexible and Fixed Exchange Rates: A New Trilemma*, Diskussionsbeitrag 238 Wuppertal, Germany October 25, 2017, ISSN 1430-5445 s.9

14 Podczas weekendów oraz w dni wolne od pracy intensywność transakcji zawieranych na rynku walutowym spada, a rynek jest mniej płynny.

inwestor może skorzystać, aby realizować transakcje na rynku detalicznym, czy instytucjonalnym. Istniejąca komunikacja pozwala przejść do różnych dealerów lub do różnych centrów finansowych, które korzystają z wielu sieci komunikacji elektronicznej. Czynności związane z handlem elektronicznym mogą obejmować obsługę platformy handlu elektronicznego [FX E-Trading Platform], ustalanie i/lub pobieranie cen na platformie handlu elektronicznego walutowego oraz dostarczanie i/lub korzystanie z algorytmów transakcyjnych oraz analityki, a nawet szkoleń. W dzisiejszym świecie handel walutami jest tak prosty, jak kliknięcie myszką – dostępność nie jest problemem, co oznacza, że każdy zainteresowany może to zrobić – poprzez dostępne mu kanały i instytucje. Wiele firm inwestycyjnych oferuje osobom fizycznym możliwość otwierania rachunków i handlu walutami, kiedy tylko zechcą. Transakcje walutowe o dużej skali mogą odbywać się na rynku walutowym FX Market, zwanym również rynkiem hurtowym forex. Rynek forex jest największym, najbardziej płynnym rynkiem na świecie, z bilionami dolarów i innych walut zmieniającymi podmioty każdego dnia. Rynek forex to elektroniczna sieć banków, brokerów, instytucji i indywidualnych traderów (głównie handel za pośrednictwem brokerów lub banków). Na rynku forex, zasadniczo kupuje się lub sprzedaje walutę określonego kraju bez fizycznej wymiany pieniędzy¹⁵.

WNIOSEK:

ryniki walutowe są dostępne dla instytucji i osób fizycznych w sposób ciągły. Brak regulacji, wysoka płynność i swoboda transakcji implikują wysoką efektywność rynku i jego transparentę. W świecie rynków elektronicznych zajęcie pozycji w walucie oznacza ryzyko dla obu stron transakcji – traderzy i ich partnerzy handlowi zwykle zajmują pozycję w określonej walucie – kupując lub sprzedając po najkorzystniejszej i akceptowalnej dla obu stron cenie. Otwarcie pozycji ryzyka wynika z interesu ekonomicznego partnerów.

3. Skala rynku walutowego

Przedmiotem handlu na rynku walutowym jest ponad 200 par walutowych (2020). Nie ma większego rynku niż rynek walutowy, który przekracza wolumen transakcji 6,6 bilionów USD dziennie (BIS April 2019), przy nieustającej fluktuacji w czasie, tworzący ciągle nowe możliwości dokonywania transakcji¹⁶. Presja konkurencyjna, postęp technologiczny i redukcja kosztów doprowadziły do tego, że spready na rynku międzybankowym w normalnych warunkach ekonomiczno-politycznych są minimalne ale nie stałe – np. dla pary EUR/USD spadły w ostatnich latach do 0,5 punktu bazowego. Dla porównania na rynkach akcji obroty wynoszą około 22,4 mld USD dziennie (0,4% wielkości obrotu na rynku walutowym).

Transakcje są najczęściej zawierane jako spotowe. Spot dla większości walut to dwa dni robocze do rozliczenia; głównym wyjątkiem jest dolar amerykański w stosunku do dolara kanadyjskiego, który rozlicza się w następnym dniu roboczym. Pozostałe pary rozliczają się w ciągu dwóch dni roboczych. W okresach, w których występuje wiele świąt, takich jak Wielkanoc czy Boże Narodzenie, rozliczenie transakcji spot może nastąpić nawet po sześciu dniach kalendarzowych. Cena jest ustalana w dniu transakcji, ale pieniądze są wymieniane w dniu waluty. Na rynku detalicznym wiele instytucji – kantory, banki, niektóre platformy handlowe dokonują konwersji walut natychmiastowo (tj. w tym samym dniu, w którym zawarto transakcję), co często daje możliwość wyboru przez konsumenta, po którym kursie zechce dokonać transakcji – spot czy natychmiastowym.

Według raportu BIS dotyczącym wymiany walut z kwietnia 2019 r. dolar amerykański jest walutą, w której handluje się najaktywniej. Najczęstsze pary to USD oraz euro, jen japoński, funt brytyjski i dolar australijski. Pary handlowe, które nie zawierają dolara, nazywane są często krosowymi. Najpopularniejszymi transakcjami krosowymi są euro w stosunku do funta i jena.

Rynek spot może być bardzo zmienny. Ruch w krótkim okresie jest zdominowany przez handel techniczny, który koncentruje się na kierunku zmian kursu i szybkości ruchu. Osoby, które skupiają się na kwestiach technicznych, podejmują decyzje pod wpływem

15 Krzysztof Kochan, *FOREX w praktyce. Vademecum inwestora walutowego*, Onepress ISBN: 978-83-283-5479-1 2019, Jerzy Jakubczyk, *Finanse międzynarodowe*, Oficyna, Warszawa, 2012 ISBN 978-83-264-1568-5. Laurance Copland, *Exchange Rates and International Finance*, wyd. VI FT Prentice Hall, 20014 ISBN: 978-0-273786047 Krugman Paul R., Obstfeld Maurice, Melitz Marc J. Pearson, *International Economics*, Pearson wyd 11. 2018 ISBN 1-292-23873-9

16 Gordon Scott, Amanda Bellucco-Chatham What Is the Foreign Exchange Market? <https://www.investopedia.com/terms/forex/f/foreign-exchange-markets.asp>

wem analizy wykresów oraz napływających informacji. Długoterminowe ruchy walutowe są napędzane przez czynniki fundamentalne, takie jak względne stopy procentowe i wzrost gospodarczy, salda bilansu obrotów bieżących, kapitałowych etc. Ale ani modele techniczne, ani fundamentalne, ani makroekonomiczne nie pozwalają na skuteczne przewidywanie kursów walut, ponieważ na globalnym rynku „nieskończona” ilość czynników oddziałuje jednocześnie w miarę upływu czasu i napływu nowych informacji.

Dla porównania średnie dzienne obroty netto na polskim rynku walutowym w kwietniu 2019 r. wyniosły 8 864 mln USD, w tym transakcje spot 2 556 mln USD i cieszyły się dużą dynamiką. Warto podkreślić, że rozwój prowadzonych przez pojedyncze banki platform transakcyjnych i kantorów internetowych pozwalał mniejszym podmiotom i detalistom na realizację operacji wymiany walut po kursach zbliżonych do kursów kwotowanych na rynku hurtowym¹⁷. Dostęp do rynku walutowego dla klientów detalicznych poprawiał się również wraz z popularyzacją platform transakcyjnych, fintechów i kantorów internetowych prowadzonych przez poszczególne banki. W Polsce transakcje inicjowane przez klientów indywidualnych wzrosły do 51 mln \$ dziennie w IV 2019 roku. Podmioty oferujące waluty na rynku pod presją popytu, podaży, konkurencji, rozwiązań technologicznych, arbitrażu walutowego nie mogą swobodnie ustalać kursów istotnie różniących się od kursów bazowych na rynku¹⁸.

WNIOSEK:

skala rynku, gra sił popytu i podaży, arbitraż walutowy powodują, że nie istnieje żaden inny równie transparentny rynek, dający najlepszą i niepodważalną ekonomicznie cenę – co oznacza brak swobody podmiotów w ustalaniu kursów odbiegających istotnie od rynku.

4. Kursy walut

Rynek określa cenę jednej waluty wyrażoną w drugiej walucie, zwaną kursem wymiany walut. Wymiana walut może być prosta, jak wymiana jednej waluty na inną w lokalnym banku, kantorze etc. Może również obejmować handel walutą na rynku walutowym – forex, gdzie trader dokonuje obrotów dużymi wolumenami i aby ograniczyć ryzyko buduje ekspertyzę na podstawie danych fundamentalnych, analizy technicznej i subiektywnych odczuć, gdzie jest kurs walutowy danej pary pieniądza w danym momencie.

Na rynku forex walutami handluje się zwyczajowo w lotach, zwanych mikro, mini i standardowymi lotami. Mikrolot to wartość 1000 w danej walucie, mini lot to 10 000, a standardowy lot to 100 000. To inaczej niż wtedy, gdy korzysta się z banku i wymienia się drobne kwoty np. 453 USD na podróż, czy spłatę odsetek od kredytu konsumenckiego. Podczas handlu na elektronicznym rynku forex, transakcje odbywają się w ustalonych blokach walutowych, ale można handlować dowolną liczbą bloków. Na przykład można handlować siedmioma mikroлотami (7000), trzema mini lotami (30 000) lub 75 standardowymi lotami (7 500 000).

Dla inwestorów wchodzących na rynek instytucje finansowe oferują również konta walutowe. Minikonto forex to konto walutowe (FX), które umożliwia wejście na rynek przy użyciu mniejszych ilości partii, zmniejszając w ten sposób ryzyko związane z funduszami. Konta handlowe forex są dostępne w trzech rozmiarach: standardowym, mini i makro. Konto mini pozwala przedsiębiorcy na zawieranie kontraktów o wielkości 10 000 jednostek bazowych zamiast 100 000 jednostek standardowego lota. Podobnie, wartość procentowa kosztu ruchu lub zysku w punktach (pips percentage in points) jest wtedy mniejsza i wynosi 1 USD (dla 10 tys. \$) zamiast standardowych 10 USD (dla 100 tys. \$) lub np. 1 setna część centa. Dla kwotowania pięciu miejsc po przecinku 4,12521 ostatnia cyfra 1 oznacza 1/10 część pipsa.

5. Arbitraż walutowy

Arbitraż forex to strategia wykorzystywania różnic cenowych na rynkach forex. Arbitraż może być realizowany na różne sposoby, ale niezależnie od tego, jak zostanie przeprowadzony, arbitraż ma na celu kupno i sprzedaż walut, których kursy są obecnie na rynku rozbieżne, ale bardzo prawdopodobne jest, że szybko się zblizną. Ocze-

17 Wyniki badania obrotów w kwietniu 2019 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce, wrzesień 2019, NBP,

18 11.04.2000 r. Rada Ministrów w porozumieniu z Radą Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o pełnym upłynnieniu kursu złotego wobec walut obcych. Oznaczało to, że kurs złotego odąd kształtuje się bez ograniczeń wobec innych walut; to znaczy głównie pod wpływem popytu i podaży pieniądza.

kuje się, że w miarę cofania się cen w kierunku średniej, arbitraż staje się bardziej opłacalny i można go zrealizować, czasami nawet w milisekundach.

Rozwój technologii spowodował, że wiele transakcji jest wykonywanych automatycznie w systemach algorytmicznych. Egzekucja transakcji realizowana jest za pomocą programów komputerowych, które stosują algorytmy dotyczące zakupu i sprzedaży walut bez udziału człowieka – na podstawie przyjętych przez system zleceń lub automatycznej analizy zmian rynkowych (najczęściej na podstawie analiz technicznych). Na przykład na najbardziej podstawowym poziomie program komputerowy automatyzuje proces dzielenia większego zamówienia, znanego jako „zamówienie nadrzędne”, na wiele mniejszych zamówień, znanych jako „zamówienia podrzędne”, i wykonuje je przez pewien czas.

Ponieważ rynki forex są zdecentralizowane, nawet w erze zautomatyzowanego handlu algorytmicznego mogą wystąpić momenty, w których waluta będąca przedmiotem obrotu w jednym miejscu jest w jakiś sposób kwotowana nieco inaczej niż ta sama waluta w innym miejscu handlu. Arbitrażysta, który jest w stanie dostrzec rozbieżność, może kupić po niższej z dwóch cen i sprzedać po wyższej z dwóch cen i prawdopodobnie zrealizować zysk z rozbieżności, bez ryzyka¹⁹.

Zautomatyzowany handel algorytmiczny skrócił nawet ramy czasowe dla transakcji arbitrażowych na rynku forex. Rozbieżności cenowe, które mogły trwać kilka sekund lub nawet minut, mogą teraz utrzymywać się tylko przez mniej niż sekundę przed osiągnięciem kolejnej równowagi. W ten sposób strategie arbitrażowe sprawiły, że rynki forex są bardziej efektywne niż kiedykolwiek. Jednak niestabilne rynki i brak precyzji w wycenach kursów lub nieaktualność wystawionych ofert mogą i nadal zapewniają możliwości pojawiania się arbitrażu. 1 pips różnicy (1/10000 wartości np. 1 złotego) pozwala zrealizować na transakcji wartą 1 mln danej waluty tylko 100 jednostek przychodu. Większe różnice niż małe pipsy na rynku nie są częste.

Niektóre okoliczności mogą utrudniać lub uniemożliwiać arbitraż. Dyskonto lub premia może wynikać z róż-

nic płynności na rynku walutowym, co nie jest anomalią cenową, ani możliwością arbitrażu, co sprawia, że zawieranie transakcji w celu zamknięcia pozycji jest trudniejsze. Arbitraż wymaga szybkiej realizacji, więc dowolna platforma transakcyjna lub opóźnienia w wejściu w transakcję mogą ograniczyć możliwości. Wrażliwość na czas i złożone obliczenia handlowe wymagają rozwiązań do zarządzania w czasie rzeczywistym w celu kontrolowania operacji i wydajności. Czas rzeczywisty oznacza czas bliski lub ten, w którym procesowane jest zdarzenie gospodarcze. Ta potrzeba spowodowała użycie automatycznego oprogramowania transakcyjnego do skanowania rynków pod kątem różnic cenowych w celu przeprowadzenia arbitrażu forex.

Arbitraż na rynku forex często wymaga udzielania lub zaciągania pożyczek przy stopach zbliżonych do wolnych od ryzyka, które na ogół są dostępne tylko w dużych instytucjach finansowych. Koszt funduszy może ograniczać traderów w mniejszych bankach lub domach maklerskich. Spready, a także narzuty związane z handlem i depozytem zabezpieczającym to dodatkowe czynniki ryzyka uwzględniane w cenach i marżach rynkowych²⁰.

Rynkowe kursy walutowe przy całej zmienności rynku w różnych jego segmentach dają najlepszą (praktycznie jedyną) podstawę do „odkrywania” i kalkulowania kursów średnich przez banki jako przybliżenia stanu ceny ustalającej się na globalnych rynkach walutowych. Ustalenia arbitralnie odbiegające od rynku groziłyby ponoszeniem strat. Ten mechanizm rynkowy jest taki sam dla wszystkich uczestników rynku – niezależnie czy mamy do czynienia z bankiem komercyjnym, brokerem, czy bankiem centralnym.

WNIOSEK:

efekt arbitrażu na rynku walutowym instytucjonalnym i detalicznym jest powszechny, co oznacza, że nie istnieje na rynku swoboda ustalania kursów, ponieważ każdy błąd takiego ustalenia przynosiłby straty gospodarcze ustalającemu niewłaściwy kurs.

19 Załóżmy na przykład, że para walutowa EURJPY została wyceniona na 122.500 przez bank w Londynie, ale została wyceniona na 122.540 przez bank w Tokio. Trader mający dostęp do obu kwotowań byłby w stanie kupić po kursie londyńskim i sprzedać po kursie w Tokio. Kiedy ceny później zbliżyły się do, powiedzmy, 122,550, przedsiębiorca zamykał obie transakcje. Pozycja tokijska straciłaby 1 pips, podczas gdy pozycja londyńska zyskałaby 5, więc trader zyskałby 4 pipsy mniej na kosztach transakcji.

20 Art. 4 ustawy z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (tj.: Dz.U. z 2021 r. poz. 275): „Ilekcroć w ustawie jest mowa o: 8) cenach – rozumie się przez to ceny, jak również opłaty o charakterze cen, marże handlowe, prowizje i narzuty do cen”.

6. Wpływ regulacji sektora finansowego, chroniących inwestorów na rynku forex, zmiany w strukturze rynku

W Polsce największe obroty wykazywały banki, które zgodnie z regulacjami mają obowiązek domykać pozycje walutowe (1294 mln\$ dziennie). Oznacza to, że bank nie może zawierać transakcji spekulacyjnych na walutach ponad apetyt na ryzyko i możliwości kapitałowe, ponieważ pozycja walutowa musi być zbliżona do równowagi walutowej aktywów i pasywów oraz transakcji pozabilansowych.

Na polskim rynku rośnie szybko udział transakcji zawartych za pomocą elektronicznych systemów brokerskich – ich udział w obrotach na krajowym rynku kasowych transakcji walutowych wyniósł około 41%. W ostatnim okresie nastąpiło przeniesienie aktywności z systemów anonimowych (anonymous venues, np. Reuters Spot Matching) na platformy pozwalające na zawieranie transakcji tylko z określonym gronem kontrahentów i identyfikację podmiotu kwotującego przed ich zawarciem (disclosed venues). Największa ilość transakcji była zawierana w \$, EUR, £ i CHF (101 mln\$ z podmiotami niefinansowymi), co świadczy o korzystaniu konsumentów z możliwości spłat kredytów w CHF poprzez zakupy CHF u pośredników walutowych – tabela 1.

Tabela 1. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku walutowym w kwietniu 2016 i 2019 r. (w mln USD)

	2016	2019	Zmiana w %
Rynek walutowy	8975	8864	-1,2%
Transakcje kasowe	2083	2556	22,7%
Outright forward	792	859	8,5%
W tym NFD	323	473	46,4%
Swapy FX	5870	5190	-11,6%
CIRS	160	41	-74,4%
Opcje FX	70	118	68,6%

Źródło: Wyniki badania obrotów w kwietniu 2019 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce, wrzesień 2019, NBP

Jak wynika z powyższych danych polski rynek walutowy jest płynny, o znaczących obrotach walutowych, co pozwala na sformułowanie tezy o jego wysokiej transparentności i efektywności – szczególnie w zakresie transakcji walutowych spot.

Rynek forex jest nadzwyczaj płynny i reaguje w sposób ciągły na napływające informacje ekonomiczne, polityczne, społeczne dyskontowane przez uczestników transakcji. Zmiany są szybkie i często zaskakujące powodując, że pozycje walutowe są otwierane na krótki czas – niekiedy w milisekundach.

W przeciwieństwie do rynków zinstytucjonalizowanych jak np. giełdy, na rynku walutowym transakcji dokonują podmioty w sposób wolny, nieregulowany, prywatny, bez instytucjonalnych narzucanych regulacjami pośredników²¹. Istnieją fundamentalne różnice między rynkiem walutowym a giełdami. Na rynku walutowym nie obowiązują ścisłe przepisy i standardy – jak na giełdach. Nie ma też izb rozliczeniowych gwarantujących rozliczenie transakcji. Dlatego uczestnikami rynku hurtowego mogą być tylko najbardziej wiarygodne instytucje o zdeterminowanych limitach linii kredytowych i tradingowych. Na większości rynków nie są płacone prowizje – tak jak na giełdach. Giełdy mają określone godziny działania, podczas gdy rynek walutowy działa w sposób ciągły przez 24 godziny bez cut-off time. Wejście i wyjście z rynku walutowego nie jest limitowane i możliwe jest lewarowanie transakcji. Z punktu widzenia skali, płynności, ilości uczestników, czasu, konkurencyjności rynek walutowy jest uważany za najbardziej transparentny rynek finansowy na świecie. Co nie oznacza, że istnieje tylko jedna reguła/algorytm ustalania różnych wskaźników informacyjnych, czy transakcyjnych dotyczących kształtowania się kursów walutowych na rynku.

Ostatnie lata wskazują, że realizacja transakcji ulegała szybkim zmianom, przy większej różnorodności uczestników, nowych technologiach i rosnącej złożoności operacyjnej.

Na rynku forex transakcje są przeprowadzane przez autoryzowanych dealerów, czyli instytucje, które otrzymały odpowiednią autoryzację od organów regulacyjnych. Dokonywanie transakcji przez te instytucje jest dodatkowym elementem sieci bezpieczeństwa w postaci spełnienia wymogów instytucjonalnych, prawnych i nadzorczych.

WNIOSEK:

transakcje walutowe, ich księgowanie, wymagania operacyjne, regulaminy są pod kontrolą przepisów polskich oraz europejskich i nadzoru dając rękojmię transparentności i najlepszej ceny.

21 <https://www.bbva.com/en/foreign-currency-market-work/>

Transakcje walutowe na rynku Forex dokonywane są w czasie rzeczywistym/realnym. Dealer kwotując podejmuje ryzyko zmiany kursu po zrealizowanej transakcji dla danej pary walut. Ciągły czas zawierania transakcji powoduje fluktuacje kursów na rynku. Regulatorzy wymagają od dealerów limitowania ryzyka ekspozycji walutowych w celu ograniczenia skali ewentualnych strat walutowych.

Elektronizacja najszybciej rozwinęła się w handlu między dealerem a klientem detalicznym. Dystrybutorzy i klienci poruszali się po bardzo rozdrobnionym rynku, wykorzystując technologię do handlu między elektronicznymi platformami. Pośrednictwo walutowe rozwija się bardziej w kierunku podmiotów innych niż banki jako nowych animatorów rynku, ale pośrednictwo realizowane jest przez najlepszych dealerów. Dealerzy bankowi nadal przyciągają duże przepływy do swoich własnych poolów płynności. W konsekwencji, mimo że rynek rośnie jako całość, to udział działalności czysto handlowej dla szerszego rynku spadł²².

Trading elektroniczny na rynku walutowym bierze pod uwagę analizę techniczną, fundamentalną, behawioralną oraz doświadczenie dealerów. W przypadku handlu w czasie realnym transakcje muszą być wykonywane całkowicie elektronicznie, z wysoką prędkością, automatycznie lub wymagają od dealerów szybkich decyzji, zgodnie z pragmatyką działania rynku. Oznacza to, że rynki walutowe stają się coraz bardziej rozproszone, ale i wspierane najbardziej zaawansowanymi technologiami.

WNIOSEK:

konkurencja na rynku detalicznym i nowe technologie powodują, że rynkowe kursy dla klienta detalicznego są transparentne i efektywne, a spready rynkowe istotnie się zmniejszyły. Klienci detaliczni korzystają z szerokiego wyboru instytucji oferujących waluty.

Dlatego głębokie poznanie reguł działania rynku walutowego, jego segmentów, systemów ma fundamentalne znaczenie dla zapobiegania nieuzasadnionym oczekiwaniom stawianym przed podmiotami działającymi na tym rynku przez regulatorów i sędziów.

Głównymi motywami zawierania transakcji walutowych są **rozliczenia, hedging, spekulacja, oraz arbitraż walutowy**. Spekulacja oznacza przyjęcie otwartej pozycji oczekując ruchu kursu w przewidywanym kierunku. **Hedging** jest takim kształtowaniem pozycji bilansowych i pozabilansowych, aby się one równoważyły. Domknięcie pozycji na rynku walutowym oznacza przeniesienie ryzyka rynkowego na inny podmiot, ale zawsze pozostaje ryzyko rozliczeniowe i kredytowe partnera w transakcji. **Arbitraż** polega na uzyskaniu nadwyżki finansowej w wyniku wykorzystania różnic w kwotowaniu walut na różnych geograficznie rynkach w tym samym czasie – **arbitraż przestrzenny – spatial arbitrage**. Innym arbitrażem są transakcje w trójkącie – kursy krosowe. Połączeniem arbitrażu procentowego zabezpieczonego transakcją forward jest **covered interest arbitrage**, co wynika z braku spójności stóp procentowych i kursów walut²³.

Na rzeczywistym rynku walutowym uwagę zwraca występująca okresowo anomalia premii forward, jako jedna z najpopularniejszych zagadek w teorii finansów międzynarodowych. Zjawisko to tłumaczy się m.in. istnieniem niezerowej premii za ryzyko na rynku walutowym. Badania – czy istnieje zmienna w czasie premia za ryzyko na rynkach walutowych USD/PLN i AUD/JPY wskazują na istnienie niezerowej premii za ryzyko na analizowanych rynkach. W przypadku USD/PLN premia za ryzyko przyjmuje wartości ujemne, gdy rośnie ryzyko mierzone warunkową wariancją. Wyniki sugerują, że w przypadku gwałtownego wzrostu ryzyka wzrasta powyżej oczekiwań aprecjacja dolara amerykańskiego i deprecjacja złotego. Ponadto potwierdzają, że dolar amerykański jest bezpieczną walutą, która ma tendencję do aprecjacji w okresach wysokiej zmienności i kryzysu ekonomicznego lub politycznego. Taki stan rzeczy wskazuje, że kwestia spreadów nie jest trywialna i musi uwzględniać koszty ryzyka oraz nie może być przedmiotem biurowatycznego manipulowania na żądanie niedysponującego dostateczną wiedzą regulatora²⁴.

22 Andreas Schrimpf, Vladyslav Sushko; *FX trade execution: complex and highly fragmented*, BIS Quarterly Review, December 2019 | 08 December 2019

23 Kurs terminowy – forward jest kombinacją kursu kasowego plus lub minus punkty terminowe, które reprezentują różnicę stóp procentowych między dwiema walutami. Większość transakcji forward rozliczana jest w okresie do jednego roku. Kurs forward ustalany jest w dniu transakcji, ale rozliczenie następuje w terminie zapadalności. Kontrakt terminowy jest dostosowany do wymagań kontrahentów. Może być na dowolną kwotę i rozliczać się w dowolnym dniu, który nie jest weekendem lub świętem w jednym z krajów. Transakcja futures jest podobna do transakcji terminowej outright, ponieważ jest rozliczana później niż transakcja spot, ale ma standardową wielkość i datę rozliczenia i jest przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Giełda pełni rolę kontrahenta.

24 <https://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln1.pdf>

Waluty mają oznaczenia 3 literowe wskazujące na kraj i rodzaj waluty – USD, EUR, PLN etc. zgodnie z ISO 4217 regulujące kody walutowe. Czasami dealerzy używają żargonu nazywając GBP/USD – cable, EUR/CHF – Swissy, EUR/USD – Fiber, EUR/GBP – Chunnel, NZD/USD – Kiwi itp. Główny komponent każdej działalności tradingowej stanowią negocjacje kursu zakupu lub sprzedaży. Sprzedający i kupujący dążą do uzyskania na konkurencyjnym rynku jak najkorzystniejszych cen we własnym interesie. Dlatego kursy kupna oferowane (bid) przez brokera są niższe od kursów sprzedaży (offer)²⁵. Na rynku walutowym obracający walutami zarabiają na różnicy kursu kupna – bid i sprzedaży-offer – czyli ich przychód stanowi spread pokrywający koszty pracowników, koszty regulacyjne, koszty systemów IT, koszty systemów operacyjnych, koszty finansowania zasobu dewizowego dla utrzymania płynności zlecanych operacji, koszty ryzyka zobowiązania się banku do przyjmowania do realizacji transakcji w okresie obowiązywania tabeli. **Dlatego na rynku jest tyle spreadów (oraz kursów realizacji operacji), ile jest podmiotów obsługujących klientów.** Zakres kursów kupna i sprzedaży nie jest swobodny, ponieważ jest wyznaczany przez mechanizm rynkowej konkurencji oraz przez wolumeny transakcji. Z tych również względów spready są inne na rynku hurtowym i detalicznym, dla tabel całodziennych (wysokie ryzyko zmian dziennych kursów) i zmieniających się na bieżąco (np. w kantorach). Spready zmieniają się dynamicznie (tak jak i determinujące je kursy walut), gdy rosną koszty finansowania lub zmienia się wolatylność kursów na rynkach globalnych.

Na rynku międzybankowym forex spready są niższe, natomiast podmioty nie należące do rynku hurtowego płacą spread nieco szerszy w zależności od zmieniającego się nieustannie ryzyka zmian kursów. Natomiast kursy tabelaryczne dla klientów indywidualnych mają spready wyższe i zależą one od tego na jak długo kursy są utrzymywane w tabeli bez zmian, gdyż są w tym czasie obciążone ryzykiem zmienności kursów na rynku. Często kursy walut są ustalane w tabeli raz na cały dzień. Ale są instytucje, które w celu ograniczenia ryzyka walutowego zmieniają kilka razy dziennie – podążając za zmieniającym się rynkiem. Instytucje finansowe – jak w każdej działalności gospodarczej – podejmują decyzje dotyczą-

ce swoich kursów kupna i sprzedaży zgodnie z poziomem kursów na rynku uwzględniając ryzyko rynkowe, ich skłonność do ryzyka pod presją konkurencyjnych ofert. Zmienność kosztów własnych, regulacyjnych, technologicznych oraz ryzyka wymaga nieustannego dostosowywania się spreadów do popytu i podaży na wolnym i efektywnym rynku finansowym.

WNIOSEK:

tam, gdzie działa wolny i silnie konkurencyjny rynek nie ma uzasadnienia jakiegokolwiek domniemanie o nieuczciwości oferowanych kursów walut, czy arbitralnej swobodzie ustalania kursów.

Na tak płynnym rynku – szczególnie hurtowym, gdzie transakcje można zawierać w milisekundach osiągnięcie obiektywnej przewagi rynkowej jest niemożliwe, a wybór strony transakcji wynika z wiarygodności (głównie kredytowej) podmiotu i konkurencji ofert – kursu kupna lub sprzedaży waluty.

Najprawdopodobniej niezrozumienie rynku walutowego wynika z braku na nim spełnienia się klasycystycznej koncepcji jedności czasu, miejsca i akcji. Trudno jest osiągnąć jedność czasu, gdy transakcje zawierane są w sposób ciągły, przez wiele podmiotów z całego świata, miejsce nie istnieje fizycznie, a transakcje dokonywane są w każdej milisekundzie przez nieustannie zmieniający się zestaw podmiotów. Oznacza to, że aby ogarnąć nieustannie płynny rynek i uzyskać pogląd na poziom kształtowania się kursów w różnych segmentach („gdzie jest rynek?”) instytucje „odkrywające” oraz liczące średnie kursy na swoje potrzeby biznesowe mogą korzystać z różnych źródeł informacji, pochodzących z dostępnych platform transakcyjnych i informacyjnych, systemów brokerów, market makerów, czy pojawiających się coraz powszechniej fintechów.

Podstawową metodą opartą o transakcyjny rynek jest metoda próbkowania, czyli pozyskiwania aktualnych ofert kupna i sprzedaży walut z różnych systemów transakcyjnych wielostronnych i pojedynczych, od brokerów etc. Metoda ta pozwala pozyskać oferty transakcji z różniących się – często nieistotnie mało – segmentów rynku. Zadaniem dealera jest ocena wagi poszczególnych ofert i wyprowadzenia średniego kursu walutowego dostępnego w transakcjach dla danego banku w momencie próbkowania. Generalnie nie istnieją jednoznaczne, teoretycznie uzasadnione formuły czy algorytmy, które uwzględniałyby

25 Explaining the bid and ask price in the foreign exchange market, 06 Mar 2020 – <https://www.axiory.com/trading-resources/trading-terms/bid-ask-price-explained>

całą złożoność rynku z punktu widzenia czynników ekonomicznych i behawioralnych. Stan rynku może się zmieniać w różnych kierunkach w kolejnych milisekundach pod wpływem nowych wydarzeń. Istotne jest to, że poszczególne segmenty rynku walutowego są ze sobą powiązane a mechanizm rynkowy, w tym arbitrażowy eliminują systematycznie różnice, dając efekt nieistotnych, losowych odchyleń wokół estymowanej średniej.

Pewną alternatywą jest wykorzystanie tylko systemów informacyjnych o znaczącym zasięgu międzynarodowym, które otrzymują niewiążące notyfikacje od swoich klientów i według własnych metod agregują dane i wskazują na przybliżone średnie wartości dla obserwowanego rynku. Tu problemem jest nietransakcyjność tych kursów dla danego banku oraz upływ czasu zachodzący między zawieraniem na rynku transakcjami a przetworzoną informacją. Odwołanie się tylko do kursów informacyjnych oznaczałoby, że banki musiałyby akceptować ryzyko odchyleń kursów transakcyjnych i informacyjnych, które ze względu na mechanizmy rynkowe w stabilnych warunkach nie są wysokie, ale w gospodarce rynkowej nie ma podstaw prawnych, ani sensu ekonomicznego do narzucania bankom przyjęcia dodatkowego ryzyka. Takie sytuacje wynikające z opóźnień systemów informacyjnych w stosunku do rynku transakcyjnego mogłyby być również niekorzystne dla klientów banków. Właśnie z tej metody próbkowania korzystają niemal wszystkie podmioty prywatne na rynku (w tym banki w Polsce i za granicą), a także Narodowy Bank Polski (NBP) i Europejski Bank Centralny (EBC). Pozwala ona na uzyskanie informacji o rynkowych kursach wymiany oraz trendach w tym zakresie w każdej dowolnej chwili.

Korzystając z tych źródeł poszczególne instytucje metodą próbkowania kalkulują na własne potrzeby swoje średnie kursy co oznacza, iż w każdej chwili na rynku może – w zależności od indywidualnej metody kalkulacji i wyboru – funkcjonować duża liczba średnich kursów identyfikowanych przez poszczególne instytucje. Mimo to te estymowane kursy średnie są w danym czasie bardzo do siebie zbliżone, ponieważ arbitraż rynkowy oraz płynność rynku walutowego wykluczają możliwości zaistnienia pomiędzy nimi istotnych różnic. Najczęściej nieistotne różnice pojawiają się na czwartych lub piątym miejscach po przecinku – czyli dziesiątych lub setnych części grosza. Z pewnością nie da się stwierdzić, że którakolwiek średnia może być uznana za lepszą lub gorszą ze względu na powyżej wspomniane atrybuty tego rynku. Natomiast stała

zmienność liczby podmiotów i ich transakcji w każdej milisekundzie powoduje, że technicznie nie jest możliwe replikowanie *ex post* procesu ustalania kursu średniego przez dany podmiot, abstrahując od tego, ile i jakie systemy wykorzystuje podmiot liczący swoją średnią rynkową kursu hurtowego – jako punkt wyjścia do sporządzenia własnej tabeli dla klientów detalicznych. Różnice średnich kursów bid-offer dla poszczególnych banków mogą być tylko losowe – a więc nieistotne różne – co uzasadnia twierdzenie o ich pełnej przejrzystości na rynku. Ustalenie średniego kursu dla danego banku jest wyłącznie odtworzeniem poszukiwanej na realnym rynku wartości waluty.

Ani konsument, ani bank nie mają zdolności przewidzenia kursu wymiany nie tylko w dłuższej, ale nawet w najkrótszej perspektywie. Kursy zmieniają się w milisekundach pod wpływem napływających nieustannie na rynek nowych informacji lub niekiedy i rynkowych emocji. Zatem teza, że bank powinien stworzyć jakiś algorytm i zawrzeć w umowie postanowienia pozwalające konsumentowi na samodzielną replikację kursu jest z gruntu wadliwa i stojąca w sprzeczności z praktyczną wykonalnością, podobnie jak założenie, że może on lub bank przewidzieć kurs wymiany walut obcych. W warunkach konkurencyjnego rynku klient ma prostsze i daleko mniej kosztowne rozwiązanie – może, korzystając z tabel rynkowych banków, kantorów, fintechów, internetu – i to jest jego przywilejem – porównać na rynku efektywnym różnych oferentów i na podstawie dostępnych powszechnie danych weryfikować kurs danego banku oraz podjąć decyzję, gdzie i po jakim kursie dokona transakcji.

Poważną wątpliwość metodyczną budzi sytuacja, gdy zachodzi ocena przejrzystości rynku i kursu banku bez sformułowania precyzyjnych kryteriów lub skonfrontowania kursów banku z dostępną informacją rynkową. Jeżeli kursy banku nie różnią się istotnie – a tylko losowo – od kursów z podobnego czasu to z pewnością taki bank nie naruszał istotnych interesów konsumentów. Naruszeniem istotnych interesów konsumenta nie mogą być znikome lub normalne średnie dla rynku odchylenia między platformami informacyjnymi a kalkulowanym przez konsumenta kursem dla danego czasu. Różnice na 3, 4 lub 5 miejscu po przecinku dla tego samego segmentu rynku nie mogą być fałszywie interpretowane jako rażące. Drugie miejsce po przecinku oznacza zmiany na poziomie grosza. Jest oczywiste, że na konkurencyjnym rynku nikt nie narzuca konsumentowi obligatoryjnego wykorzystania oferty danego banku.

WNIOSEK:

mechanizm rynkowy powoduje, że powstające losowo różnice między kursami średnimi w tabelach bankowych są nieistotnie małe, a odchylenia mieszczące się w typowych średnich wartościach w żadnym razie nie są rażące. Nie jest też zasadą działania rynku detalicznego, aby konsumenci kontrolowali kursy walut, czyni to rynek, a narzucanie takiej kontroli i algorytmów do umów na rynku nie ma logicznego sensu i byłoby w praktyce niewykonalne, a nawet niebezpieczne. Nikt też nie kontroluje merytorycznie na wolnym rynku kursów banków centralnych.

Rynek w zależności od rodzaju waluty, czasu i intensywności zawieranych transakcji, a także wydarzeń politycznych, ekonomicznych i rzadziej, również czynników behawioralnych – jest w różnych porach bardziej lub mniej płynny. Ale generalnie uważa się rynek walutowy za przykład najbardziej płynnego i efektywnego rynku – również w rozumieniu Teorii Rynków Efektywnych – E. Fama 1965²⁶. Zmiany kursów na takim rynku dokonują się losowo pod wpływem napływających nowych informacji, w wyniku transakcji podejmowanych przez dyskontujące te informacje racjonalnie działające podmioty realizujące transakcje. Implikacją rynku efektywnego są losowe zmiany kursu, co oznacza, że nikt nie jest w stanie przewidzieć, jak zmieni się kurs waluty z upływającym czasem działania rynku, ponieważ nikt nie ma dostępu do informacji z przyszłości, a jednocześnie jego poziom w danej chwili odzwierciedla najlepiej wartość fundamentalną waluty. Jeśli dla danego aktywa istnieje aktywny rynek (jak np. rynek walutowy) przez co cena rynkowa danego dobra jest znana i łatwa do ustalenia, wartość godziwa będzie równa wartości rynkowej²⁷.

Czas ma charakter ciągły, a nie skokowy i nie jest podzielony na momenty, w których zaistniałby jeden kurs dla całego rynku walutowego – a nawet tylko hurtowego. W konsekwencji nikt nie jest w stanie systematycznie wygrać z rynkiem. Rynek walutowy najlepiej spełnia wszystkie teoretyczne założenia rynku

silnie efektywnego. Inne teorie – Teoria Chaosu, czy Rynku Koherentnego itp. nie stwarzają aplikowalnych narzędzi pozwalających przewidzieć zmiany kursów walutowych. Nawet noblista i współtwórca teorii behawioralnych w odniesieniu do zachowań inwestorów – krytyk teorii rynków efektywnych R. Thaler – dostrzega, że rynek czasami reaguje za silnie lub za łagodnie, ale że „niemal wszystkie rynki są efektywne niemal przez cały czas tzn. co najmniej 90%”²⁸.

7. Skala rynku walutowego – dane empiryczne

Rynek walutowy jest jednym z największych i najbardziej płynnych rynków finansowych. Wartość dziennych obrotów w poszczególnych segmentach rynku jest ogromna, tylko na rynku spot osiągają one ponad 2,3 biliona \$ dziennie. Tabela 2. pokazuje wagę poszczególnych centrów rynków walutowych. Ciągłe dominującymi rynkami są Londyn i Nowy Jork. Inne rynki wysoko rozwinięte tracą swoje udziały na rzecz rynków azjatyckich – patrz tabela 2.

Tabela 3. zawiera dwustronne obroty w kluczowych walutach i wskazuje na najważniejsze waluty globalne, gdzie dominującą pozycję prezentuje USD 88% oraz EUR 32%, a w dalszej kolejności Yen i Funt (uwaga nie sumuje się do 100%, ponieważ waluty są kalkulowane dwustronnie).

Międzynarodowy charakter rynku powoduje, że ponad 57% wszystkich transakcji walutowych dotyczy podmiotów cross-border.

Transakcje na rynku walutowym dokonywane są głosowo lub pośrednio głosowo ale coraz większą przewagę zyskują bezpośrednio lub pośrednio stosowane łącza elektroniczne szczególnie w przypadku dokonywania transakcji spot – patrz tabela 4.

Handel elektroniczny osiąga już około 60% całego wolumenu, a handel głosowy spadł do 40%. Jeszcze wyraźniej widać zmiany biorąc pod uwagę zmiany wolumenów. Handel w segmencie dealer-dealer spadł z 58% (2013) do około 51% (2020) podczas, gdy przeciwny trend zaznaczył się w segmencie dealer-customer 55% (2013) do 63% (2020). Generalnie transakcje elektro-

26 E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of Finance*, 1970, vol 25, s.383-417 w 2013 roku Nagroda Nobla,

27 Wartość godziwa, www.findict.pl/slownik/wartosc-godziwa, dostęp 15.03.17r.

28 Richard H. Thaler, *Zachowania niepoprawne. Tworzenie ekonomii behawioralnej*. Media rodzina, 2018 Poznań



Tabela 2. Najważniejsze centra transakcji na rynku walutowym według średnich dziennych obrotów w IV 2019 roku – w mln \$ dziennie. Dla porównania struktura w 2010 roku.

Rok 2010	Rok 2019	Razem	Spot	Outright forwards	Foreign exchange swaps	Currency swaps	FX options
Total, „net-gross” basis ²		8 300 586	2 378 712	1 182 332	4 234 248	143 751	361 493
Wg krajów							
36,70%	United Kingdom	43,09%	13,78%	6,53%	19,83%	0,94%	2,02%
17,90%	United States	16,51%	5,73%	2,96%	6,98%	0,08%	0,75%
5,30%	Singapore	7,71%	1,85%	1,18%	4,04%	0,09%	0,54%
4,70%	Hong Kong SAR	7,62%	1,35%	0,71%	5,03%	0,26%	0,28%
6,20%	Japan	4,52%	1,18%	0,74%	2,35%	0,07%	0,19%
5,20%	Switzerland	3,32%	0,77%	0,36%	1,94%	0,00%	0,25%
3,00%	France	2,01%	0,28%	0,24%	1,42%	0,03%	0,05%
0,90%	China	1,64%	0,52%	0,07%	1,02%	0,00%	0,03%
2,10%	Germany	1,50%	0,23%	0,08%	1,15%	0,01%	0,02%

Źródło: <https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm> BIS. Global foreign exchange turnover 2019 Monetary and economic department, Tables revised on 8. Dec. 2019.

Tabela 3. Średnie dzienne obroty w poszczególnych segmentach rynku walutowego w mln \$ w roku 2019, dla porównania obroty spot w 2010 roku.

Obroty spot 2010 według walut	Dzienne średnie obroty, IV 2019 w mln \$	Razem	Spot	Outright forwards	Foreign exchange swaps	Currency swaps	FX options
Total, „net-net” basis ¹		6 595 471	1 987 441	999 318	3 202 667	108 486	297 522
wg walut w %		2 010 USD	37,0%	12,0%	44,0%	1,0%	5,0%
80%	USD	88,30%	25,58%	13,39%	44,06%	1,54%	3,73%
46%	EUR	32,28%	9,33%	3,88%	17,31%	0,39%	1,37%
20%	JPY	16,81%	5,46%	2,20%	7,82%	0,36%	0,96%
14%	GBP	12,79%	3,64%	1,65%	6,73%	0,29%	0,48%
5%	AUD	6,77%	2,58%	0,80%	2,83%	0,18%	0,38%
4%	CAD	5,03%	1,85%	0,65%	2,21%	0,11%	0,22%
6%	CHF	4,96%	1,30%	0,55%	2,94%	0,03%	0,14%
0,90%	CNY	4,32%	1,47%	0,54%	2,07%	0,02%	0,21%
24%	Other currencies	28,73%	9,06%	6,64%	11,14%	0,35%	1,53%

*nie sumuje się do 100%
– obie strony transakcji = 200%

Źródło: <https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm> BIS. Global foreign exchange turnover 2019 Monetary and economic department, Tables revised on 8. Dec. 2019.

Tabela 4. Średnie obroty dzienne w mln USD oraz w % według metody dokonania transakcji

Rok 2019	Razem	Transakcje Spot	Outright forwards	Foreign exchange swaps	Currency swaps	Opcje FX
Mln \$	6 595 471	1 987 441	999 318	3 202 667	108 486	297 522
Według metody zawierania transakcji						
Bezpośrednio głosowo	27,40%	25,04%	31,07%	24,40%	63,20%	50,16%
Pośrednio głosowo	13,11%	2,57%	7,17%	21,30%	13,77%	15,14%
Bezpośrednio elektronicznie	27,69%	31,71%	28,89%	25,98%	12,51%	20,65%
Pośrednio elektronicznie	28,69%	37,49%	28,05%	25,91%	6,94%	10,03%
Inaczej	3,11%	3,19%	4,83%	2,42%	3,58%	4,01%

Źródło: <https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm> BIS. Global foreign exchange turnover 2019 Monetary and economic department, Tables revised on 8. Dec. 2019.

niczne dealer-customer przekroczyły 75% obrotów w transakcjach spot, 65% w forward i 55% w FX swapach. Generalnie rola człowieka jest redukowana do dokonywania wyborów warunków transakcji na platformach w oparciu o standaryzowane produkty i marże.

WNIOSEK:

zmiany rynków walutowych wskazują na – po pierwsze na coraz większą internalizację strumieni walutowych przez liczne platformy, które tworzą nowe segmenty rynku o znaczącej skali – w stosunku do platform wielopodmiotowych. Po drugie klienci platform, aby być dopuszczonymi muszą spełnić wiele wymogów technicznych, finansowych, organizacyjnych, cenowych co oznacza, że dla przeważającej ilości klientów detalicznych te bariery dostępu do rynków hurtowych są nie do przekroczenia. Wiele platform największych dealerów stoi w sposób pośredni za innymi platformami w tym i przeznaczonymi dla konsumentów (white label), co prowadzi do rosnącej koncentracji wokół wiodących liderów rynku, ale i istotnie bliskich kwotowań kursów walut na różnych platformach mimo dynamicznej zmienności rynków. Natomiast platformy dla klientów detalicznych cieszą się niskimi progami dostępu – często bez kosztów i wysokich wymagań sprzętowych.

Głównym celem uczestników rynku walutowego jest zrozumienie fundamentalnej wartości kursów. Badania nad kursami walutowymi wskazały, że proces odkrywania „ceny walut” jest bardzo złożony ze względu na różne kategorie uczestników w poszczególnych segmentach rynku oraz techniki i technologie stosowane w transakcjach rzeczywistych oraz w pozyskiwaniu i agregacji informacji o stanie rynku. Pierwotnie kursy walut były determinowane transakcjami związanymi z wymianą towarową i usługową powodującymi handel pieniędzem. Rozwój i umiędzynarodowienie biznesu uruchomiły przepływy finansowe na wielką skalę – kredyty, ubezpieczenia, inwestycje bezpośrednie, pośrednie, transakcje instytucji centralnych, aktywność funduszy różnego rodzaju, korporacje i detaliści etc. Na rynku rozwinęły się nowe instytucje samego rynku walutowego – dealerzy, traderzy, giełdy walutowych instrumentów pochodnych oraz rynek OTC – instrumentów walutowych, maszyny uczące dokonujące transakcji HFT, platformy technologiczne do zawierania transakcji oraz platformy generujące na podstawie zdywersyfikowanych źródeł informacje analityczne na temat kursów walutowych.

Czynniki oddziałujące na kursy walut – ich wielka złożoność i dynamika zmian – powodują, że mimo licznych teorii kursów walutowych – kursy walut ani w krótkim, ani w długim okresie nie są praktycznie przewidywalne z zadawalającą precyzją. Wystarczy wskazać, że poszukuje się syntez kursu w ramach teorii fundamentalnych – strumieniowych (parytetu siły nabywczej, parytetu stóp procentowych w lic-

nych wariantach) oraz zasobowych (teorie kursu walutowego – monetarna i portfelowa) oraz niefundamentalnych odnoszących się do licznych koncepcji behawioralnych itp. Wszelkie działania człowieka w sensie ekonomicznym niosą za sobą niepewność co do skutków podejmowanych decyzji walutowych, które mogą przynieść zarówno straty jak i zyski. Mimo rozwoju licznych narzędzi analizy ryzyka nie ma możliwości osiągnięcia wystarczająco dobrych estymacji tego co się może zdarzyć z daną walutą. Najczęstszym praktycznym podejściem jest tworzenie nowych oszacowań w wyniku napływu kolejnych informacji w sposób rekurencyjny.

8. Segmenty rynku walutowego²⁹

Rynek walutowy jest istotnie złożony. Można wyróżnić co najmniej 4 współzależne ale różniące się w sposobach operacji rynki – hurtowy finansowy, korporacyjny, detaliczny i algorytmiczny

²⁹ Michael R. King, Carol Osler and Dagfinn Rime *Foreign exchange market structure, players and evolution* Working Paper Research Department ISSN 1502-8143 (online) ISBN 978-82-7553-616-5 (online) August 14, 2011

Na rynku wyróżniają się dwie grupy brokerów.

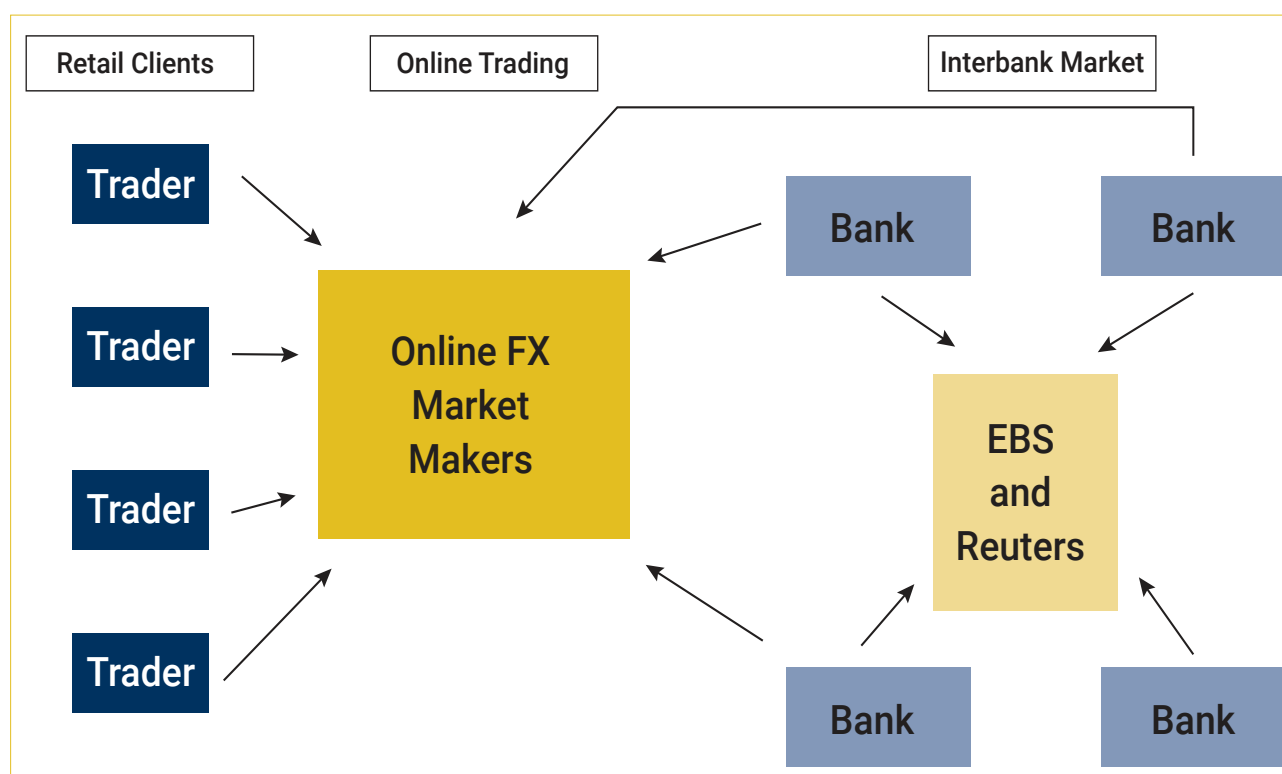
Interdealer Broker (IDB): Pośrednik finansowy, który ułatwia transakcje między brokerami-dealerami, bankami dealerów i innymi instytucjami finansowymi, ale nie osobami prywatnymi. Obejmuje to brokerów wykonujących transakcje za pomocą głosu lub środków elektronicznych lub ich hybrydy. Brokerzy korzystają z wielu różnych platform – są również podkategorią platform handlu elektronicznego FX.

Druga grupa to **Prime Brokers (PB):** Podmioty, które zapewniają pośrednictwo transakcyjne/kredytowe jednej lub większej liczbie stron transakcji na podstawie wcześniej uzgodnionych warunków regulujących udzielanie takiego kredytu walutowego. Prime Broker może również dawać oferty zależne lub pokrewne, w tym usługi operacyjne i technologiczne.

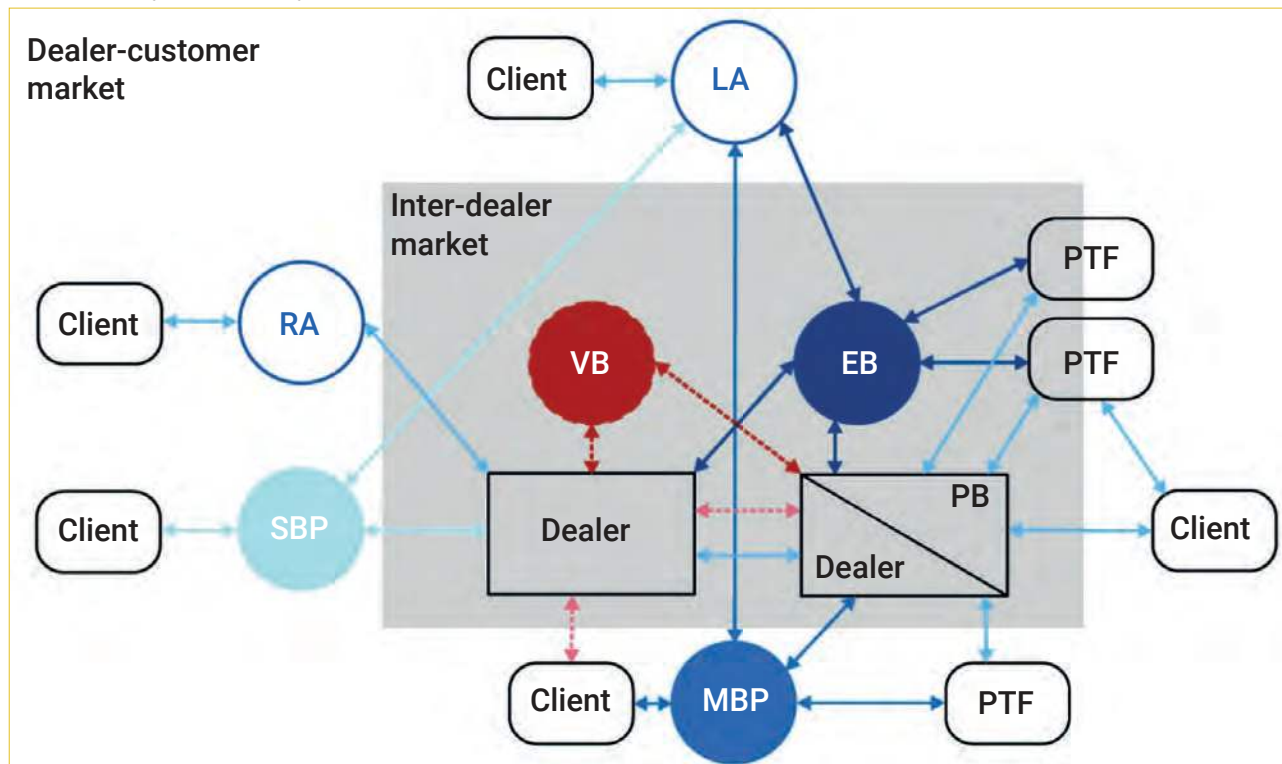
Obecnie rynek wyraźnie ewoluuje do podziału na poziom pierwszy składający się z banków i brokerów interdealer oraz drugi dealer-customer.

Trzon rynku walutowego stanowią systemy tworzące platformy handlu walutowego między bankami. Stąd biorą się zasilane w płynność walutową systemy on-

Schemat 1. Rynek walutowy



Schemat 2. Rynek walutowy



Oznaczenia EB – electronic broker (broker elektroniczny), LA – liquidity aggregator (agregator płynności), MBP – multi-bank platform (platformy wielobankowe), PB – prime broker, PTF – principal trading firm (główna firma tradingowa), RA – retail agregator (agregator detaliczny), SBP – single bank platform (platforma pojedynczego banku), VB – voice broker (broker głosowy); linie przerywane – transakcje głosowe, linie ciągłe – transakcje elektroniczne. Źródło: King et al. (2012)

Źródło: <http://theforexlibrary.com/wp-content/uploads/2021/05/The-Forex-Library-FREE-Trading-Guide-1.pdf>

linowe banków oraz innych market makerów. Obok nich wyróżnia się tak zwane Główne firmy handlowe (Prime Trading Firms, PTF), które są jednymi z najczęstszych użytkowników usług *prime brokerage*. PTF wykorzystują algorytmiczne strategie handlowe i są aktywne na rynku walutowym. Nowością w ostatnich latach jest to, że zbudowały one model biznesowy wokół rynków ściśle hurtowych. Transakcje z najlepszymi brokerami stanowią teraz dużą część wolumenów na platformach, które w przeszłości obsługiwały handel międzybankowy, takich jak brokerzy elektroniczni. Te systemy stanowią platformy dla handlu z innymi podmiotami tworzącymi podaż i popyt na waluty oraz „okienka” dla klientów detalicznych.

a. Segment instytucji finansowych – rynek hurtowy

Istnieje wiele kategorii instytucji finansowych: banki, ubezpieczyciele, asset managers, fundusze emerytalne, broker/dealers, instytucje międzynarodowe, banki

centralne etc. Zwykle instytucje finansowe kumulują fundusze klientów wprowadzając na rynek większe wolumeny i płynność. Z tego powodu instytucje finansowe próbują „odkrywać” rynkowy kurs waluty korzystając z licznych źródeł na nieregulowanym i rozproszonym rynku. Skala lewaru finansowego logicznie uzasadnia poszukiwanie, nabywanie informacji i przetwarzanie informacji według własnych – indywidualnie opracowywanych systemów, procedur i doświadczenia traderów. Nie ma jednego standardowego podejścia dla całego rynku. Efektem są aproksymowane losowością kroczącą zmiany kursów walut w okresach stabilności rynków oraz chaotyczne zmiany kursów w okresach kryzysowych. Dążenie do rozpoznania i przewidywania kursów walut jest naturalne, ponieważ podmioty gospodarcze dokonują inwestycji w waluty ze względów transakcyjnych, płynnościowych, hedgingowych oraz spekulacyjnych, ale skuteczność w tym zakresie jest niewielka³⁰.

30 <https://www.forex.com/ie/trading-platforms/overview/>



Na rynku forex wyróżnić trzeba poziom 1, który stanowią banki centralne. Banki centralne są dużymi graczami na rynkach walutowych i mogą odgrywać ważną, ale nie decydującą rolę w wahaniach cen spot. Banki centralne nie są spekulantami i wchodzi na rynki walutowe głównie w celu: 1) nadzoru nad rynkiem 2) kontrolowania podaży pieniądza i stóp procentowych, niekiedy próbują ograniczać wahania kursów w okresach napięć rynkowych. Rząd i banki centralne ściśle monitorują działalność gospodarczą, aby utrzymać podaż pieniądza na poziomie odpowiednim do osiągnięcia ich celów gospodarczych i stabilizacji zewnętrznej wartości pieniądza. Banki centralne wpływają na podaż pieniądza i stopy procentowe poprzez: 1) zmianę rezerwy obowiązkowej 2) zmianę stóp procentowych 3) operacje otwartego rynku (aktywny obrót rządowymi papierami wartościowymi, bonami skarbowymi, walutą obcą). Na przykład zbyt duża ilość pieniądza może prowadzić do inflacji przez co wartość pieniądza spada, a ceny rosną. Banki centralne również często próbują przywrócić porządek na niestabilnych rynkach poprzez interwencje – dewaluacje, rewaluacje, *managed floating*, *dirty floating* itp.

Ważną rolę pełnią dealerzy, brokerzy i market makerzy, których celem jest zarabianie bez narażania na reputację instytucji zatrudniającej. Transakcje polegają na pośrednictwie w zakupach i sprzedaży walut, przy użyciu kapitału obrotowego danej instytucji. Na koniec dnia pozycje długie i krótkie muszą być ograniczone do poziomów wyznaczonych przez instytucje na podstawie akceptowalnego ryzyka i regulacji. Market makerzy są zobowiązani do kwotowania w sposób ciągły kursów kupna i sprzedaży. W transakcjach hurtowych spready (nie spready detaliczne) okresowo spadają nawet do 0,005% wokół kursu średniego – będącego średnią arytmetyczną bid i offer. Broker kwotuje kursy obustronnie ale nie ujawnia klienta. Dopiero po zawarciu transakcji klient przestaje być anonimowy. Broker najczęściej osiąga przychód z prowizji od transakcji.

b. Segment korporacyjny

Uczestnicy komercyjni stanowią poziom 2 wraz z szybkim wzrostem globalizacji, korporacje są coraz bardziej zmuszone do koncentrowania się na wymianie zagranicznej i tym samym stają się bardzo ważnymi graczami. Korporacje wykorzystują rynki walutowe dla operacji skarbowych związanych z biznesem. Waluty są narzędziem w procesie wymiany towarowej. Korporacje stanowią zróżnicowaną grupę

obejmującą: ► małe i duże korporacje, ► importerów/eksporterów, ► firmy świadczące usługi finansowe oraz ► firmy świadczące usługi konsumenckie, między innymi międzynarodowe korporacje mogą być zmuszone do dokonywania płatności na rzecz podmiotów zagranicznych za materiały, robociznę, koszty marketingu/reklamy i/lub dystrybucję, co wymaga wymiany walut. Generalnie eksporterzy wolą otrzymywać zapłatę w walucie swojego kraju lub w kluczowych walutach – dolarach lub euro, funtach, jenach, które są powszechnie akceptowane.

Podstawowym celem międzynarodowych korporacji na rynku jest kompensowanie ryzyka poprzez zabezpieczanie się przed deprecjacją waluty, która to deprecjacja wpłynęłaby na wysokość przyszłych płatności. Decyzja o zabezpieczeniu się korporacji zależy od wielu czynników. Na przykład, jeśli korporacja uważa, że spodziewana jest deprecjacja waluty krajowej, w wyniku czego odroczone pozycja jest zagrożona, najprawdopodobniej wejdzie na rynek za pomocą strategii hedgingowej.

Korporacje raczej nie używają walut do spekulacji, lecz głównie do hedgingu. Odkrywanie kursu rynkowego w przypadku korporacji i przewidywanie kursów nie jest priorytetową kompetencją korporacji. Tworzenie kompetencji tradingowych jest kosztowne i przedsiębiorstwa nie troszczą się o wysoce precyzyjne prognozy kursów – dlatego hedgują ryzyko.

Inni uczestnicy komercyjni poziomu 2 to obok dużych korporacji inne przedsiębiorstwa i instytucje które, zmuszone wzrostem globalizacji do koncentrowania się na wymianie zagranicznej, stają się również bardzo ważnymi graczami.

Kolejne instytucje poziomu 2 to Global Fund Managers – Globalni zarządzający funduszami, duże fundusze inwestycyjne, hedgingowe, emerytalne i arbitrażowe, które inwestują w zagraniczne papiery wartościowe i inne zagraniczne instrumenty finansowe. Mogą one mieć znaczny wpływ na zmiany kursów spot, ponieważ stale przywracają równowagę i dostosowują swój międzynarodowy kapitał i portfele o stałym lub zmiennym dochodzie. Te decyzje dotyczące portfela mogą mieć wpływ na rynek, ponieważ często wiążą się z dużymi transakcjami kapitałowymi. W okresach, w których lokalne akcje i obligacje są atrakcyjne, gospodarka narodowa może uzyskać znaczną alokację globalnego kapitału, wzmacniając walutę krajową. Działania hedgingowe portfela zaczynają również wpływać na rynki walutowe, ponieważ coraz więcej międzynarodowych funduszy zaczęło wdrażać stra-

tegie hedgingu walutowego. Gdy ta grupa inwestorów zabezpiecza istniejące aktywa, generuje przepływy walutowe o znaczącej skali. Fundusze FX, które inwestują w waluty, są powszechnie nazywane funduszami Global Macro. Fundusze te w zależności od wielkości mają tendencję do zajmowania różnych pozycji na rynku walutowym. Wiele dużych funduszy ma tendencję do zajmowania znaczących pozycji typu carry trade, wykorzystując różnice w globalnych stopach procentowych³¹. Inni starają się wykorzystać błędną politykę gospodarczą lub kursową. Gdy kursy przewyższają ich „prawdziwą wartość”, wchodzi na duże pozycje i obstawiają powrót do równowagi. Inni grają po prostu mierzą globalne wydarzenia i oceniają w dłuższej perspektywie, które waluty ulegną wzmocnieniu/osłabieniu w ciągu najbliższych sześciu do ośmiu miesięcy, ale zmienność rynku i ograniczona przewidywalność kursów zaskakuje nieustannie rynki walutowe. Udział funduszy w rynku walutowym gwałtownie wzrósł w ostatnich latach, a ich łączny udział w obrocie wynosi obecnie ponad 20%. Nie ma wątpliwości, że wraz ze wzrostem ilości pieniędzy, którymi zarządzają niektóre z tych wehikułów inwestycyjnych, wielkość i płynność rynków walutowych oraz mniejsza korelacja z papierami wartościowymi jest bardzo atrakcyjna. Chociaż w większości pozycje walutowe funduszy są stosunkowo niewielkie w porównaniu z innymi uczestnikami rynku, działając razem, mają wpływ na ruchy waluty spot. Niemniej jednak generalnie ilość uczestników rynku i wolumeny transakcji gwarantują transparentne i rynkowe wartości kursów w czasie.

c. Segment detaliczny

Klienci detaliczni stanowiący poziom 3 – nie dysponują dużymi kapitałami i liniami kredytowymi w bankach, co wyklucza ich z rynku hurtowego. Klienci detaliczni przez wysokie koszty operacji oraz ryzyko rozliczeń są raczej zniechęceni do spekulacji walutowej poprzez szerokie spready od transakcji detalicznych dla transakcji poniżej 1 mln \$. Niska wartość jednostkowych wolumenów transakcji, ryzyko i wysokie koszty obrotów klientów detalicznych determinują wyższe marże. Około roku 2000 pojawiły się platformy internetowe dla klientów detalicznych, które agregowały popyt i podaż. Słabsza korelacja walut z aktywami finansowymi i duża płynność powodowa-

ła szukanie dodatkowego zysku ze spekulacji walutowej. Klienci detaliczni nie mają dostępu do rynku hurtowego i obsługujących go technologii, a także nie gromadzą i nie przetwarzają wielkich ilości informacji. Często ich reakcje na rynku są bardziej behawioralne niż racjonalne – wiara we własną wiedzę i doświadczenie, zakotwiczenie w oczekiwaniach etc. Zdecydowana większość detalicznych uczestników obrotu na platformach walutowych traci pieniądze: „Aż 77,7 proc. aktywnych klientów poniosło stratę na transakcjach na rynku walutowym w 2020 roku. Średni wynik na inwestycjach na forexie był w ubiegłym roku ujemny i wyniósł -12 693 zł” (komunikat KNF³²). Coraz większa skala detalicznych transakcji walutowych zwiększa konkurencję technologiczną i cenową utrzymując wysoką przejrzystość rynku.

Detaliczny handel walutami na rynku spot wyznacza nowe granice świata handlu. Aż do 1996 roku handel walutami był dostępny tylko dla banków, instytucji i osób o bardzo wysokich dochodach netto. Jedyny dostęp do walut przed 1996 r. mieli inwestorzy indywidualni przez wysoce nie płynne rynki kontraktów terminowych i opcji oraz rynek banków obsługujących transakcje gotówkowe. Przed internetowymi, detalicznymi dealerami walutowymi osoby fizyczne nie mogły realnie uczestniczyć w rynku walutowym ze spekulacyjnego punktu widzenia. Rynek międzybankowy działał w wąskim kręgu; zachowywał się trochę jak specjalista, aby dostosować się do własnych potrzeb. W związku z tym indywidualni handlowcy, którzy chcieli handlować walutami, nie mogli znaleźć animatora rynku, który byłby w stanie zapewnić konkurencyjne spready, korzystne kwotowania i sprawiedliwą obsługę klienta. Wraz z pojawieniem się handlu walutami online, klienci detaliczni otrzymali dostęp do możliwości zawierania transakcji, które są wysoce porównywalne z ofertami rynku międzybankowego. Spready są nieco szersze – od kilku pipsów w przypadku większości par walutowych na rynku natychmiastowym – w przeciwieństwie do standardu międzybankowego wynoszącego około 2–3 pipsów – ale wykonanie transakcji jest odmienne: konkurencyjne firmy będą honorować wszystkie kwotowania i zlecenia wejścia i realizować je dokładnie po określonym kursie. Oczywiście spready w tabelach „mrozących” kursy na cały dzień są wyższe ze względu na ryzyko podejmowane przez bank. Teraz klienci detaliczni i międzynarodowe instytucje mogą uczestniczyć w rynku walutowym na warunkach bardzo korzystnych. Bezpośredni związek elektroniczne-

31 carry trade polega na pożyczaniu lub sprzedaży waluty charakteryzującej się niskim poziomem stóp procentowych, a następnie na kupnie waluty o wyższej stopie procentowej.

32 https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=74166&p_id=18

go rynku hurtowego z elektronicznym rynkiem detalicznym powoduje, że kursy średnie na obu rynkach nie odbiegają istotnie – są bardzo zbliżone w czasie – a nowe technologie zawężają kwotowania a tym samym i spready walutowe.

Ochrona inwestorów objęła również poziom detaliczny: Przez wiele lat branża handlu detalicznego walutami zagranicznymi słabła z powodu braku otoczenia regulacyjnego, które zapewniałoby ochronę inwestorów. Jednak w grudniu 2000 roku np. Kongres USA uchwalił, a prezydent podpisał ustawę o nowoczesnych produktach finansowych. Ustawa ostatecznie uregulowała branżę walutową i umieściła jej nadzór pod auspicjami Komisji Handlu Towarowymi Kontraktami Terminowymi (CFTC, Commodities Futures Trading Commission, www.cftc.gov) – szczególnie w zakresie instrumentów pochodnych. Wejście kontroli na rynek walutowy dokonało się poprzez CFTC, która została utworzona przez Kongres w 1974 roku jako niezależna agencja z mandatem do regulowania kontraktów terminowych na towary i rynków opcji w USA. Agencja chroni uczestników rynku przed manipulacjami, nadużyciami handlowymi i oszustwami. Dzięki skutecznemu nadzorowi i regulacji CFTC umożliwia rynkom lepsze spełnienie ich ważnych funkcji w gospodarce narodowej – zapewniając mechanizm odkrywania cen i sposób równoważenia ryzyka cenowego. CFTC określa wiele wytycznych, których National Futures Association musi przestrzegać.

W Europie ochrona inwestorów została zapoczątkowana dyrektywą MIFID oraz dyrektywami związanymi z ochroną konsumentów.

Rynek jest niezwykle skuteczny w zakresie pozbawiania ceny dowolności kwotowań. Takie stanowisko potwierdza Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (MAR) (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie możliwych nadużyć na rynku³³. W tej sprawie European Securities and Markets Authority (ESMA) uważa, że MAR, tak jak definiuje art. 2 nie włącza transakcji walutowych realizowanych przy zastosowaniu kursów spot³⁴. – ze względu na skalę rynku nie widzi się potrzeby, aby badać abuzywność

rynku walut spot³⁵. Nigdy do tej pory nie było intencji stosowania MAR do transakcji spot FX, a więc nie mogą istnieć na tym rynku systematyczne nadużycia. Transakcje spot są skutkiem innych transakcji handlowych, płatniczych czy finansowych, czyli nie są najczęściej samoistne, „jakikolwiek nowe regulacje kursów FX mogłyby zachwiać globalnymi rynkami”. **Podkreśla się też znaczenie globalnego arbitrażu eliminującego jakiegokolwiek niedociągnięcia rynku FX, czyli: żaden bank, ze względu na ten mechanizm, nie może dokonywać w praktyce na tym rynku manipulacji kursowych.** Publiczna wiedza o kursach walutowych eliminuje znaczenie informacji poufnych i manipulacje. Próby wprowadzania jakichkolwiek regulacji ESMA uważa za zbyt kosztowne i zbędne. Nie wiadomo na czym mogłoby polegać „abuse risk”³⁶.

WNIOSEK:

regulacyjne instytucje unijne – jak ESMA – nie widzą możliwości naruszania prawidłowości działania rynku walutowego.

W ostatnich latach pod wpływem mediów społecznościowych wiele osób na rynku detalicznym samodzielnie inwestuje środki w waluty oczekując wysokich stóp zwrotów. W 2021 roku odnotowano wzrost aktywności konsumentów na rynku walutowym w Wlk. Brytanii o 23%, a podobny trend dotyczy innych krajów. Nawet w Afryce brokerzy odnotowali w 2021 roku 20% wzrost wolumenów w tym segmencie rynku³⁷. Nowe podejście banków polega na oferowaniu przez banki dla detalu platform transakcyjnych (dla konsumentów i małych przedsiębiorstw) oraz rachunków multi-currency, które pozwalają na przesuwanie funduszy w walutach z uwzględnieniem kursów rynkowych w np. 30 walutach (IX2020 Clear-Bank) po kursach rynku międzybankowego w czasie rzeczywistym (plus spread). Wiele banków utworzyło własne kantory, czy platformy internetowe dla detalu. Santander PAGOFX w oparciu o kurs średni transferuje środki do 50 krajów [inna kalkulacja efektywności usługi]³⁸. Zasadą rynku jest od dekad odwoływa-

33 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie możliwych nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/124/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE EU 2014/596/oj

34 Ibidem.

35 MAR Review report 23 September 2020 ESMA70-156-2391 Art.2 Zakres MAR s.14

36 MAR Review report 23 September 2020 ESMA70-156-2391 Art.2 Zakres MAR s.17

37 <https://www.euromoney.com/article/2907xwblcgk8ckjky3nk/foreign-exchange/fx-and-retail-investors-a-match-made-in-hell>

38 <https://www.euromoney.com/article/28og7vskv85yv8sgcg35s/treasury/multi-currency-wallets-find-favour-for-real-time-cross-currency-payments>

nie się przy kwotowaniach kursów dla detalu – bez względu na technikę zawierania transakcji – do kursów pozyskiwanych z różnych narzędzi transakcyjnych hurtowego rynku walutowego.

W polskich bankach obowiązują wewnętrzne regulacje, w tym procedury, dotyczące ustalania i stosowania tabeli kursowych. Zawierają one między innymi kryteria, stanowiące podstawę ustalenia kursu walut w banku, a także wyznaczają osoby odpowiedzialne za tworzenie tych tabel. Procedury te bardzo precyzyjnie podają sposób wyznaczania kursu średniego w tabeli (średni kurs obserwowany na rynku FOREX np. między innymi w serwisie informacyjnym Bloomberg lub Refinitiv Eikon), zastosowanie wielkości odchylenia od kursu średniego dla kursów kupna i sprzedaży (wskazanie kompetentnej osoby lub gremium, które decyduje o wysokości spreadu) oraz czas, w jakim tabele kursowe mają zostać opublikowane (co może wynikać również z wpisanych do umów z klientami banku czasów publikacji). Warto zwrócić uwagę, że proces tworzenia tabel kursowych zajmuje pewien czas, który zależny jest od sposobu ich tworzenia, procesu automatyzacji i sposobu weryfikacji kursów w tabeli. Tabele najpierw należy wygenerować, załadować do systemów informatycznych w banku, zweryfikować poprawność kursów, zaakceptować i opublikować. Może to zająć od kilku do kilkunastu minut poprzedzających czas opublikowania tabeli na stronach internetowych banku.

W Polsce klienci niektórych banków spłacający kredyt walutowy byli informowani 2 dni robocze przed rozliczeniem po jakim kursie spot bank przeliczy dokonywaną przez niego spłatę raty kredytu. Konsument, wedle swojego wyboru, miał zatem możliwość spłaty raty w wybranej walucie (PLN lub walucie obcej), mógł również zweryfikować zaproponowany przez bank kurs z kursami obowiązującymi w innych instytucjach sprzedających waluty w transakcjach natychmiastowych – kantory, fintechy – i dokonać kupna lub sprzedaży waluty po kursie dla klienta najbardziej korzystnym spośród spot i dostępnych kursach a vista.

Tym samym pogląd, że bank miałby jakikolwiek interes w manipulowaniu wysokością kursu średniego w celu „wykorzystania klienta” jest nieprawdziwy. Trzeba pamiętać, że banki zawierają transakcje po obu stronach – zarówno kupując, jak i sprzedając walutę. W konsekwencji, jeśli kursy proponowane przez dany bank odchodziłyby się za bardzo od kursu rynkowego, klienci niewątpliwie zrezygnowaliby z zakupu waluty w takiej instytucji i bank odnotowałby utratę dochodów.

WNIOSEK:

rynek transakcji o niskich wolumenach – przed i po zmianie technologii – odwołuje się przy kwotowaniach dla klientów detalicznych do „odkrywanych” na bieżąco poziomów kursów z rynków hurtowych. Walutowy rynek detaliczny można uznać za wysoko transparentny i efektywny.

d. Segment algorytmiczny i handel wysokofrekencyjny HFT

Rynek walutowy (FX) przechodzi gwałtowne zmiany technologiczne w ostatnich latach. Rozbudowa narzędzi informatycznych, standaryzowanie komunikatów internetowych umożliwiły budowanie na początku lat 2000 nowych zasad dokonywania transakcji walutowych. Algorytmy, systemy uczące, AI pozwalają na poszukiwanie krótkookresowych luk między modelami sztucznej inteligencji, a bieżącymi kursami. Komputery dokonują szybszych niż ludzie analiz i obliczeń parametrów modeli oraz w ułamkach sekundy przesyłają zlecenia transakcji bid, offer. Następuje automatyzacja strategii, dzielenie wolumenów w celu nie wpływania na równowagę rynku i obniżenia kosztów transakcyjnych.

Zmiany te doprowadziły m.in. do przyjęcia nowych narzędzi, które zmieniają dynamikę rynku. Automatyczna egzekucja (EA) to programy transakcyjne przeznaczone do kupowania lub sprzedawania predefiniowanych ilości waluty zgodnie z zestawem parametrów i instrukcjami użytkownika.

Zautomatyzowany handel na rynku forex to system handlu walutami obcymi za pomocą programu komputerowego oparty o zestaw analiz, które pomagają określić, czy w danym momencie kupić lub sprzedać parę walutową. Wykorzystuje on program komputerowy, którego trader „uczy” podejmowania decyzji w oparciu o zestaw reguł technicznych. Sygnał generuje rzeczywiste zlecenie kupna lub sprzedaży, które jest realizowane.

Rodzaje „zautomatyzowanego handlu na rynku forex”

Handel walutami (forex) stał się niezwykle popularny w ostatnich latach dzięki wszechobecności internetowych platform transakcyjnych i 24-godzinnej naturze

rynku. Podczas gdy wielu inwestorów instytucjonalnych polega na handlu algorytmicznym, handlowcy detaliczni dopiero niedawno byli w stanie wykorzystać moc zautomatyzowanych systemów handlu forex.

MetaTrader, TradeStation i inne aplikacje ułatwiły pisanie prostych programów komputerowych w oparciu o reguły analizy technicznej. Zaawansowani handlowcy mogą również tworzyć własne systemy transakcyjne w językach programowania, takich jak Python lub R.

Na przykład przedsiębiorca może napisać program, który składa zlecenie kupna pary walutowej, gdy 50-dniowa średnia krocząca przekracza 200-dniową średnią krocząca i składa zlecenie sprzedaży, gdy para porusza się o 50 pipsów wyżej od dotychczasowego kursu. Wielu brokerów forex pozwala traderom automatycznie uruchamiać te programy w celu realizacji transakcji.

Celem takich zabiegów jest optymalna realizacja transakcji. Dzieje się tak pod wpływem postępującej elektronizacji rynku walutowego oraz wykładniczego wzrostu mocy obliczeniowych³⁹. Udział transakcji algorytmicznych osiąga około 20% globalnych obrotów. Generalnie uważa się, że poprawiają one funkcjonowanie rynku walutowego i jego transparentność, mimo że prowadzą one do jego internalizacji i rozdrobnienia rynku walutowego. Systemy automatycznych egzekucji transakcji (EA) poprawiają proces „price discovery” – ponieważ transakcje dokonywane są bardzo szybko i przez liczne kanały dostępu, mimo rosnącego rozdrobnienia transakcji. Np. (USD 100 million), „parent order”, podzielona na mniejsze zlecenia (np. 100 transakcji po USD 1 million), – „child orders”. Takie systemy powodują lepsze poszukiwanie rynkowego kursu, przy mniejszych i bardziej wygładzonych wahaniami rynku. Systemy EA pozwalają lepiej wypełniać przez dealerów wymóg „best execution” oraz redukują ryzyko rynkowe. Celem EA jest zawarcie transakcji lepiej niż istniejące na rynku benchmarki. Trzeba zaznaczyć, że istnieją zalety i wady korzystania z automatycznych systemów handlu forex zamiast ręcznego zawierania transakcji.

Największą zaletą systemów handlu forex jest to, że eliminują one subiektywizm i emocje z procesu, co wpływa na zmniejszanie czynników behawioralnych, które negatywnie wpływają na podejmowanie decyzji

inwestycyjnych. Traderzy mogą również korzystać z systemu backtestowych, aby zobaczyć, jak sobie radzą na podstawie danych z przeszłości, co może pomóc im w dopracowaniu strategii przed wykorzystaniem prawdziwego kapitału.

Minusem jest to, że skuteczne, zautomatyzowane systemy handlu forex są trudne do opracowania na poziomie aplikacyjnym w każdych warunkach rynkowych (inaczej gdy rynek ma charakter rynku efektywnego, inaczej gdy zmiany są chaotyczne lub koherentne). Chociaż testy historyczne mogą wykazywać pozytywne wyniki, wyniki z przeszłości nigdy nie są gwarancją przyszłych wyników, a wiele systemów transakcyjnych jest nadmiernie zoptymalizowanych – lub dopasowanych do krzywej – w stosunku do wyników z przeszłości – w założonym czasie. Traderzy zachowują ostrożność przy zakupie automatycznych systemów handlu forex „z półki”, ponieważ mogą one być dopasowane do przeszłości i nie oferować żadnych lub ograniczone korzyści w przyszłości – przy tak daleko idącej nieprzewidywalności kursów walut.

WNIOSEK:

nie istnieją żadne skuteczne metody ustalania jednolitego kursu walutowego dla dowolnej pary walutowej dla całego rynku. Nie istnieją też skuteczne, aplikacyjne systemy prognozowania kursów walutowych. Prognozowanie kursów uwarunkowane jest przyjmowanymi założeniami lub subiektywnymi przekonaniami traderów.

e. Korzystanie z automatycznych systemów handlu na rynku forex

Zautomatyzowane systemy handlu forex to świetny sposób na rozpoczęcie pracy w świecie finansów ilościowych. MetaTrader i inne aplikacje są bezpłatne na rachunkach demo, co oznacza, że mogą być cennym sposobem na ćwiczenie budowania systemów, testowania ich wstecznie (back testing) i stosowania koncepcji w praktyce – również poprzez handel papierowy. Admiral Markets oferuje platformę MetaTrader 4 dla rynku forex – do tradingu i analizy rynków finansowych, do zainstalowania pod Windows oraz Meta Trader 5 jako platformę wielozadaniową dla forex, pochodnych FX, akcji, ETF z systemami analizy oraz narzędziami tradingowe.

Platformy takie jak np. Bloomberg otwierają możliwość traderom pisania skryptów w językach takich jak MQL. Mogą oni również korzystać z innych platform i języków

39 BIS. *FX execution algorithms and market functioning* Report submitted by a Study Group established by the Markets Committee The Group was chaired by Andréa M Maechler (Swiss National Bank) October 2020 ISBN 978-92-9259-428-2

skryptowych, takich jak EasyLanguage firmy TradeStation lub języków programowania, takich jak Python i R. Pozwala to ćwiczyć trading przed zainwestowaniem prawdziwego kapitału i obserwować zautomatyzowane systemy, aby upewnić się, że działają prawidłowo. Inwestorzy powinni mieć pewność, że zbudowali strategię zarządzania pieniędzmi i tolerancji ryzyka, aby ograniczyć spadki w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych zmian cen – takich jak kryzysy finansowe.

WNIOSEK:

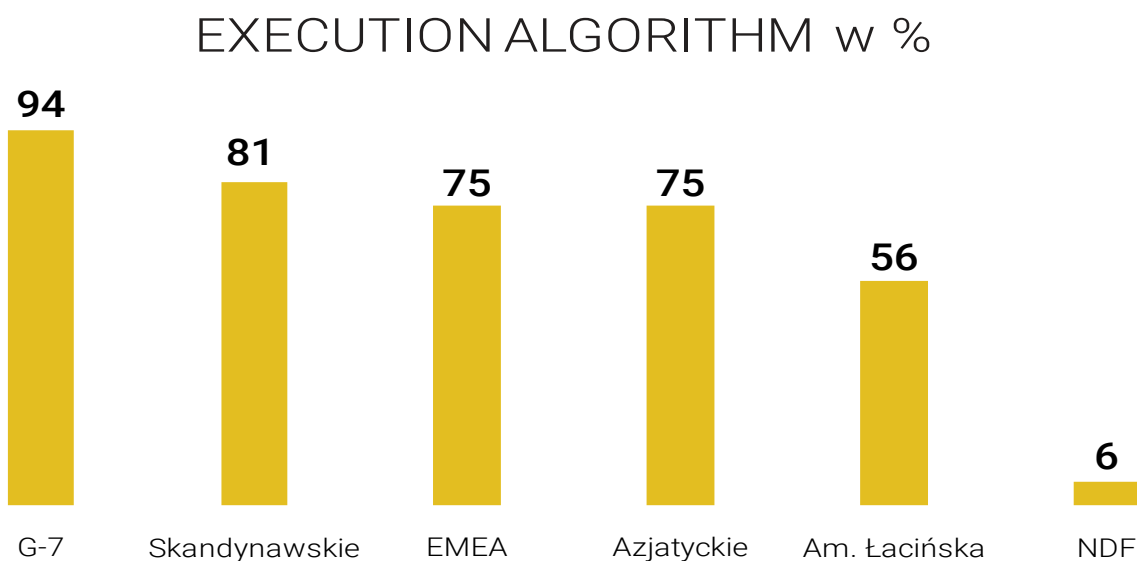
nikt nie ma monopolu, ani jednego algorytmu na poszukiwanie i rozpoznawanie kursu rynkowego – może się ono dokonywać albo przez wyspecjalizowane osoby fizyczne – dealerów lub przez będące pod ich nadzorem systemy automatyczne. Dla rynku walutowego nie istnieje jeden „słuszny” kurs (w sensie platońskim), lecz tylko kursy empiryczne ustalane indywidualnie przez banki (też kantory, platformy transakcyjne, fintechy) – zależne od stosowanych metod i dostępu do różnych systemów tradingowych. Dynamiczny rynek i arbitraż nie pozwalają uczestnikom na swobodę ustalania kursów, ani na istotne odchylenia między tymi kursami a rynkiem (bez ponoszenia strat).

W systemie kursów płynnych dealerzy walutowi jako podmioty rynkowe, stanowią ceny, w tym kursy walut, według zasad swobody gospodarczej; co oznacza że reguły i granice tej swobody wyznacza rynek, na którym działają i nie ma to nic wspólnego z dowolnością. Stanowienie w tym zakresie kursów walut, podlega też (jak cała działalność nadzorowana) nadzorowi właściwych organów lokalnych i międzynarodowych. Na wolnym rynku instytucje finansowe podlegają ograniczeniom rynkowym po stronie zakupu walut (bid), zachowaniu konkurentów po stronie podaży (offer), ograniczeniom kosztowym i oczekiwanej rentowności oraz innym czynnikom – polityka pieniężna, system walutowy, regulacje etc.

Głównym obecnie problemem jest kwestia sprawozdawczości i dostępu do danych, a także zaburzeń możliwych w wyniku zawodności operacyjnej systemów. Generalnie dark pools i internalizacja przepływów przy decentralizacji rynku jest krytykowana jako mniej transparentna, ale powiązania poszczególnych segmentów – przepływy płynności – eliminują wszelkie istotne odchylenia kursów walut w poszczególnych segmentach.

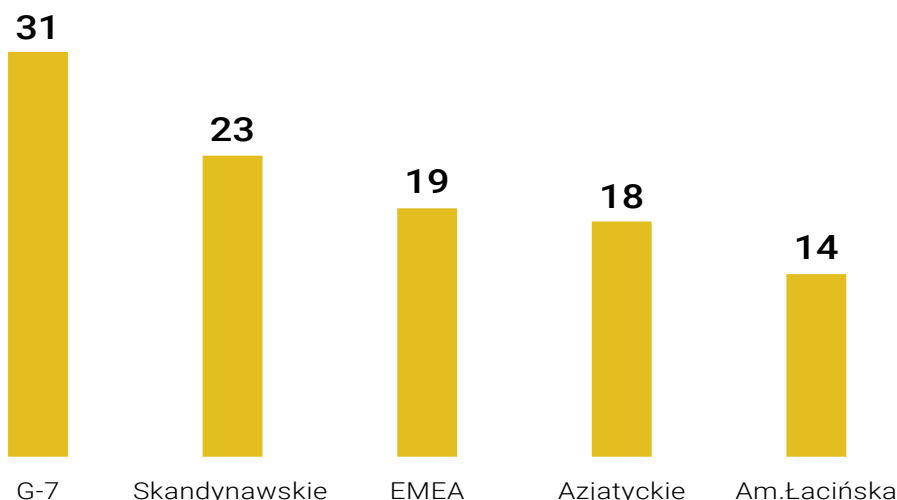
Źródłem inicjującym transakcje są różnice płynące z różnych platform, co dokumentuje brak jednego kursu nawet w danej chwili na rynku – w danej milisekundzie. Systemy i procesy oraz koszty wdro-

Wykres 1. Udział algorytmicznych transakcji



Źródło: BIS. FX execution algorithms and market functioning Report submitted by a Study Group established by the Markets Committee The Group was chaired by Andréa M. Maechler (Swiss National Bank) October 2020, s.14 ISBN 978-92-9259-428-2.

Wykres 2. Średnia wielkość transakcji algorytmicznych



Źródło: BIS. FX execution algorithms and market functioning Report submitted by a Study Group established by the Markets Committee The Group was chaired by Andréa M Maechler (Swiss National Bank) October 2020 s.14 ISBN 978-92-9259-428-2.

zeń nie dają konsumentom dostępu do rynku hurtowego, ale nowe platformy detaliczne łączą się pośrednio z systemami hurtowymi. Mimo tych szybkości ciągle pojawiają się nieistotne odchylenia na rynku z powodu rozbieżności między instrukcjami zleceń przez inwestorów, a wykonaniem transakcji – znane jako „price latency arbitrage”. Niskie spready na rynku hurtowym oraz arbitraż jeszcze bardziej zacieśniają ewentualne i chwilowe różnice w kursach walutowych. Obecnie również wiele banków centralnych korzysta w zarządzaniu swoimi avoirami walutowymi z wykonywania transakcji przy pomocy systemów algorytmicznych. Często skala udziału takich systemów sięga 70-90% ogółu ich transakcji.

Aby zapewnić ograniczenie ryzyka operacyjnego systemy algorytmiczne muszą spełniać wymogi Fixed Income, Currencies and Commodities (FICC) Markets Standards Board (FMSB).

Wzrastający wolumen handlu algorytmicznego zaniepokoił BIS, czy platformy algos nie zwiększają ryzyka na rynku walutowym, gdzie w poszczególnych segmentach występują niekiedy problemy z płynnością i dostępem do danych. Dealerzy muszą sobie zdawać sprawę z ryzyka upływu czasu, przy takiej szybkości egzekucji transakcji oraz parametryzacji handlu. Klienci końcowi mogą tolerować często większą zmienność niż dealerzy, bo mają więcej czasu niż menadżerowie systemów algorytmicznych⁴⁰.

f. Segmenty rynku hurtowego

Najbardziej płynnym segmentem rynku hurtowego jest rynek międzybankowy – część rynku forex⁴¹.

Rynek walutowy jest ogólnym terminem dla światowych instytucji, które istnieją w celu wymiany lub handlu walutami. Wymiana walut jest często określana jako „forex” lub „FX”. Rynek walutowy jest światowym zdecentralizowanym rynkiem finansowym pozagiełdowym (OTC) do handlu walutami. W przeciwieństwie do innych aktywów, rynek forex nie ma fizycznej centralnej giełdy, tak jak NYSE na Wall Street. Bez wymiany centralnej kursy wymiany walut są ustalane – „odkrywane” przez animatorów rynku. Nie ma izby rozrachunkowej, w której zamówienia są równoważone i rozliczane. Handel spot odbywa się „poza giełdą” lub pozagiełdowym systemie – bezpośrednio między dwiema stronami. Dealerzy walutowi i animatorzy rynku na całym świecie są ze sobą połączeni przez całą dobę za pośrednictwem sieci informatycznych, platform, telefonów, komputerów, tworząc jeden spójny rynek. Ponieważ nie ma scentralizowanej wymiany, konkurencja między animatorami rynku uniemożliwia

⁴⁰ <https://www.euromoney.com/article/27v9fr5x2x0j1qbanfda8/foreign-exchange/fx-market-more-interested-in-liquidity-and-data-access-than-algo-risk>

⁴¹ Forex, FX – rynek walutowy o charakterze hurtowym, w ramach którego banki oraz inwestorzy instytucjonalni z całego świata przeprowadzają operacje wymiany walut 24 godziny na dobę przy wykorzystaniu sieci telefonicznych, łączów informatycznych oraz systemów informacyjnych (za: A.M. Chisholm: *Wprowadzenie do międzynarodowych rynków finansowych. Instrumenty, strategie, uczestnicy*. Warszawa: Wolters Kluwer, 2013) The foreign exchange, also known as forex, is a global marketplace for buying and selling currency pairs. The forex market is one of the largest and most liquid financial markets in the world, allowing traders to exchange global currencies 24 hours a day, 5/7 days a week.

liwia monopolistyczne strategie cenowe. Jeśli nawet jeden animator rynku próbowałby drastycznie odchylić cenę, inwestorzy mają po prostu możliwość znalezienia innego animatora rynku. Co więcej, spready są uważnie obserwowane, aby upewnić się, że animatorzy rynku nie zmieniają niezgodnie z rynkiem kosztów transakcji. W przeciwieństwie do rynku walutowego wiele rynków akcji działa w zupełnie inny sposób; Na przykład giełda nowojorska jest jedynym miejscem, w którym spółki notowane na NYSE mogą handlować swoimi akcjami i obowiązuje regulamin giełdy, czego nie ma na rynku walutowym spotowym.

Rynki scentralizowane [np. giełdy] są obsługiwane przez tak zwanych specjalistów. Z drugiej strony animatorzy rynku to termin używany w odniesieniu do zdecentralizowanych rynków. Ponieważ NYSE jest rynkiem scentralizowanym, akcje będące w obrocie na NYSE mogą mieć tylko 1 kwotowanie bid-ask przez cały czas. Rynki zdecentralizowane, takie jak wymiana walut, mogą mieć wielu animatorów rynku – każdy z nich ma prawo do podawania różnych cen w tym samym czasie.

Ze swej natury rynki scentralizowane mają tendencję do monopolizacji: gdy rynek kontroluje jeden specjalista, ceny można łatwo odchylić, aby dostosować się do interesów specjalisty, a nie handlowców. Jeśli na przykład na rynku przeważają sprzedawcy, od których specjaliści muszą kupować, ale brak potencjalnych nabywców po drugiej stronie, specjalista będzie zmuszony kupować od sprzedawców i znaleźć się w sytuacji, w której nie będzie mógł sprzedać waluty, która jest wyprzedana, a tym samym spada jej wartość. W takiej sytuacji specjalista może po prostu poszerzyć spread, zwiększając tym samym koszt transakcji i uniemożliwiając wejście na rynek dodatkowym uczestnikom. Albo specjaliści mogą po prostu drastycznie zmienić oferowane przez siebie wyceny, poruszając w ten sposób kurs, aby dostosować strumień podaży i popytu.

Większość transakcji walutowych instytucji rządowych, ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych, przedsiębiorstw dokonywana jest poprzez banki przy wykorzystaniu licznych platform transakcyjnych i informacyjnych poprzez platformy wielodostępowe jak i prywatne globalnych banków. Szacuje się, że niebankowi uczestnicy dysponują 50% aktywów finansowych⁴².

g. Platformy transakcyjne i informacyjne

Pierwszym przedsięwzięciem w handlu elektronicznym na rynkach walutowych było uruchomienie we wczesnych latach 80. usługi „Monitor Dealing Service” Reutera, która została później zastąpiona przez Reuters Dealing 2000-1 w 1989 roku. Najwcześniejsze systemy umożliwiały komunikację między dealerami walutowymi a jednym kontrahentem, ale nie służyły jako system dopasowywania liczby potencjalnych kontrahentów.

Handel elektroniczny pojawił się w 1992 roku w postaci systemu Reuters jako system brokerski Reuters Dealing 2000-3 – prawdziwy elektroniczny system pośrednictwa, który automatycznie dopasowywał oferty kupna i sprzedaży od dealerów. Transakcje mogły być dokonywane w czasie rzeczywistym w oparciu o kwotowania będące wiążącymi ofertami. Wysoka zmienność, wysokie ryzyko i możliwość dużych strat to rzeczywistość w handlu na rynku forex. Z tego powodu możliwość uzyskania dostępu do informacji w czasie rzeczywistym lub zapewnienia, że kupowanie i sprzedawanie odbywa się bez znaczącego opóźnienia, ma ogromne znaczenie dla traderów. Ich decyzje mogą mieć zamierzony skutek tylko wtedy, gdy są oparte na aktualnych i dokładnych informacjach. Wiele stron internetowych i domów maklerskich udostępnia online wykresy handlu w czasie zbliżonym do rzeczywistego. Witryny oferujące wykresy handlu forex za darmo mogą nie gwarantować, że informacje są dokładne lub aktualne. Z tych stron korzystać należy z ostrożnością, a przed podjęciem działań na rynku trzeba mieć pewność, że wykres, którego się używa do handlu na rynku forex w „czasie rzeczywistym”, jest w rzeczywistości wykresem na żywo. Prawdziwym źródłem wiedzy o kursach w czasie ciągłym są tylko systemy transakcyjne. Dla potwierdzenia transakcji w systemie Reuters były wystawiane tzw. tickety.

Kolejny system wdrożyły banki japońskie Telerate z Dow Jones – system MINEX IV 1993, a w USA w tym samym roku powstał system Electronic Brokering Service firmy Quatron, a konsorcjum banków z USA i Europy uruchomiły kolejny system transakcyjny. Wzrosła transparentność i szybkość transakcji. Kiedy Minex Corporation przeniósł swoje prawa biznesowe do EBS w 1996 roku; na rynku walutowym pozostały dwa główne elektroniczne systemy pośrednictwa między dealerami. W 2019 roku 56% transakcji spot było realizowanych przez electronic banking, przy spreadzie 0,02%–0,05%.

42 Sirio Aramonte, Andreas Schrimpf, Hyun Song Shin *Non-bank financial intermediaries and financial stability* Monetary and Economic Department October 2021 (revised January 2022) BIS Working Papers No 972 ISSN 1020-0959 (print)

Obecnie systemy są bardzo konkurencyjne – a głównymi platformami są EBS, ThomsonReuters i Bloomberg. Innymi platformami są też FX Connect, Currenex, 360T, FXAll. Banki tworzą też swoje własne platformy single-bank platforms w celu internalizacji wolumenów⁴³.

WNIOSEK:

od lat 90. platformy tradingowe w czasie rzeczywistym zapewniały wysoki poziom transparentności kursów walut na rynku hurtowym – w tym nieistotnie małe były odchylenia kursów w czasie ciągłym na platformach handlowych.

Transakcje międzybankowe dokonywane są poprzez owe systemy dostępne na platformach typu Reuters, Bloomberg we współpracy również z np. brokerami walutowymi, a także przez platformy walutowe globalnych banków i podmioty typu fintech⁴⁴. Dostęp do tych platform wynika z dopuszczenia poszczególnych banków spełniających odpowiednie kryteria na podstawie umów z instytucjami tworzącymi wymogi dla swoich platform. Jak widać nie ma jednej platformy dla całego rynku, a wiele banków pracuje na kilku platformach transakcyjnych jednocześnie. Funkcjonalność tych systemów dla rynku detalicznego jest ważna ale tylko pośrednia poprzez system bankowy lub fintechy dla detalu oraz różnego rodzaju instytucje typu kantory. Generalnie konsumenci nie mają dostępu do rynku międzybankowego forex, ale rozwinięte systemy transakcyjne dla detalu i konkurencja międzybankowa ujednolicają kursy i obniżają spready.

Na świecie istnieje wiele platform hurtowych świadczących swoje usługi transakcyjne i informacyjne dla banków. Poza najbardziej znanymi platformami w Europie – Bloomberg, czy Refinitiv Eikon wymienić można jeszcze inne np. w Azji oraz US. Najpopularniejsze multi-dealer platformy to Bloomberg FXGO, Refinitive Eikon, FXALL, FXConnect oraz 360T. W Polsce to głównie FXGO, FXALL, 360T.

Systemy te stały się dominującym wehikułem transakcji między dealerami. Ze względu na zdecentralizowany charakter pozagiełdowych rynków walutowych

udział w globalnym wolumenie obrotu walutowego prowadzonego za pośrednictwem elektronicznych usług brokerskich nie może być dokładnie określony, ale wynosi około 85%, jeśli nie więcej.

WNIOSEK:

od co najmniej 2000 roku notowania kursów były na platformach wysoce transparentne i nie istniały lepsze niż rynkowe referencje dla kursów walut.

Obok wymienionych powyżej platform funkcjonują również prywatne platformy banków. Duże banki zainwestowały istotne środki w rozwój własnych elektronicznych platform transakcyjnych dla swoich klientów, znanych jako systemy transakcyjne jednego banku (SBT). UBS uruchomił FX Trader w 2000 r., a następnie BARX Barclays w 2001 r. Autobahn Deutsche Bank, opracowany w 1996 r., aby umożliwić handel w czasie rzeczywistym amerykańskimi papierami skarbowymi, dodał handel walutami w 2002 r. Goldman Sachs wprowadził swoją ofertę w 2003 r. Citigroup weszła do transakcji przez platformę stosunkowo późno – uruchomienie system Velocity w 2006 r. Niektóre systemy transakcyjne jednego banku umożliwiają klientom wprowadzanie zleceń po bieżącej cenie fixingu lub po kursach opóźnionych transakcji. W innych systemach dealerzy zapewniają „ceny strumieniowe” na podstawie kwotowań międzybankowych i własnych transakcji klientów. Klienci mogą dostosowywać transakcje do swoich konkretnych potrzeb za pomocą zaledwie kilku naciśnieć klawiszy i kupować natychmiastowo waluty jednym kliknięciem myszy. Pojawienie się handlu elektronicznego zorientowanego na klienta przyniosło znaczne rozproszenie handlu. W latach 90. brokerzy elektroniczni stali się dostępni dla rynku międzybankowego, podczas gdy dziś zarówno dealerzy, jak i klienci handlują obok siebie na kilku platformach.

WNIOSEK:

nie istnieje na rynku hurtowym jeden absolutny kurs waluty w danym momencie, ponieważ istnieje wiele platform handlowych ale arbitraż walutowy powoduje, że gdy nawet zaistnieją różnice to są one nieistotnie małe, niezauważalne dla klienta detalicznego. Pojawienie się handlu elektronicznego pod koniec lat 90. dla klientów końcowych miało pozytywny wpływ na większość mierników jakości rynku, jednocześnie przynosząc przejściowo niepokojący wzrost koncentracji na rynku wśród dealerów.

⁴³ <https://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln1.pdf>

⁴⁴ Fintech – z jęz. angielskiego Financial technology, określenie wszelkiego typu innowacji technologicznych lub finansowych. Tego samego określenia używa się również jako nazwy firm, które oferują rozwiązania innowacyjne dla sektora finansowego dotyczące instrumentów finansowych oraz usług.

Tabela 5. Oferowane spready dla rynku FOREX przez platformy Saxo Bank

Forex	Classic	Platinum	VIP
 EURUSD Euro/US Dollar	1 PIPS	0.9 PIPS	0.7 PIPS
 GBPUSD British Pound/US Dollar	1.1 PIPS	1 PIPS	0.8 PIPS
 EURJPY Euro/Japanese Yen	1.2 PIPS	1 PIPS	0.9 PIPS
 USDJPY US Dollar/Japanese Yen	0.9 PIPS	0.8 PIPS	0.7 PIPS
 AUDUSD Australian Dollar/US Dollar	0.8 PIPS	0.7 PIPS	0.6 PIPS
 XAUUSD Gold/US Dollar	13 USD Cents	11 USD Cents	9 USD Cents

Źródło: <https://www.home.saxo/pl-pl/products/forex>

Platformy bankowe oferują zintegrowane systemy np. Saxo Bank – tylko w zakresie FX dostępne są moduły – transakcyjny, wiadomości, analizy fundamentalnej, analizy technicznej, wykresy spot, łańcuchów opcji, podsumowanie portfela, wyników, stop-loss, szybkie zamykanie pozycji, depozyty zabezpieczające⁴⁵. Cały system otwiera podobne usługi w zakresie akcji, obligacji, futures, opcji, kontraktów na różnice kursowe etc. Skutkiem nowych technologii obserwuje się dramatyczne spadki spreadów od 0,4 pipsa 200 par walutowych, dla krypto waluty spread wynosi około 0,7 pps, 135 pps dla kontraktów forward, 45 opcji plain vanilla do 1 roku – spready od 3 bps⁴⁶. W zależności od skali obrotów klienci są kategorizowani do różnych grup i mogą uzyskać różne warunki spreadowe – patrz tabela 5.

Im węższy jest spread tym mniejsze są skutki bezpośredniego przenoszenia kursu walutowego na ceny importowe (*exchange rate pass-through* [ERPT]). Im lepsza technologia tym mniejszy jest wpływ bezpośredni człowieka na procesowanie danych⁴⁷. Innym przykładem jest konto Forex ECN Pro od InstaForex. Na platformie są liczne produkty FX bez transakcji swap. System nie nalicza prowizji, opłat za wypłaty, monitoring spreadów i darmowy vps. (Virtual Private Server). Jak widać automatyzacja procesów eliminuje jakiegokolwiek domniemane manipulowanie kursami walutowymi.

h. Rynek kasowy

Rynek kasowy jest dziś rynkiem wymiany płatności i dostaw. W praktyce „dzisiaj” oznacza dziś tylko w warstwie detalicznej. Waluty będące przedmiotem obrotu na rynku kasowym poziomu hurtowego mają zwyczajowy rozrachunek w ciągu dwóch dni roboczych – spot. Na rynku międzybankowym de-

45 <https://www.home.saxo/pl-pl/products/forex>

46 Warsaw University of Life Sciences – SGGW Institute of Economics and Finance Department of Econometrics and Statistics QUANTITATIVE METHODS IN ECONOMICS METODY IŁOŚCIOWE W BADANIACH EKONOMICZNYCH Volume XXI, No. 2 Warszawa 2020 QUANTITATIVE METHODS IN ECONOMICS Received: 15.12.2020 Volume XXI, No. 2, 2020, pp. 71 – 79 Accepted: 22.12.2020 <https://doi.org/10.22630/MIBE.2020.21.2.7> THE RISK PREMIUM IN THE FOREIGN EXCHANGE MARKET. THE APPLICATION OF ARCH-IN-MEAN MODEL Katarzyna Czech <https://orcid.org/0000-0002-0660-7124> Institute of Economics and Finance Warsaw University of Life Sciences – SGGW

47 Shrabani Saha, Zhaoyong Zhang Do exchange rates affect consumer prices? A comparative analysis for Australia, China and India w: *Mathematics and Computers in Simulation* Volume 93, July 2013, Pages 128-138

alerzy podają ceny kupna i sprzedaży, gotowi kupić lub sprzedać pochodne 10 mln USD po notowanych cenach. Te notowania spot są transakcyjne przez ułamki sekund. Jeśli transakcja nie zostanie wykonana natychmiast przez telefon lub komputer, notowania prawdopodobnie zmieniają się w ciągu następnych ułamków sekund. Handlowcy używają określonego systemu podczas kwotowania kursów walut. Na przykład kwotowania bid-ask EUR/USD: 1,12397-1,12398. „1,12” nazywa się dużą cyfrą i zakłada się, że wszyscy handlowcy doskonale o tym wiedzą. Ostatnia piąta cyfra oznacza dziesiąte wartości pipsa.

Trzeba też pamiętać o różnych sposobach kwotowania – notowania bezpośrednie i pośrednie. Wymiana walut obejmuje dwie waluty, z których każda może być arbitralnie uznana za walutę kupowaną. Oznacza to, że w mianowniku notowania kursu walutowego można umieścić dowolną walutę. Gdy kursy walut są podawane w kategoriach liczby jednostek waluty krajowej na jednostkę waluty obcej, kwotowanie określa się jako kwotowanie bezpośrednie. Z drugiej strony, gdy kursy walut są kwotowane w kategoriach liczby jednostek waluty obcej na jednostkę waluty krajowej, kwotowanie określa się jako kwotowanie pośrednie. Oferta pośrednia jest odwrotnością odpowiadającej oferty bezpośredniej.

Na rynku forex ceny jednostek walutowych są podawane w parach walutowych. Waluta bazowa – zwana również walutą transakcji – to pierwsza waluta występująca w notowaniu pary walutowej, po której następuje druga część notowania, zwana walutą kwo-

towaną lub kontr walutą. Do celów księgowych firma może używać waluty bazowej jako waluty krajowej lub waluty rozliczeniowej do reprezentowania wszystkich zysków i strat. Cena wyświetlana na wykresie zawsze będzie walutą kwotowaną – reprezentuje kwotę waluty kwotowanej, którą trzeba wydać, aby kupić jedną jednostkę waluty bazowej.

Większość walut jest kwotowana w jednostkach waluty, które kupi jeden USD. To kwotowanie nazywa się „europejskim”. Wyjątkiem są waluty „anglosaskie” (funt brytyjski (GBP), punt irlandzki (IEP), dolar australijski (AUD), dolar nowozelandzki (NZD) oraz EUR. Ten drugi rodzaj kwotowania jest również nazywany „kwotowaniami amerykańskimi”.

Dwie kolejne tablice 6. 7. wskazują jak dynamicznie zmienia się rola poszczególny banków – dealerów na rynku. Jeszcze w roku 2010 liderami był DB Bank, UBS z wysokimi udziałami w obrotach.

Ale już dla porównania w roku 2021 liderem był J.P. Morgan i UBS ze znacznie mniejszymi udziałami, co wskazuje na wzrost konkurencji i utratę pozycji przez liderów.

Również polskie banki rozwijają swoje platformy walutowe – najczęściej w powiązaniu z graczami globalnymi – tworząc klientom dostęp bezpośrednio do zaawansowanych technologii.

Np. mBank – na platformie mForex Trader powiązanej z Meta Trader 4 mforex@mbank.pl oferuje dostęp do zawierania transakcji na rynku walutowym

Tablica 6. Średni udział banków stosujących najważniejsze własne platformy w roku 2010

	Share (%)	#Top 10
Deutsche Bank (Autobahn)	36	7
UBS (FX Trader)	22	7
Barclays Capital (BARX)	12	7
Citi (Velocity)	6	7
JPMorgan (MorganDirect)	3	3
Goldman Sachs (REDI)	3	5
RBS (SmartPrime)	3	6
HSBC (HSBCnet FXHub)	2	7
Credit Suisse (PrimeTrade FX)	2	3
Morgan Stanley (Passport)	2	2

Note: The table show the average market share (in percentage points) since 2004 up to 2010. The column “#Top 10” states how many years, out of the seven possible years, that a bank’s single-bank platform has ranked top-10. Source: Euromoney FX Survey.

Tabela 7. Dziesięć banków o największym udziale w obrotach walutowych

Geography	Rank 2021	Rank 2020	Counterparty	Market Share % 2021
Global	1	1	JPMorgan	11,41%
Global	2	2	UBS	10,02%
Global	3	4	Deutsche Bank	8,49%
Global	4	3	XTX Markets	6,69%
Global	5	5	Citi	6,18%
Global	6	7	Jump Trading	5,91%
Global	7	8	Goldman Sachs	5,20%
Global	8	10	Bank of America	4,69%
Global	9	9	State Street	4,54%
Global	10	6	HSBC	3,49%

Źródło: <https://assets.euromoneydigital.com/c0/03/f02686a0412cb32d9f4c75fed480/euromoney-fx-survey-2021-results>.

Schemat 3. Instytucje wymiany walut w Polsce

BANKI	KANTORY LOKALNE	KANTORY INTERNETOWE	INNE INSTYTUCJE
PLATFORMY KANTORY	DEWIZY, BANKNOTY	PLATFORMY WYMIANY WALUT	KARTY WIELOWALUTOWE PREPAID
KARTY WALUTOWE MULTIWALUTOWE		ROZWIĄZANIA SPOŁECZNOŚCIOWE	FINTECHY WALUTOWE
KASY TABEL		KARTY WIELOWALUTOWE	

Źródło: Opracowanie własne.

dla swoich klientów. System pośredniczy w zawieraniu transakcji walutowych oraz korzystaniu z bogatej analityki rynków i możliwości edukowania klientów.

W Polsce szczególną rolę pełnią kantory. Schemat 3. wskazuje na bogatą strukturę instytucji konkurujących na polskim rynku w zakresie rynku walutowego.

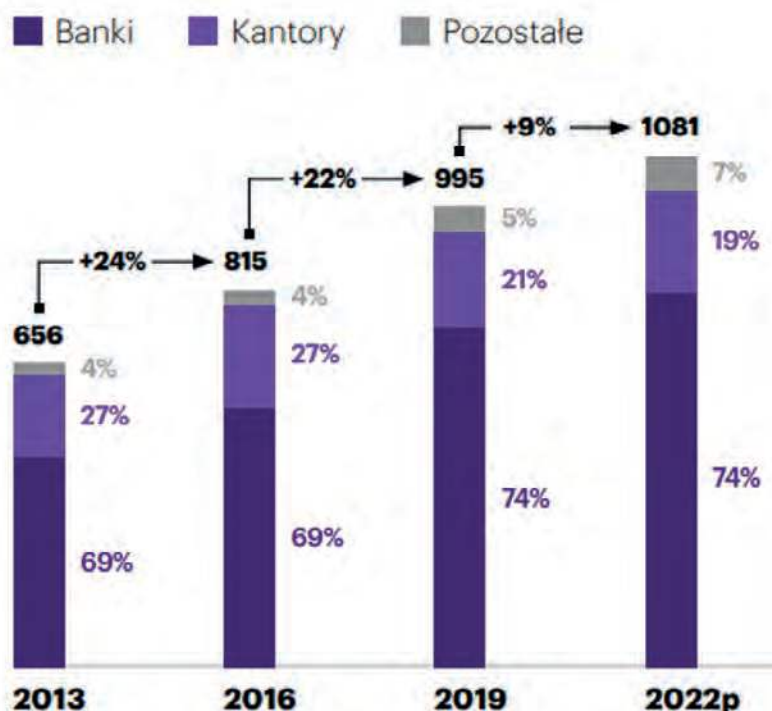
Wartość internetowej wymiany walut w Polsce przekracza 60 mld PLN. Transakcje dokonywane są głównie poprzez kantory internetowe. Konkuruje na nim ponad 60 różnych kantorów online, które skupia-

ją ponad 300 tysięcy użytkowników⁴⁸. Kolejny raport wskazuje, że w kantorze Currency One średnia wartość transakcji walutowej w 2019 roku wynosiła ok. 6 604 zł, czyli korzystali głównie konsumenci.

Deregulacja rynku następowała systematycznie od 1989 roku, kiedy zezwolono na tworzenie prywatnych

⁴⁸ https://prnews.pl/wp-content/uploads/2019/09/Trendy-walut-w-Polsce_RAPORT-FINAL.pdf; https://prnews.pl/wp-content/uploads/2019/09/Trendy-walut-w-Polsce_RAPORT-FINAL.pdf

Wykres 3. Dynamika rynku walutowego w zależności od kanałów zawierania transakcji



Źródło: Accenture Research na podstawie danych NBP, EMIS, Oxford Economics, GlobalData.

kantorów wymiany walutowej. W 2009 roku powstały pierwsze kantory internetowe oraz zaczęto otwierać platformy walutowe dla klientów detalicznych. Wzrost kursu CHFPLN – szczególnie od 2015 roku i ustawa antyspreadowa z 2011 roku zwiększyły istotnie obroty detaliczne na rynku walutowym. Wejście Revoluta na rynek bankowy w 2018 roku przyspieszyło wdrażanie nowych technologii i zwiększyło ilość kanałów dla realizacji transakcji.

Wykres 3. wskazuje na dużą dynamikę rynku walutowego – zarówno poprzez banki ale i kantory, jak i nowe technologiczne rozwiązania.

Opinia o nowych kanałach wymiany walutowej jest wśród konsumentów pozytywna. Ponad dwa razy tańsze od tradycyjnej wymiany są natomiast kantory internetowe zarówno te bankowe, jak i niebankowe. Jednak tylko 12% ankietowanych uważa, że są to najtańsze opcje przy wymianie walut. Warto zwrócić uwagę, że wymiana staje się droższa podczas weekendów niezależnie od sposobu jej przeprowadzania. Najbardziej zauważalnie średni spread rośnie w internetowych kantorach bankowych (dwukrotnie wyższy niż w dni robocze) oraz w Revolut – ok. 10-krotny wzrost. Za najtańszy sposób wymiany uznali oni kan-

tory internetowe, zarówno bankowe, jak i pozabankowe (17%). Najczęściej ze wszystkich grup wskazują oni również na karty i aplikacje pozabankowe, jak i fintechy takie jak Revolut (14%)⁴⁹.

Ważnym wydarzeniem na rynku walutowym było powstanie firmy Revolut w 2015 r., która otrzymała w 2018 r. na Litwie licencję bankową. Revolut jest aplikacją mobilną, która umożliwia natychmiastową wymianę walutową oraz przesyłanie pieniędzy do innych użytkowników. Użytkownicy mają również możliwość zamówienia karty wielowalutowej zintegrowanej z aplikacją. Oferta uzupełniona jest również o możliwość automatycznego wykupienia ubezpieczenia w przypadku wyjazdu zagranicę lub założenia rachunku maklerskiego dla rynku akcji amerykańskich.

Revolut umożliwia dokonywanie konwersji walut po bardzo małych spreadach. Dzięki dedykowanej aplikacji klienci bezprzewodnie mogą płacić za granicą w ponad 150 walutach, wymieniać i przechowywać

49 https://www.accenture.com/_acnmedia/PDF-125/Accenture-Rynek-Wymiany-Walut-W-Polsce.pdf

środki w 30 walutach lub wysyłać przelewy międzynarodowe i krajowe bez marży i dodatkowych opłat, po kursie międzybankowym w trybie natychmiastowym. Revolut podaje do informacji, że w 2022 r. miał on na świecie 18 mln klientów, 500 klientów biznesowych, w 35 krajach i 30 walutach, w Polsce już 1 milion klientów indywidualnych⁵⁰. Revolut obsługuje już ponad 5000 firm w Polsce, a jego głównym kanałem dostępu jest aplikacja mobilna Revolut Business. W świecie powstają dziesiątki startupów na rynku finansowym, które umożliwiają w ramach swojej oferty wymianę walut po atrakcyjnych kursach, np. singapurski YouTrip oraz brytyjskie Monese i Curve. Dyskutuje się obecnie rozwiązania dla świata wirtualnego – np. w systemie Metaverse.

WNIOSEK:
mitem są twierdzenia o braku konkurencji w wymianie walut na rynku detalicznym.

Tabela 8. Największe platformy handlowe na rynku forex.

Platforma	Udział w rynku
Multidealer	
Refinitiv	32,7
FXconnect	28,3
Bloomberg	9,5
Currenex	7,3
360T	6,2
EBS	5
Integral-FX Inside	2,9
smartTrade Tech.	2,3
FXSpotstream	1,9
FastMatch	1,2
Inni	2,7

Źródło: Euromoney Exchange Survey 2019 za: Andreas Schrimpf, Vladyslav Sushko; FX trade execution: complex and highly fragmented, BIS Quarterly Review, December 2019 | 08 December 2019.

WNIOSEK:

nie istnieje jeden, czy nawet kilka systemów, które mogą stanowić absolutną referencję dla kursu walutowego na globalnym rynku finansowym. Nie może być też jeden algorytm, ponieważ wolumeny transakcji, a przez to udziały ulegają dynamicznym zmianom. Dlatego ostateczna estymacja „odkrywanego na szerokim rynku kursu” jest w rękach bankowych dealerów.

Liczne i konkurencyjne platformy powodują, że na rynku walutowym pojawiają się niewielkie różnice w kwotowaniach kursów w obserwowanych momentach, co oznacza, że nie ma takiej kategorii jak jeden kurs walutowy dla całego rynku walutowego i dlatego dla obliczania kursu średniego dla rynku konieczne jest próbkowanie kursów walutowych z wielu różnych źródeł. Dealerzy potwierdzają, że nie ma jednego dobrego prycera na rynku⁵¹. Platformy też od wielu lat nie ujawniają swoich szczegółowych obrotów co powoduje, że nie jest możliwe przypisanie im jakichś wag na rynku. Wykres zmian wolumenów realizowanych przez poszczególne platformy jest wysoce dynamiczny w ostatnich latach.

Dynamika i struktura rynku walut zmienia się. Tradycyjne platformy są pod presją zewnętrznych instytucji – szczególnie pięciu największych banków. Pojawiają się nawet menadżerowie różnych instytucji, którzy obracają na tyle dużymi wolumenami, że działają jak market makerzy. Rynek zmienia się z dealer-to-client na bardziej all-to-all⁵². Dzienny obrót rynku walutowego szacuje się na 6,6 biliona USD. Spośród tych licznych platform klienci narzucają wymóg best execution. W sferze obrotów walutowych wzrasta konkurencja między platformami takimi jak FXALL, FXConnect, FXGO, 360T, Hotspot, FastMatch, co prowadzi do dalszych konsolidacji. Rozwijają się też nowe rozwiązania w postaci multilateral trading facilities na pochodne FX szczególnie na Stock Exchange Facilities, co zmienia rozłożenie płynności na rynku.

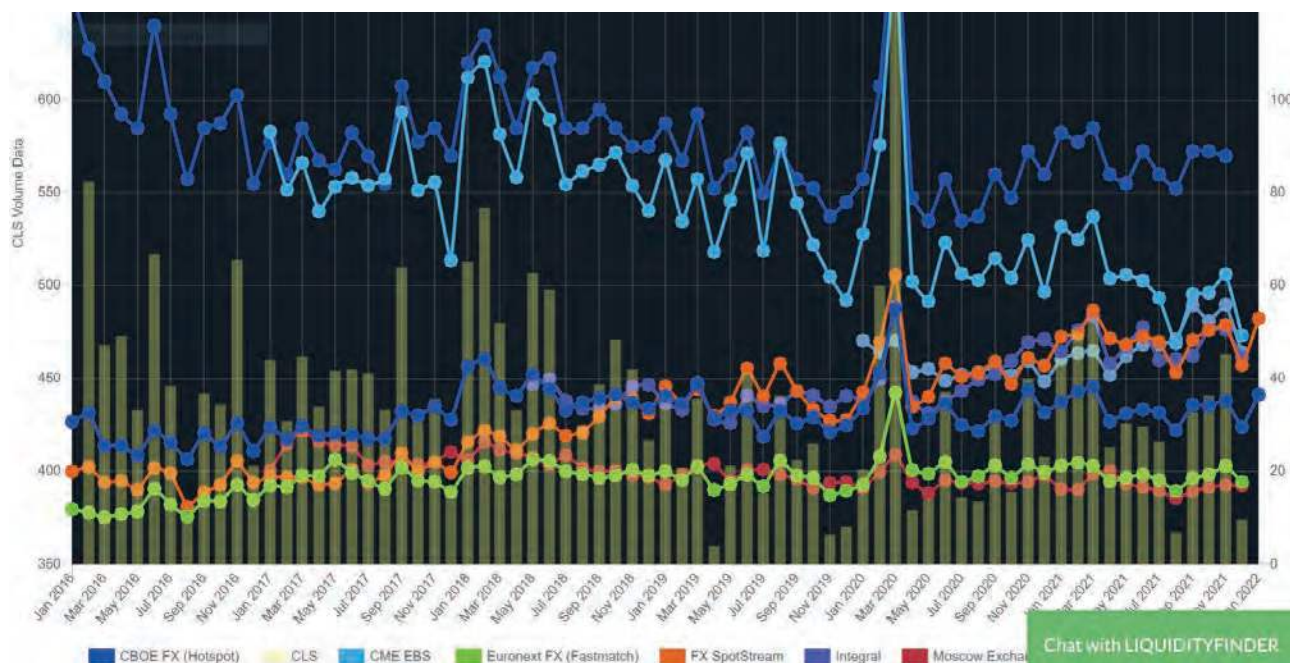
Jak widać żadna z platform nie obejmuje całego rynku walutowego, a pozyskiwane informacje dotyczą różniących się paneli klientów, co jest implikowane ilością umów z instytucjami, które przystąpiły do danych platform. Wartość informacyjna przedsta-

51 <https://www.euromoney.com/reprints> w Euromoney FX Survey 2022

52 FX liquidity to diversify | Bloomberg Professional Services

50 <https://www.revolut.com/pl-PL/about-revolut>

Wykres 4. Dynamika i rola poszczególnych rynków walutowych



Źródło: Monthly Average Daily Volume (ADV) Spot FX Volumes for Major FX Trading Venues LiquidityFinder.com

wianych kursów zależy od zróżnicowanej metodyki stosowanej dla każdej kategorii kursu. Wykres 4. wskazuje, że nie istnieje jedna sztuczna inteligencja wyciągająca wniosek, gdzie jest w danym momencie rynek, ale ciągle potrzebny jest człowiek-dealer, który z różnych napływających i nieustannie zmieniających się informacji ustala na podstawie ocen rynku hurtowego i własnego doświadczenia wyjściowy kurs do tworzenia tabeli dla klientów detalicznych.

WNIOSEK:
postulat tworzenia algorytmu/formuły dla obliczania przez bank kursu średniego nie spełnia postulat wiarygodności na dynamicznie zmieniającym się rynku.

Nie należy też zapominać o brokerach pośredniczących w transakcjach walutowych w celu zapewnienia anonimowości klientów lub uplasowania walut o mniejszej płynności.

W 2021 r. za najlepszych 8 brokerów uznano:

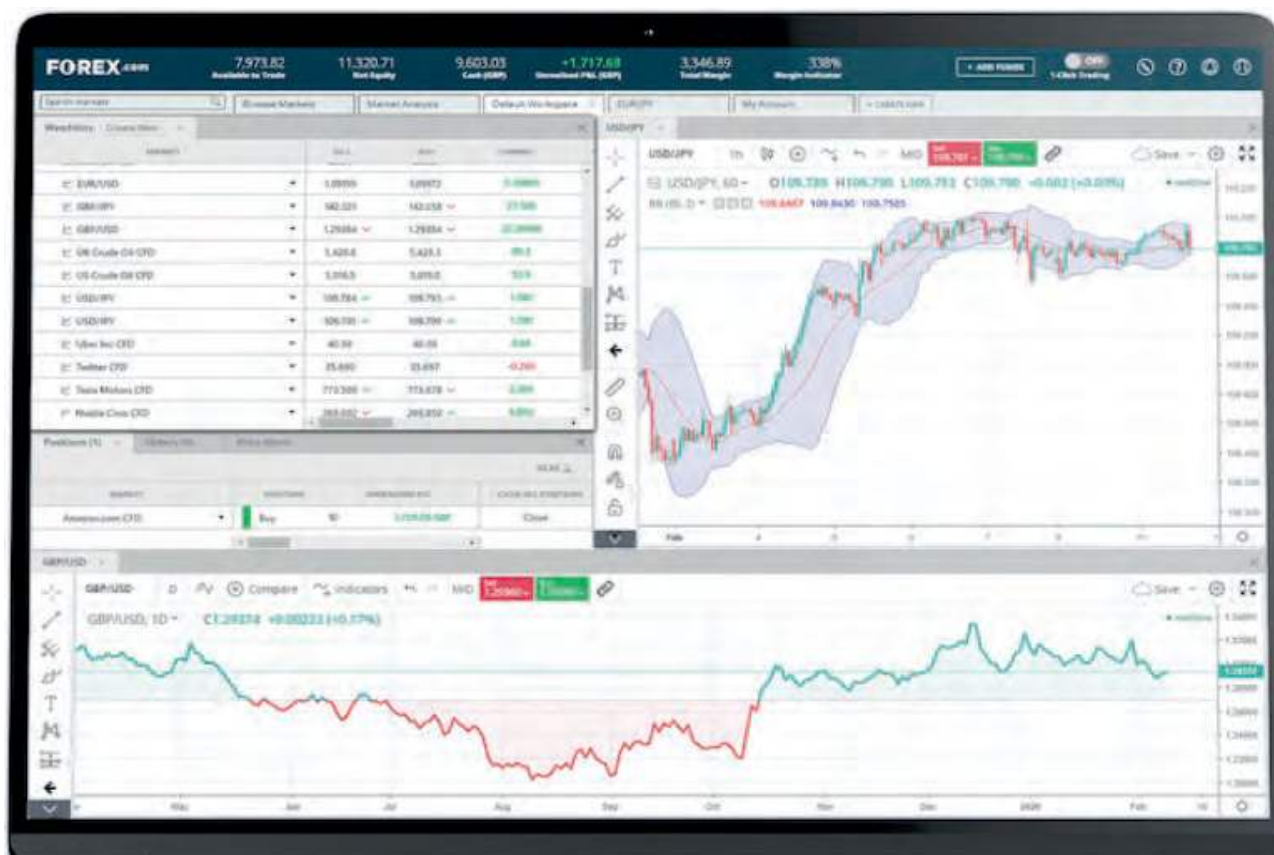
- ▶ XTB: Best forex broker overall
- ▶ IG: Best for U.S. traders

- ▶ Etoro: Best for trading cryptocurrency
- ▶ Plus500: Best for trading forex CFDs
- ▶ Forex.com: Best customer service
- ▶ Interactive Brokers: Most advanced charting tools
- ▶ CMC Markets: Best for spread betting
- ▶ Saxo Bank: Best selection of FX pairs

Źródło: <https://www.sfgate.com/market/article/best-forex-brokers-16649850.php>
18.01.2022.

Platforma Cinkciarz jest bardzo popularna w Polsce. W tym przypadku obrót na rynku Forex zapewnia Conotoxia Ltd. mająca prawo do używania znaku towarowego Cinkciarz.pl. Conotoxia Ltd. oferująca usługę handlu na rynkach Forex i CFD jest regulowana przez Cypryjskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (CySEC) (licencja nr 336/17), jednak działa również zgodnie z przepisami swobody świadczenia usług w UE na mocy przepisów zawartych w dyrektywie MiFID. To dyrektywa UE zapewniająca zharmonizowaną regulację usług finansowych we wszystkich państwach członkowskich Europejskiego Obszaru

Ekran 1. Zakres funkcjonalności platform walutowych



Gospodarczego. Kontrakty CFD są złożonymi instrumentami i wiążą się z wysokim ryzykiem szybkiej utraty pieniędzy z powodu dźwigni finansowej. Niezależnie, czy jest się klientem indywidualnym, biznesowym, czy profesjonalistą konta Forex zaspokajają potrzeby każdego typu inwestora.

Poza tradycyjnymi parami walutowymi (Forex) Cinkciarz posiada również szeroki wachlarz innych instrumentów dostępnych dla polskich klientów: kontrakty CFD na metale szlachetne, surowce, indeksy giełdowe oraz kryptowaluty. Dodatkowo Conotoxia udostępnia materiały edukacyjne i szkolenia dla swoich, a także potencjalnych klientów – podstawy do zaawansowanych technik analizy wykresów dla inwestorów detalicznych, jak i profesjonalnych.

Inną platformę Forex.com, wyposażono nie tylko w narzędzia do zawierania transakcji ale i rozwiniętą analitykę – patrz ekran 1.

Kolejną platformą jest Forex CFD Plus 500 dla najbardziej popularnych par walutowych, takich jak EUR/USD, GBP/USD i EUR/GBP etc. System wyposażony jest w zaawansowane narzędzia handlowe i analitykę

aby chronić zyski i ograniczać straty. Dla celów edukacyjnych można skorzystać z bezpłatnego konta demo.

Część platform aktywnie promuje niskie spready połączone z ich analizą – OctaFX MT5 – minimalny spread, typowy spread i aktualny spread wynikający z bieżącego kwotowania. Dane potwierdzają różnicowanie spreadów w czasie, w zależności od waluty i kwot transakcyjnych – również na platformach tradingowych.

Podobnie reklamuje się platforma FXTM prezentując wąskie spready oraz superszybką realizację transakcji, nowoczesne narzędzia do handlu na rynku Forex, a także najwyższą ochrona przed ryzykiem rozliczeń i bezpieczeństwo operacyjne. Tabela 9. pokazuje, jak szczegółowe są kwotowania kursów dla jej uczestników

Konkurencja jest tak ostra, że np. platforma Forex ECN Pro od InstaForex oferuje brak prowizji, brak opłat za wpłaty na konta, precyzyjną informację o spreadach oraz darmowy VPS Virtual Private Server, podnoszący bezpieczeństwo danych i dostępu do nich.

**Tabela 8.** Kursy walut na platformie OctaFX oraz analityka spreadów dla wybranych par walutowych.

SYMBOL	DESCRIPTION	MINIMUM SPREAD	TYPICAL SPREAD	CURRENT SPREAD	CONTRACT SIZE	PIP PRICE (USD/LOT)	SWAP
EURUSD	Euro vs. US Dollar	0.6	0.7	0.8	100 000 EUR	10.00	No swap
GBPUSD	British Pound vs. US Dollar	0.9	1.1	1.3	100 000 GBP	10.00	No swap
USDJPY	US Dollar vs. Japanese Yen	1.0	1.2	1.0	100 000 USD	8.18	No swap
USDCHF	US Dollar vs. Swiss Franc	1.1	1.3	1.1	100 000 USD	10.74	No swap

Tabela 9. Szczegółowość notowania kursów na platformie FXTM

GLÓWNE	DRUGORZĘDNE	EGZOTYCZNE	SPOT METALE
Instrument handlowy	Spread PT	Cena bieżąca \$ Bid/Ask	Zmiany
AUDUSD	0.6	0.75107/0.75113	-0.165% ▼
EURJPY	0.4	134.461/134.465	-0.863% ▼
EURUSD	0	1.09996/1.09996	0.052% ▲
GBPJPY	1.4	161.141/161.155	-0.749% ▼
GBPUSD	0.2	1.31825/1.31827	0.166% ▲
USDCAD	0.2	1.25479/1.25481	0.090% ▲

Na rynku rośnie konkurencja między *single dealer platforms* i *multi dealer platforms*. Obecnie większą przewagę uzyskują te pierwsze ze względu na mniejsze ryzyko wycieku informacji⁵³. Skala działań brokerów nie jest zbyt duża ale uważa się, że podnoszą oni transparentę rynku.

Konkurencja na rynku walutowym zaostrza się i w sensie technologicznym, i w sensie marż/kosztów. Wiodące banki FX tworzą w ostatnich latach liczne własne platformy wymiany walut handlu elektronicznego w celu powiązania z traderami, którzy pracują spoza swoich biur. Np. BNP Pari-

bas w marcu 2020 roku uruchomił system ALiX dostępny dla transakcji spot, forwards, swaps, options i orders. Daje on klientom dostęp do żywego rynku i cen, przyspiesza transakcję, wspiera kalkulacje i decyzje⁵⁴. Podobnie działa w Barclays system BARX Book for FX dla korporacji i klientów instytucjonalnych powiększając płynność na rynku i ilość źródeł płynnych transakcji. Działając w konkurencji do takich systemów jak Bloomberg, czy Reuters pozwala ograniczać luki między ceną oczekiwaną z platform informujących a ceną wykonania transakcji w okresach wyższej zmienności walutowej (slippage) – rosnących spreadach bid/

53 <https://www.euromoney.com/article/27iaj1dwsj0ggp71w4zcw/foreign-exchange/dealers-becoming-more-selective-on-fx-platforms>

54 <https://www.euromoney.com/article/28gkpodh7y3lyjqjgawtmo/foreign-exchange/fx-banks-make-trading-platforms-fit-for-homeworking>

ask. Te zjawiska pokazują, że nawet dostęp do platformy informacyjnej nie oznacza, że rzeczywisty kurs transakcyjny będzie zgodny z informacją o rynku. Internalizacja transakcji poprzez platformy powoduje, że w „w tych samych ułamkach sekund” możliwe są nieistotnie małe ale istniejące różnice w kursach walut.

Podobnie działa platforma Millenium Global Mill-TechFX, która liczy bardziej na rozwój biznesu niż na kanibalizację obecnej aktywności transakcyjnej. Nowy flow biznesu ma pochodzić z banków korespondentów, poprzez podcinanie standardowych kursów walutowych. Charakter platformy to quasi-niezależny rynek i porównywanie redukujące koszty i obciążenia operacyjne dla treasurerów przedsiębiorstw i menadżerów funduszy, którzy poszukują konkurencyjnych kwotowań w przekonaniu, że spready są za duże. I korporacje, i klienci detaliczni narzekają na spready ale badania EBC oraz IMF wskazały, że korporacje płacą około 2 bps więcej niż środek kwotowania na rynku międzybankowym, podczas gdy mniejsi klienci do około 50 bps⁵⁵. Milltech daje użytkownikom dostęp do wielu banków jednocześnie – w tym ANZ, Bank of America, BNP Paribas, Citi, HSBC, Morgan Stanley, NatWest, Standard Chartered, State Street and UBS. Jak widać nie sposób dziś mówić o jakoby niedostatecznej transparentności rynku, ale też nie ma gwarancji, że kursy z różnych platform nie będą się w danym momencie różnić między sobą – w praktyce nieistotnie mało – szczególnie na platformach transakcyjnych. Banki oferują nawet systemy, które pozwalają zautomatyzować handel walutami dla klientów z krajów, w których stosuje się restrykcje dewizowe (np. Chiny).

Z tymi faktami jaskrawo sprzeczna jest teza Prezesa UOKiK „Stosowane przez banki kryteria dotyczące ustalania tzw. spreadu **rażąco naruszają interesy konsumentów. Kredytobiorcy nie mają możliwości sprawdzenia, w jaki sposób banki wpływają na kursy walut publikowane w ich tabelach** i w efekcie, czy nie naliczają im zbyt wysokich rat kredytu. **Banki poprzez zapisy klauzul niedozwolonych** zapewniły sobie **możliwość subiektywnego ustalania wysokości kursów walutowych**, w efekcie czego konsumenci mogli płacić zawyżone raty kredytów. Jest to sytuacja niedopuszczalna. Zasady ustalania zobowiązań

finansowych muszą być uczciwe, przejrzyste i weryfikowalne przez konsumentów”⁵⁶.

W Polsce UOKiK oczekuje od banków punktowo zdefiniowanego kursu średniego z rynku forex, jednocześnie uznając, że postanowienia klauzul przeliczeniowych w umowach kredytów indeksowanych i denominowanych są wadliwe, bo nie zawiera definicji sformułowania „średni kurs z rynku walutowego” oraz że „*wyrażenie forex nie jest zatem wskazaniem konkretnego serwisu tylko nazwą rynku walutowego*”⁵⁷. Jak widać Urząd, nie rozumiejąc rynku zakłada, że istnieje jeden ogólny kurs średni na rynku forex oraz że wystarczy wskazanie konkretnego serwisu podającego taki kurs średni. Tymczasem niniejsza analiza wyraźnie wskazuje, że nie można ustalić jednego uniwersalnego kursu średniego dla całego rynku, a jedynie poszczególne banki mogą ustalić indywidualny kurs średni i to nie na podstawie jednego serwisu informacyjnego, ale estymując z różnych źródeł transakcyjnych kurs ostatecznie przyjęty przez kompetentnego dealera. Urząd nie dostrzega, że rynek, poprzez mechanizm arbitrażowy prowadzi do kursów, które różnią się między sobą nieistotnie z punktu widzenia konsumenta. Sugeruje też, że rynek walutowy nie działa i „*że kursy dewiz są ustalone przez banki w arbitralny i nieprzewidywalny dla konsumentów sposób*”. Urząd nie dostrzega, że przy arbitrażu walutowym mogłoby to jedynie prowadzić do strat na kursach lub utraty dochodów. UOKiK nie wie, że konsumenci nie mają dostępu do systemów transakcyjnych na rynku hurtowym i tym samym nie są w stanie precyzyjnie weryfikować kursu banku, ale oczywiście serwisy informacyjne pozwalają stwierdzić, czy kurs średni banku odchyła się istotnie lub nie od rynku forex, którego systemy informacyjne i brokerskie podają kursy w sposób ciągły. Tzn. że bezsensowne jest stwierdzenie UOKiK, że przedział czasu dla ustalenia kursu w godzinach rannych ma umożliwić bankowi „*dowolny i arbitralny wybór danych, na podstawie których wyznacza kursy walut obowiązujące Bank*”. Zdaniem Urzędu „*rodzi to ryzyko, że Bank będzie wybierał takie dane, które będą najbardziej korzystne ekonomicznie dla niego*”. Urząd domniemuje nieuczciwość i nie rozumie, że bank nie jest w stanie tego czynić, bo nikt nie może wiedzieć, w którym kierunku i kiedy zmieni się kurs na rynku, szczególnie, że się zmienia w milisekundach w różnych kierunkach, pod wpływem

55 <https://www.euromoney.com/article/28rpi432qkka2t6u782yo/foreign-exchange/millennium-global-aims-to-cut-fx-costs-for-fund-managers-and-treasurers>

56 [https://finanse.uokik.gov.pl/tag/spready-walutowe/Prezes_UOKiK_Tomasz_Chroścny uznał za niedozwolone tzw. klauzule spreadowe, stosowane przez bank BPH w aneksach do umów o kredyt hipoteczny, a także w odniesieniu do BNP Paribas, Millennium, Santander Bank Polska.](https://finanse.uokik.gov.pl/tag/spready-walutowe/Prezes_UOKiK_Tomasz_Chro%C5%9Bny_uzna%C5%82_za_niedozwolone_tzw._klauzule_spreadowe_stosowane_przez_bank_BPH_w_aneksach_do_umow_o_kredyt_hipoteczny,_a_tak%C5%ZE_w_odniesieniu_do_BNP_Paribas,_Millennium,_Santander_Bank_Polska.)

57 Zarzuty sformułowane wobec banku przez UOKiK

wem nowych informacji. Aby to stwierdzenie mogło być prawdziwe, musiałoby oznaczać, że bank posiada nadzwyczajną wiedzę profetyczną i może przewidzieć, w którym kierunku zmienią się kursy w ciągu kolejnych godzin. Jest to sprzeczne i z teorią, i praktyką funkcjonowania rynku walutowego. Szczególnie, że po ustaleniu tabeli kursów zgodnie z regulaminem danego banku na cały dzień, żadnych zmian bank nie może dokonać, nawet gdyby rynek kształtował się dla niego niekorzystnie.

Specyfika rynku walutowego powoduje, że technicznie może być tyle kursów średnich, ile banków z ich metodami szacowania wartości średniej, ze względu na moment czasu, miejsce, zakres panelu podmiotów mieszczących się w danym procesie kalkulacji oraz zróżnicowanie źródła danych. To nie oznacza, że dla tego samego czasu kursy średnie będą się istotnie różnić. Cechą tej metody jest to, że z uwagi na rozproszony charakter rynku oraz liczbę jego uczestników, średnie kursy banków nie mogą dać punktowo tego samego wyniku, chociaż proces kształtowania się kursów na rynku walutowym (efektywnym) i arbitraż powodują, że różnice w wartościach średnich dla zbliżonego czasu i wiodących źródeł informacji są losowe i nieistotnie małe. Jak wynika ze specyfiki rynku nie istnieje jedna (słuszna) reprezentatywna dla wszystkich banków metoda estymacji kursu średniego.

WNIOSEK:

oczekiwanie, odtworzenia przez konsumenta, który nie ma dostępu do platform takich samych jak bank, nie zna czasu podjęcia decyzji – dokładnie kursu ustalonego przez bank jest teoretycznie i praktycznie niewykonalne, a więc UOKiK, czy sąd narzucający abstrakcyjny i niewykonalny wymóg, chyba czyni to bez znajomości stanu rzeczy lub stoi za tym jakieś inne rozumienie tego wymogu. Kontrolowanie przez konsumenta „poprawności” ustalania kursu przez działający na rynku bank nie ma uzasadnienia w konfrontacji z atrybutami działania rynku finansowego, płynności, zasadach operacyjnych, technologiach, dostępie do platform, ani prawie. Jak wskazuje się wielość rynków, platform, rodzajów dostępów oznacza, że nikt nie jest w stanie oszacować średniego globalnego kursu na rynku, a jedynie każdy bank może estymować średni kurs dla niego, co jest niewykonalne dla konsumenta ze względów technicznych, pomijając organizacyjne, czy kosztowe.

Traderzy na rynku walutowym działają na tyle transparentnie, że nowym zjawiskiem jest outsourcing transakcji walutowych przez zarządzających funduszami. 1/3 menadżerów funduszy w USA i Kanadzie uważa, że takie rozwiązanie jest wygodne i korzystne z punktu widzenia realizacji wymogu best execution. Outsourcing wynika z tego, że zrozumienie tkwiącego w transakcjach walutowych ryzyka, nawigowanie przez systemy informatyczne i wykonywanie transakcji jest trudne dla efektywności funduszy⁵⁸.

Kolejnym segmentem, który się rozwija są platformy bezpośredniego handlu peer-to-peer FX w postaci pośrednika nettującego transakcje jak platforma Siegf FX od lutego 2021 r., mająca na celu obniżenie kosztów i minimalizację wpływu rynku na klientów. Takie rozwiązania nie przyniosły jeszcze zbyt wielu doświadczeń ale wytworzyły kolejny segment rynku walutowego z odrębnymi poziomami kursów walutowych oraz niejawnością informacji o klientach zawierających transakcje. Często obserwuje się okresowo przewagę transakcji zakupu niż sprzedaży. Analizy wskazują, że klienci mogą obniżyć koszty nawet o 1 bps⁵⁹.

9. Zasady działania głównych platform handlowych i informacyjnych

Refinitiv (dawniej Thomson Reuters)

Handel elektroniczny na rynku Reuters uruchomił w 1987 r. umożliwiając bilateralne transakcje – system dziś znany jako Refinitiv FX Trading (dawniej Thomson Reuters Dealing). System ten zastąpił konwersacyjny system telefoniczny z drukowanymi potwierdzeniami. System okazał się szybszy, bardziej efektywny, transparentny – z możliwością komputerowego składowania informacji. System komputerowy pozwalał na pokazywanie indykatorywnych kwotowań płynnych walut na ekranie w czasie realnym. W 1992 Reuters wprowadził pierwszy elektroniczny system limit-order market to FX (składanie zleceń zakupu lub sprzedaży). Rok później banki w obawie przed monopolem utworzyły sys-

⁵⁸ <https://www.euromoney.com/article/28c9a9ewncpxg435e3xts/foreign-exchange/the-growing-attraction-of-outsourced-fx-trading>

⁵⁹ <https://www.euromoney.com/article/289axatfoc29zv1byjbp/foreign-exchange/new-peer-to-peer-fx-platform-aims-to-simplify-trading>

tem Electronic Booking Service – z możliwością anonimowego handlu. Specyfika spowodowała, że EBS długo dominował w zakresie EUR, JPY, and CHF, a Reuters GBP, AUD, CAD, i walut skandynawskich. Brokerzy głosowi ciągle jeszcze pośredniczą w zakresie mniej płynnych walut, ale ważniejszą rolę spełniają brokerzy elektroniczni, co zwiększa transparentność transakcyjną w stosunku do indykatorywnych kwotowań. Oznacza to, że informacje z przekazywane z platform nie oddają w pełni kursów rynkowych ale poziomy indykatorywne różniące się od rzeczywistych transakcji.

Oznacza to, że konsument będąc poza rynkiem nie może odtworzyć/replikować punktowo poszukiwanego kursu rynkowego. Trzeba pamiętać, że do transakcji dopuszczone są tylko pomioty o najwyższej wiarygodności posiadające wysokie limity kredytowe, co oznacza, że żaden konsument nie biorąc udziału w transakcjach nie jest w stanie znać aktualnych kursów transakcyjnych na rynku i wyboru przez dany bank kursu średniego do tabeli dla klientów detalicznych. Notowania post-trade wchodzi do zagregowanych informacji i ukazują się na różnych platformach informacyjnych, ale to już nie jest kurs średni ustalony przez dealera banku z rynku transakcyjnego – czyli estymacja może stanowić jedynie najwyższej skali przybliżenie estymowanego kursu średniego przyjętego przez bank – skala i płynność rynku powodują, że skala odchylenia kursów estymowanych, informacyjnych i rzeczywistych jest niewielka w okresach stabilności rynków walutowych ale jest zauważalna w czasie silniejszych wahań rynków. Wiele też może zależeć od zmieniającego się dynamicznie ryzyka rozliczeniowego i operacyjnego. Dla banków operujących dużymi wolumenami ryzyko obciążające kapitał może pochłaniać jego znaczącą część, a skutki mogą rozwijać się łańcuchowo. Duże znaczenie ma wtedy sprawność systemów rozliczeniowych banków centralnych oraz czas ich operacyjnej aktywności. Szczególnym przypadkiem był upadek banku Herstatt, który nastąpił po godzinach pracy rynku w Europie ale w trakcie działania rynku w USA. Od 2002 r. wprowadzano w bankach systemy Continuous Linked Settlement – CLS redukujące ryzyko kumulacji problemów z płynnością, nie trzeba dodawać, że takie sytuacje natychmiast zmieniają kursy transakcyjne oraz spready. W 2008 r. po upadku Lehman Bros, udało się utrzymać płynność rynku ale towarzyszyły temu duże zmiany kursów i ich rozpiętości.

WNIOSEK:

konkurencja na rynku oraz systemy informacyjne nie pozwalają bankowi na arbitralne i nieweryfikowalne ustalanie tabeli kursów. Specyfika rynku walutowego – decentralizacja rynków, wielość źródeł informacji, konfrontacja ofert konkurencyjnych instytucji oraz arbitraż walutowy z dostateczną precyzją pozwalają na odtworzenie obiektywnych warunków rynkowych (nieistotnie małe odchylenia szacunków). Oczywiście postulat punktowego odtworzenia kursu z opisanych przyczyn nie jest wykonalny. Generalnie ustalanie kursów przez polskie banki w oparciu o kursy walutowe na rynku międzybankowym forex jest metodologią powszechnie przyjmowaną przez instytucje finansowe, w tym odpowiadają trybowi ustalania kursów walut przez banki centralne – w tym Narodowy Bank Polski. Specyfika rynku walutowego pozwala na wysoce precyzyjną, transparentną i weryfikowalną przez konsumenta estymacją kursu bankowego, ale jeszcze raz należy podkreślić, że nie punktową. Możliwe są odchylenia kursu estymowanego przez konsumenta w stosunku do rzeczywistego, rynkowego kursu ustalonego przez bank i w żadnym razie nie mogą stanowić podstaw dla niedopuszczalnego założenia nieuczciwości przedsiębiorcy bez weryfikacji dowodowej.

Wobec powyższego oczekiwanie, że konsument – w takiej rzeczywistości faktycznej (bez dostępu do kosztownych systemów transakcyjnych i źródeł informacji) będzie mógł odtworzyć wyliczenie kursu średniego obliczonego przez bank jest oczekiwaniem urzędniczym wskazującym na niedostateczną wiedzę o zasadach działania rynku walutowego, a także kosztach pozyskiwania i przetwarzania informacji. Koszty dostępu do serwisów transakcyjnych ponoszonych przez banki są bardzo wysokie (w najbardziej podstawowej wersji sięgają kilkudziesięciu tysięcy złotych rocznie za jeden dostęp, a konsument i tak nie może mieć do niego dostępu). Ponoszenie przez konsumentów dodatkowych (wysokich) kosztów związanych z dostępem do szczegółowych danych nie miałoby żadnego sensu, ponieważ kursy średnie ze względu na płynność oraz arbitraż walutowy mogą się różnić tylko nieznacznie i losowo, a rynek sam w sobie jest konkurencyjny i efektywny.

Nie istnieje na rynku lepsza wartość referencyjna niż ustalony przez instytucję finansową średni kurs transakcyjny dla niej z rynku międzybankowego – transparentnego, płynnego etc., który jest jednoznaczny, uczciwy, zrozumiały i z zakładanym stopniem precyzji weryfikowalny poprzez skonfrontowanie go z platformami informacyjnymi, czy kwotowaniami innych uczestników rynku. Nie istnieje inna bardziej precyzyjna metoda ustalania kursu rynkowego zgodna z realiami funkcjonowania rynku dewizowego.

Ustalanie kursu w przedziale czasu determinowane jest zarówno czynnikami rynkowymi, jak i technicznymi. Rynki lokalne ze względu na mniejszą aktywność nocą zwiększają swoją aktywność i płynność w godzinach porannych, stąd konieczność oceny przez dealera stanu rynku w danym czasie. Po podjęciu decyzji uruchamiany jest proces technicznego budowania tabeli i jej publikacji – przed momentem otwarcia oddziałów. Publikowanie kursów w tabelach jest obowiązkiem banków wynikającym z ustawy. Zgodnie z art. 111 ust. 1 pkt 3 prawa bankowego bank obowiązany jest ogłaszać w miejscu wykonywania czynności, w sposób ogólnie dostępny stosowane kursy walutowe⁶⁰.

Dowodem na powyższe jest spojrzenie na poziomy średnich kursów walut z tabeli kursowej banków z dnia 11 marca 2022 r. Banki publikują kursy o określonej godzinie, która jest dostępna na ich stronach internetowych, z tym, że obserwacja rynku walutowe-

go w bankach odbywa się do ok. 15 min przed godziną publikacji. Jest to czas niezbędny na przygotowanie transferu średnich kursów walutowych z rynku do systemów informatycznych w bankach, a także na weryfikację poprawności danych, zawartych w tabelach kursowych.

Poniższy ekran przedstawia średni kurs EUR/PLN z systemu Eikon wraz z zaznaczeniem okienka 15-minutowego, z którego poszczególne banki pobierały dane w celu ustalenia kursu średniego NBP (godziny na wykresie pokazują czas GMT = CET-1).

Wykres pokazuje, że średnie kursy EURPLN wprowadzane do tabel kursowych przez banki odpowiadały średnim kursom rynkowym.

a. Główne platformy rynków walutowych

REUTERS CONNECT to najbardziej kompleksowa platforma cyfrowa wspierająca ekosystem nowych informacji.

Jako wiodąca wielobankowa platforma transakcyjna FX, FXall oferuje klientom dostęp do głębokiej płynności z możliwością wyboru wykonania transakcji, kompleksowego zarządzania przepływem strumieni end-to-end i bezpośredniego automatycznego przetwarzania – obejmującego cały cykl życia transakcji⁶¹. Thomson Reuters Matching to anonimowy

60 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Prawo bankowe, Dz. U. 1997 Nr 140 poz. 939.

61 <https://www.thomsonreuters.com/en/press-releases/2018/september/thomson-reuters-boosts-fx-trade-analysis-and-best-execution-capabilities.html>

Tabela 10. Średnie kursy EUR/PLN w bankach w dniu 11 marca 2022 r., wraz z godziną

Bank	EUR/PLN	Czas
Bank 1	4,7793	07:00
Bank 2	4,7793	07:10
Bank 3	4,7805	08:00
Bank 4	4,7782	08:00
Bank 5	4,7862	08:45
Bank 6	4,7901	08:54
Bank 7	4,7893	09:01

Źródło: dane z rynku – opracowanie własne.

Ekran 2. Średnie kursy EURPLN wprowadzane do tabel kursowych przez banki



elektroniczny system kojarzenia transakcji dla walut, używany przez tysiące uczestników rynku w każdym regionie świata, aby uzyskać dostęp do głębokiej płynności i handlować nią w ponad 80 parach walutowych. Ponadto Thomson Reuters FXall jest platformą wymiany walut typu dealer-klient, z której korzysta ponad 2300 klientów instytucjonalnych i 180 animatorów rynku. Łącznie platformy FX Thomson Reuters obsługiwały średnio dziennie w 2018 roku wolumen obrotu wynoszący ponad 407 miliardów⁶².

Zmiana kursu w Thomson Reuters Spot Matching dodaje dodatkowe pół pipsa, aby podać precyzyjnie np. AUD/USD. Zamiast być kwotowane do czterech miejsc po przecinku, będzie kwotowane do pięciu, gdzie wartość piątego miejsca po przecinku musi wynosić 0 lub 5. Ponieważ para walut handluje na wąskim spreadzie, wartość każdego ticka jest wysoka, a skala książki tradingowej wzrosła znacząco w ostatnim czasie. Ta zmiana pozwala traderom walutowym na dokładniejsze kwotowanie. Zmiana mia-

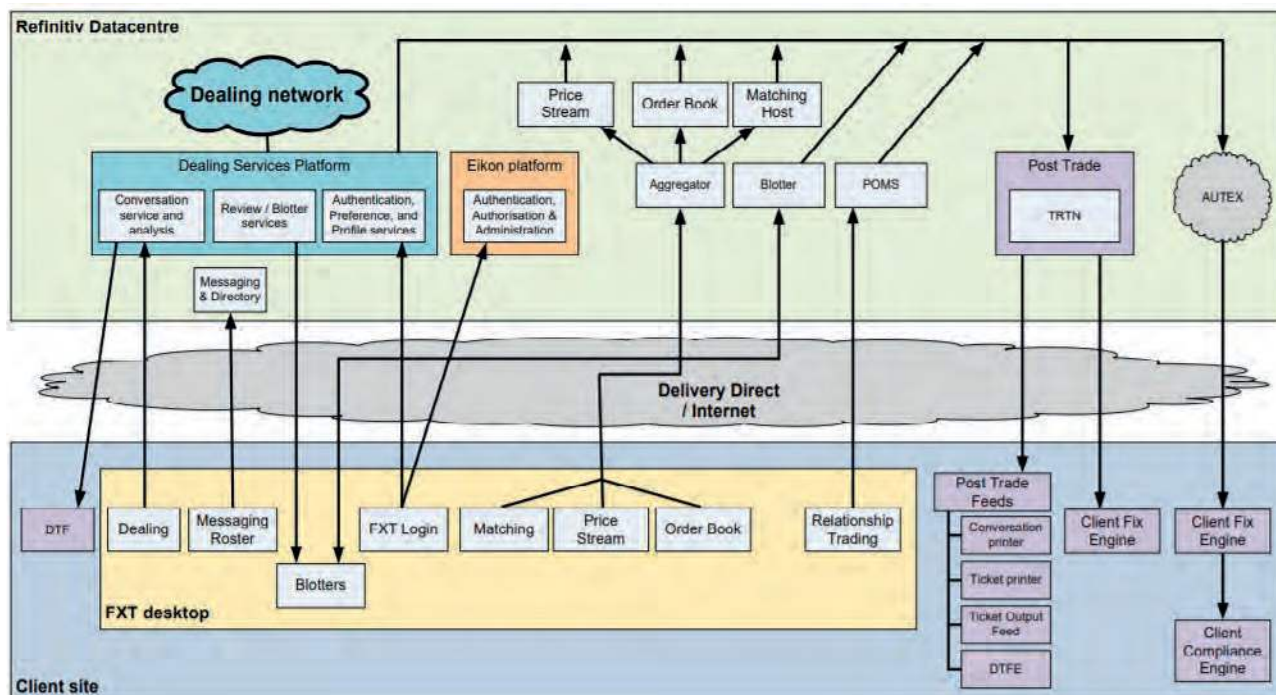
ła wejść w życie pod koniec marca 2022 r. i będzie również stosowana we wszystkich źródłach danych rynkowych i wyliczeniach wartości dodanej. Zostanie to również odzwierciedlone na wszystkich powiązanych ekranach Thomson Reuters Eikon FX. Ta zmiana jest najważniejszą zmianą, jaką Thomson Reuters wprowadził na rynku AUD/USD od czerwca 2017 r., kiedy AUD/USD został dodany do binarnego kanału multiemisji, zapewniając użytkownikom kanałów aktualizacje co 25 milisekund.

Poniżej zaprezentowany jest ideowy schemat technologiczny Reuters dealing network ilustruje złożoność architektury systemu.

Refinitiv to amerykańsko-brytyjski globalny dostawca danych i infrastruktury z rynków finansowych. Firma została założona w 2018 roku. Jest spółką zależną London Stock Exchange Group po sprzedaży za 27 miliardów dolarów od poprzednich właścicieli Blackstone Group LP, która posiadała 55% udziałów i Thomson Reuters, która posiadała 45%. Firma ma roczne obroty w wysokości 6 miliardów dolarów, obsługując ponad 40 000 firm w 190 krajach. Thomson Reuters był niegdyś udziałowcem mniejszościowym w platformie Refinitiv, która dostarcza wiadomości

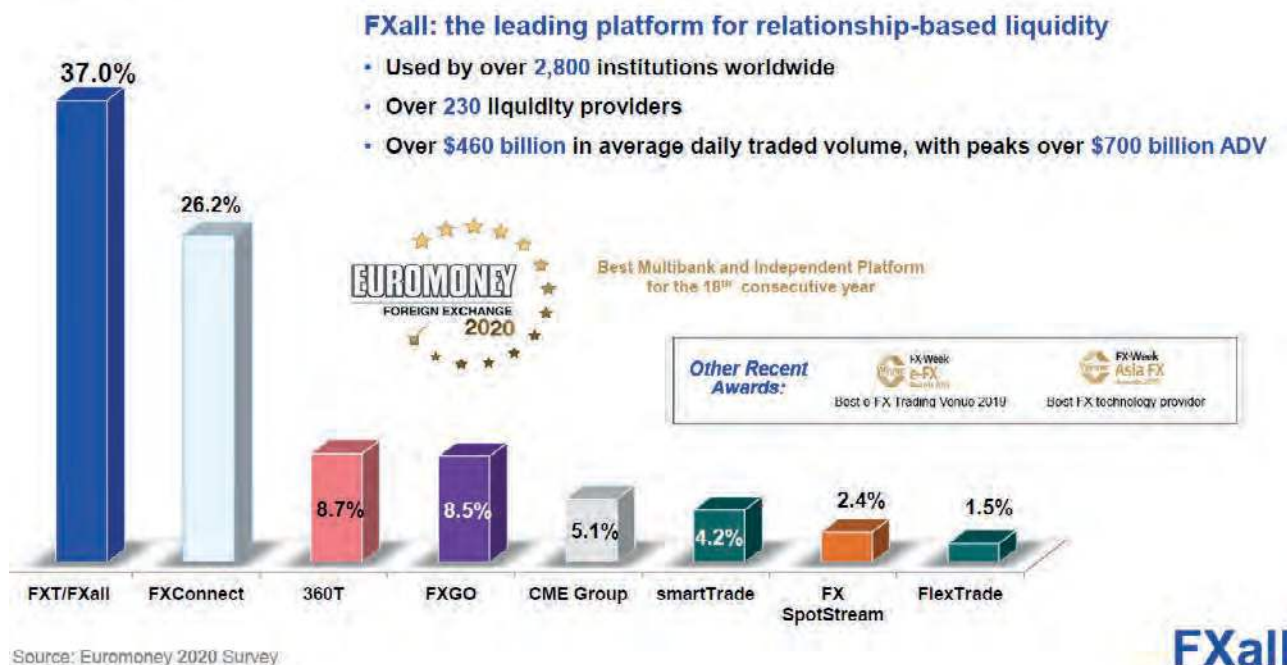
62 <https://www.thomsonreuters.com/en/press-releases/2018/march/thomson-reuters-to-enhance-fx-trading-accuracy-by-adding-further-precision-for-aud-usd.html>

Schemat 4. Reuters Refinitiv Datacentre



Źródło: https://customers.refinitiv.com/czfs/reutersnotificationservice/PCN/R1_12243/FXT%207.7%20Install%20Guide%20v0.5.pdf?download=true.

Wykres 5. Udziały najważniejszych platform w rynku walutowym



i treści Reuters i jest wspierana przez sieć co najmniej 13 000 zarejestrowanych programistów.

FXall (FX Alliance Inc.) to agregator wymiany walut zapewniający handel elektroniczny bankom i brokerom za pomocą sieci komunikacji elektronicznej z siedzibą w Nowym Jorku. Firma zapewnia klientom instytucjo-

nalnym bezpośredni handel elektroniczny na rynku walutowym. FXall zapewnia kompleksowe rozwiązania w zakresie wymiany walutowej (egzekucja transakcji, systemy zarządzania, potwierdzania, raportowanie⁶³.

63 <https://www.thetradenews.com/guide/fxall/>

Schemat 4. Funkcjonalność systemów



Jak widać dostęp do tych systemów mają tylko banki oraz brokerzy i nie mogą mieć żadni konsumenci, co oznacza, że w żadnym momencie nie mogą odtworzyć/replikować kursu ustalonego przez bank na podstawie systemu transakcyjnego.

FXall rozpoczął działalność w 2000 r. jako platforma transakcyjna dla konsorcjum 16 instytucji bankowych, z których każda jest właścicielem od trzech do pięciu procent firmy. Do 2003 r. urósł do 9 mld dolarów, wyprzedzając głównych rywali. W 2012 r. firma została zakupiona przez Thomson Reuters za 625 mln dolarów. Po tym, jak Thomson Reuters sprzedał większościowy pakiet udziałów w jednostce Financial & Risk (F&R) firmie private equity Blackstone Group LP w 2018 r., nowa firma, obecnie nazywana Refinitiv, stała się właścicielem FXall.

Thomson-Reuters uwzględnia wpływ MIFID na sposób dokonywania transakcji. MiFID II i MiFIR wprowadzają nową kategorię systemu obrotu – zorganizowaną platformę obrotu (OTF). Operator OTF, który organizuje transakcje na instrumentach nieudziałowych może ułatwiać negocjacje między klientami w celu połączenia dwóch lub więcej potencjalnie zgodnych interesów handlowych⁶⁴.

Strategią firmy jest promowanie otwartości na rynkach walutowych dzięki klientom Thomson Reuters FXall i 360T korzystającym ze zintegrowanej i zautomatyzowanej dystrybucji informacji o cenach. Banki mogą obecnie bezpośrednio kwotować kursy na multibankowej platformie FXall.

Np. Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba) jest pierwszą niemiecką instytucją finansową, która uruchomiła tę nową łączność. Dzięki nowemu interfejsowi Helaba może kwotować klientom zarówno na platformach wielobankowych 360T, jak i FXall, wykorzystując technologię silnika cenowego 360T. Thomson Reuters wspiera „konceptę otwartej platformy”, która zwiększa efektywność globalnego elektronicznego rynku walutowego, łącząc wiodące na rynku miejsca, technologie i globalne społeczności klientów, niezależnie od typu klienta, lokalizacji geograficznej lub wyboru miejsca realizacji i partnera FX Fintech.

b. Przebieg transakcji w Reuters.

Transakcja jest wystawiana na platformie matching – kupno i sprzedaż po określonej cenie, gdy po drugiej stronie kontrahent „uderzy” w ofertę dochodzi do transakcji. Jest ona wtedy publikowana na platformie ReutersMatching – na D2 indykatoryna cena albo D3 transakcyjna cena. D3000 spot dane transakcyjne. Informacje transakcyjne nie są dostępne dla publicz-

64 June 2018 https://www.360t.com/news_press/thomson-reuters-and-360t-extend-fx-collaboration/

Ekran 3. Prośba o kwotowanie FXall QuickTrade-RFQ Request for Quote (RFQ) execution

FXall - 7.4.0.55 trader1@Lacedemo - 14:19:52 FXall Support - US +1 646 268 9901 LN +44(0) 20 7173 9601 SG +65 6511 0650

Options PTA Auto-Execution Lacc Accepted Fixings Fixings Trades EUR/USD

Pair: EUR/USD Account: Fund A Type: Swap Even Request: Two Way RFQ Capacity: DEAL

Liq Venue: MTI NPFT: N

Near: EUR 250,000,000.00 SPOT 22 Nov 2019 0 Days - Fri NPFT: N IDMT: 1

Far: EUR 250,000,000.00 1M 23 Dec 2019 31 Days - Mon NPFT: N IDMT: 1

Set Spot Terms 31 Days

Sell EUR at Far Date 115 Buy EUR at Far Date

	SPOT	1M	EUR (USD)	PTS	PTS	EUR (USD)	SPOT	1M	Mid Rate
BANK1	1.106170	1.1082391	225	20 691	20 769	0	1.105830	1.1079069	20.7300
BANK5	1.106140	1.1082082	450	20 682	20 778	225	1.105860	1.1079378	
BANK4	1.106170	1.108238	500	20 680	20 780	275	1.105830	1.107908	20.7300
BANK2	1.106180	1.108250	0	20 700	20 800	775	1.105820	1.107900	20.7500
BANK3	1.106150	1.1082188	300	20 688	20 772	75	1.105850	1.1079272	20.7300

Nothing Done

CCY Pair BID ASK

CCY Pair	BID	ASK
EUR/USD	1.105860	1.106100
EUR/GBP	0.85640	0.85660
GBP/USD	1.29130	1.29160
AUD/USD	0.68120	0.68140
USD/JPY	100.590	100.600
USD/CAD	1.32060	1.32070
EUR/CHF	1.09630	1.09640

Deal Log Audit Error Log

Status	Type	Pair	Value	Date	Account	BID	CCY	Amount	Rate	PTS	AS-n	Provider	Premium
Done	Swap EUR/USD	2 Dates	Fund A	S	EUR	250,000,00	20.875					BANK1	
Done	Swap EUR/USD	2 Dates	Fund A	B	EUR	250,000,00	20.811					BANK1	
Done	Swap EUR/USD	2 Dates	Fund A	S	EUR	250,000,00	20.868					BANK5	

Ekran 4. Kwotowanie na żywo

Trade Spot, Strips, Forward, NDFs and Options

FXall highlights your best price in yellow

Enables you to compare pricing across banks

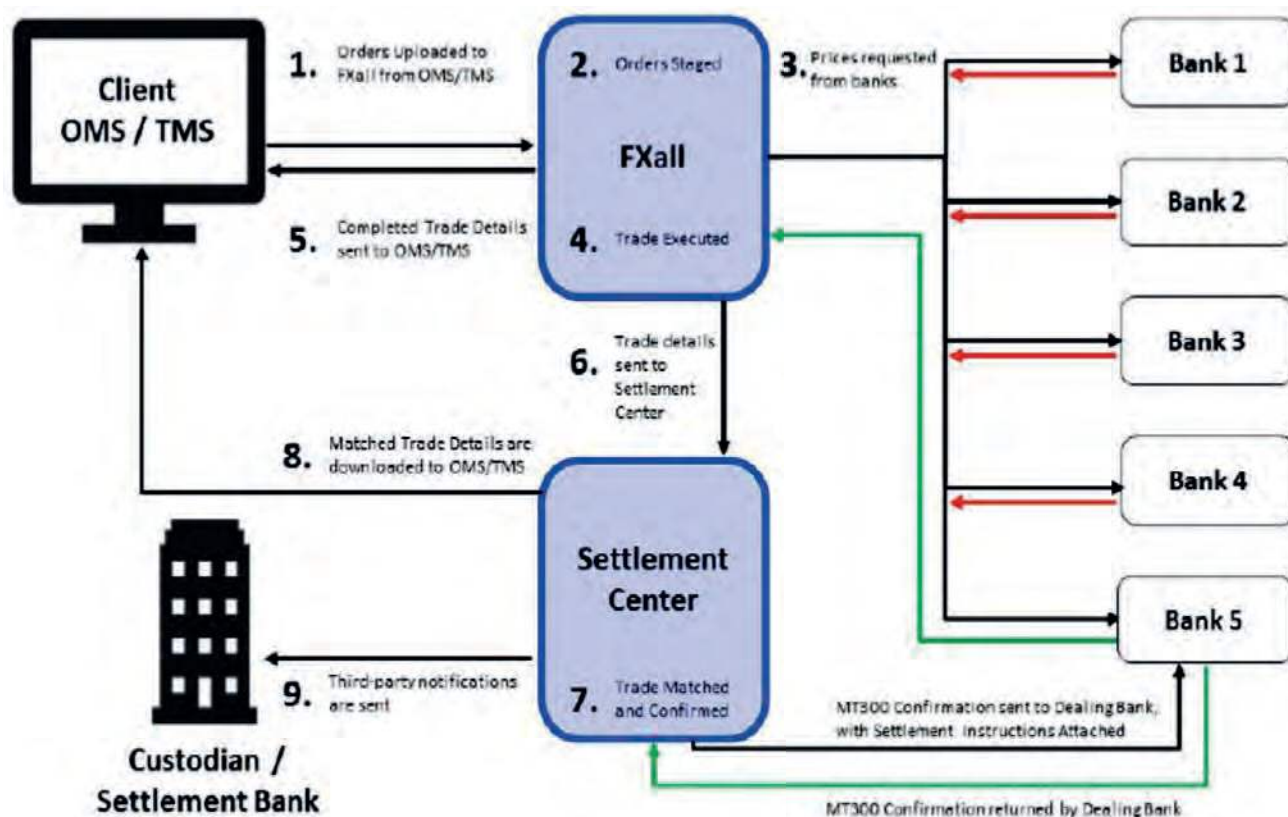
View the trade away cost

"Send Details" allows the booking of off-platform voice or chat trades. This allows you to benefit from FXall STP to your TMS or book trades on FXall's regulated MTF

ności – tylko dla banków, które mają dostęp do platformy. D3 jest ważna bo jest podstawą kursów dla banków w Polsce. Np. PKO tworzy w oparciu o nią tabele dla korporacji, dla detalu, czyli Reuters D3 plus marża banku dla tego segmentu klientów.

Ta funkcja umożliwia bezproblemowy handel na rynku FX spot, forward, swap, NDF i opcjami, w konkurencji z dostawcami za pośrednictwem jednego interfejsu. FXall wyświetla najlepszą cenę w czasie rzeczywistym – podświetloną na żółto. System

Schemat 5. System informatyczny FXall



umożliwia użytkownikom wgląd w makro ceny swoich kontrahentów i zawieranie transakcji z nimi. Możliwe jest monitorowanie na żywo różnic w kosztach. System obsługuje jednokierunkowe, dwukierunkowe, nieujawnione i głosowe potwierdzenia transakcji głosowych za pośrednictwem Wyślij szczegóły.

System informatyczny FXall gwarantuje zautomatyzowaną wymianę danych transakcji i potwierdzeń między OMS / TMS a FXall – patrz Schemat 5. Wszystkie konfiguracje STP są w pełni konfigurowalne, aby dopasować je do stylu handlowego klienta lub wymagań organizacyjnych. Centrum rozliczeń pozwala klientom na maksymalizację STP, uproszczenie operacji rozliczeniowych i redukcję kosztów. Bezproblemowa integracja z ponad 90 wiodącymi dostawcami technologii. Dla każdej pary walut można zastosować inny narzut. Skarbiec centralny może ustawić domyślną marżę według pary walutowej – domyślnie można ustawić dla wszystkich par walutowych lub określonych par zgodnie z żądaniem. Marża może być zdefiniowana w wyraźnych punktach lub jako procent stawki transakcji. Kiedy transakcja zostaje zakończona na zewnątrz, marża jest automatycznie nakładana na konto wewnętrzne. Klienci mogą dodawać mnożnik narzutu między transakcja-

mi wewnętrznymi i zewnętrznymi dla poszczególnych kont. Kiedy transakcja jest dokonywana na rachunku zewnętrznym, marża zostanie zastosowana do transakcji wewnętrznej dla wyznaczonego rachunku wewnętrznego.

c. Przebieg transakcji w Bloomberg

Bloomberg jako spółka komandytowa powstała w 1981 r. Od tego czasu rozwija systemy komunikacyjne i transakcyjne. Obecnie kluczową platformą informacyjną dla banków jest system AllQuote. Klienci Bloomberg korzystają z dwóch podstawowych systemów.

Pierwszy system ma charakter informacyjny [BGN Bloomberg Generic Composite Rate] – kompozyt zbiera indykatywne kursy kupna i sprzedaży walut przekazywane przez banki [ALLQ] – ekran 5. Informacja pochodząca z ofert banków pokazuje kursy kupna i sprzedaży w czasie ciągłym przy zmianach zachodzących w milisekundach. Ekran informacyjnie pokazuje kursy otwarcia i zamknięcia, kurs (średni) najwyższy i najniższy oraz wykres zmian dziennych. Dane nie bazują na aktualnych kursach z rzeczywi-

Ekran 5. Informacja o kursach EURPLN z różnych źródeł w tej samej minucie

EURPLN Curncy		Settings		All Quotes			
EUR-PLN X-RATE		Quote RFQ »		Trade Affirmation CNF »		Center BBO	
02/01/22		Live		Economic Release Impact »		Relative Strength Index »	
Contributor View		Best Bid/Ask View		Sources All		Forward Points	
Source	Firm Name	Bid / Ask	Time	Tenor	Bid / Ask	Time	
BGN	Bloomberg BGN	4.5813 / 4.5832	11:25	101 ON	2.41 / 3.19	11:25	
BGNE	BGN Executable	4.5820 / 4.5825	11:25	102 TN	2.76 / 2.92	11:25	
	BGN Executable 1M-5M	4.5820 / 4.5825	11:25	103 SN	2.82 / 2.99	11:25	
	BGN Executable 5M-10M	4.5817 / 4.5828	11:25	104 1W	22.34 / 24.13	11:25	
	BGN Executable 10M-25M	4.5809 / 4.5835	11:25	105 2W	50.34 / 52.63	11:25	
	BGN Executable 25M+	4.5805 / 4.5837	11:25	106 3W	81.61 / 84.62	11:25	
CMPN	Composite(NY)	4.5810 / 4.5835	11:25	107 1M	113.98 / 117.72	11:25	
BFIX	Bloomberg Fixing	4.5835 / 4.5850	11:00	108 2M	266.79 / 273.24	11:25	
LAST	Last Update	4.5810 / 4.5835	11:25	109 3M	426.60 / 433.91	11:25	
AEFX	CS AEFX RATES	4.58118 / 4.58362	11:25	110 4M	604.41 / 617.43	11:25	
BBVA	BBVA, Madrid	4.58146 / 4.58252	11:25	111 5M	806.21 / 820.36	11:25	
BHFX	BHF Bank FXGO	4.5813 / 4.5827	11:25	112 6M	998.34 / 1016.10	11:25	
BLC	Bloomberg (Calc)	4.5812 / 4.5833	11:25	113 9M	1596.24 / 1628.00	11:25	
BP2S	BNP FX GO	4.5812 / 4.5832	11:25	Realized Vol			
BPFX	BNP Paribas FX	4.5816 / 4.5829	11:25	BGN			
CBAX	CBA Bank	4.5820 / 4.5828	11:25	Tenor			
CIFX	Citi FX	4.5822 / 4.5844	11:25	201 24H	5.9375 / 5.9375	11:00	
COBA	Commerzbank FX	4.5813 / 4.5827	11:25	202 1H	6.3120 / 6.3120	11:25	
CSFX	Credit Suisse FX	4.5813 / 4.5832	11:25	203 1W	6.7983 / 6.7983	11:00	
EBS	EBS Rates	4.58000 / 4.58450	11:25	204 2W	7.2165 / 7.2165	11:00	
FMD	Fenics MD	4.5763 / 4.5891	11:25	205 3W	6.4239 / 6.4239	11:00	
FXSG	SocieteGen Paris	4.5810 / 4.5832	11:25	206 1M	5.9167 / 5.9167	11:00	
HCCB	K & H Bank	4.5814 / 4.5827	11:25	207 2M	6.2713 / 6.2713	11:00	
HSBX	HSBC Hong Kong	4.5816 / 4.5830	11:25	208 3M	6.9018 / 6.9018	11:00	
HSLX	HSBC UK Streamng	4.5816 / 4.5830	11:25	209 4M	6.9074 / 6.9074	11:00	
ICFX	Icap FX Global	4.58150 / 4.58330	11:25	210 5M	6.6661 / 6.6661	11:00	
ICPL	ICAP PLC	4.5813 / 4.5833	11:25	211 6M	6.3720 / 6.3720	11:00	
JPFX	JP Morgan FX	4.5802 / 4.5845	11:25	212 9M	6.0209 / 6.0209	11:00	
JPMR	JPMorgan	4.5802 / 4.5842	11:25	213 1Y	5.8385 / 5.8385	11:00	

stego tradingu i są przekazywane z 25-minutowym opóźnieniem, a sam Bloomberg nie gwarantuje ich dokładności⁶⁵. Dane są pozyskiwane z setek jakościowych źródeł jak money-center, banki regionalne, brokerzy-dealerzy, inter-dealers-brokers, trading platforms – jako informacja są odporne na manipulacje ale nie są zgodne z rzeczywistymi transakcjami na rynku.

Platforma BGNE pokazuje najlepsze ceny transakcyjne ask i bid z platformy transakcyjnej FXGO. Ta platforma uwzględnia skalę kwotowań w odniesieniu do największych banków koszyk A i mniejszych banków – koszyk B, ale kursy są pokazywane bez obrotów. Bloomberg pokazuje najlepszy kurs kupna i sprzedaży ale odrębnie z różnych źródeł, a nie jednego oferenta. Na Bloomberg.com i Bloomberg Consu-

mer mobile applications dane walutowe są opóźnione o co najmniej 5 minut.

Informacje płynące z systemu BGNE mogą się różnić od kursów rzeczywistych z platformy FXGO, po których transakcje zawierają i mają dostęp tylko banki.

Bloomberg jest dobrym przykładem kursów informacyjnych BGN, kursów transakcyjnych BGN Executable oraz dla przedziałów czasowych, CPN Composite(NY), Bloomberg Fixing sprzed 30 minut oraz kwotowania różnych banków z godz. 11.25. Jak widać ze względu na arbitraż kwotowanie bieżące transakcyjne różni się nieznacznie od innych notowań – banków.

Porównanie dwóch ekranów wskazuje, że również panel banków zgłaszających swoje kwotowania do Bloombergu nie jest stały, czyli wartości średnie kursów w systemie informacyjnym BGN są zmienne i nie mogą dać jednej precyzyjnej wartości dla rynku – w sensie informacyjnym.

65 Markets, <https://www.bloomberg.com/markets/currencies/europe-africa-middle-east>

Ekran 6. Informacja o kursach EURPLN z różnych źródeł w innym czasie

**WNIOSEK:**

przy ustalaniu kursu średniego dla danego banku nie może istnieć jeden stały algorytm dla danego banku, lecz potrzebny jest człowiek-dealer, który dokonuje ostatecznej estymacji i wyboru „kursu dla rynku”.

Bloomberg ustala też co 30 minut stopy referencyjne fixing BFIX na moment około czasu publikacji, co blisko 30 minut. Kursy są ważone czasem (Time-Weighted Average Price (TWAP) of the geometric mid-rates of Bloomberg Generic (BGN) prices) – około czasu fixingu. W przypadku walut G-10 zbieranie kursów TWAP dotyczy czasu wynoszącego 300 sekund (5 minut) dla innych walut czas pozyskiwani informacji trwa 900 sekund – czyli aż 15 minut. Oznacza to, że odwołując się do BFIX w żadnym razie konsument nie może odtworzyć kursu rzeczywistego z transakcji ustalonego przez dealera bankowego, ponieważ zmiany kursów w ciągu 15 minut mogą być znaczące⁶⁶.

⁶⁶ [https://www.bloomberg.com/notices/currency-data/The Bloomberg BFIX rates are FX reference rates intended to represent FX market prices around publication times. BFIX rates are generated every 30 minutes on the hour and half-hour. The BFIX rates are created by taking a Time-Weighted Average Price \(TWAP\) of the geometric mid-rates of Bloomberg Generic \(BGN\) prices leading up to and following the fixing time. BFIX rates are available on the Bloomberg Professional Service on BFIX. The Bloomberg "BFIX" are FX rates that are half-hourly snapshots of the BGN, using a time-weighted average price \("TWAP"\), around the fixing time. A linear TWAP of quotes will be used in a triangular function with the peak of the triangle at the fix having a 10% weight and linear around that. Bloomberg does not guarantee the timeliness, accurateness, or completeness of any data or information relating to Bloomberg BFIX](https://www.bloomberg.com/notices/currency-data/The Bloomberg BFIX rates are FX reference rates intended to represent FX market prices around publication times. BFIX rates are generated every 30 minutes on the hour and half-hour. The BFIX rates are created by taking a Time-Weighted Average Price (TWAP) of the geometric mid-rates of Bloomberg Generic (BGN) prices leading up to and following the fixing time. BFIX rates are available on the Bloomberg Professional Service on BFIX. The Bloomberg)

Technicznie banki wprowadzają kusy na platformę ALLQuote. Wtedy widać listę banków i brokerów oraz reklamowane kwotowania indykatorywne. Celem kursów indykatorywnych jest marketingowe wskazanie obecności na rynku oraz poziomów kursów indykatorywnych. Często kwotowania indykatorywne są generowane automatycznie przez urządzenia bankowe. W Bloombergu działa system BGN (kompozyt indykatorywny), który bierze pod uwagę te wszystkie kursy, chociaż w tym przypadku Bloomberg nie objaśnia metodologii ale pewnym bankom przypisuje wyższe wagi przy tworzeniu kompozytu kursowego. W kompozycie są brane pod uwagę wszystkie kursy, które są wysyłane do Bloombergu. System odrzuca kwotowania mocno odbiegające od rynku i nie wchodzi one wtedy do kompozytu na stronie BG. Kolejnym źródłem informacji w Bloombergu jest strona BGNE (executable) czyli kursy wynikające z zawartych transakcji.

Dla celów technicznego zawierania transakcji Bloomberg udostępnia elektroniczną platformę FXGO – transakcje spot, outright, swap, NDF i opcji [także dla transakcji depozytowych i złotem]. Bank dokonujący transakcji poprzez ten system może uzyskać kwotowania od preferowanych providerów płynności oraz może negocjować kursy. Kursy z pricing engines przechodzą do platformy FXGO. Czyli w sytuacji, w której bank kwotujący włączy inny bank do swojego systemu, to będzie on miał dostęp do kursów kwotowanych w czasie rzeczywistym, umożliwiających bezpośrednie zawarcie transakcji taki bank widzi na żywo (life) kursy do transakcji, jak kliknie dochodzi do transakcji, które przechodzą do systemów integrują-

cych z systemami rozliczeniowymi, ryzyka, sprawozdawczości etc. To rozwiązanie dotyczy tylko banków, brokerów, funduszy, które są dopuszczone do systemu i mają w danym banku linie kredytowe pod obroty walutowe. Taki bank globalny często dzieli klientów na grupy np. A – o największych obrotach i B – o małych obrotach. Wtedy grupa A streamowana jest najlepszymi kursami a grupa B nieco gorszymi.

WNIOSEK:
rozróżnienie grup o dużych i mniejszych wolumenach powoduje, że już na tym poziomie poszczególne banki mogą mieć też różne kursy transakcyjne.

Z tego systemu sprzedający walutę (salesi) wysyłają w batchach zlecenia do swoich klientów i do systemów wewnętrznie kwotujących w tym samym czasie. Po wprowadzeniu kwotowania przez tradera dopiero osoba sprzedająca i kupująca waluty – po dodaniu własnej marży może potwierdzić kwotowanie dla klienta biznesowego lub wprowadza do tabel dla klienta detalicznego. Ponieważ handel dokonywany jest w sposób ciągły Bloomberg dla cyklu życia transakcji oznacza skokowo-minutowo „timestamps”, aby ułatwić podmiotom wykonać wymogi regulacyjne oraz rozliczyć transakcje symultanicznie i uniknąć błędów operacyjnych. Tzw. salesi i traderzy dopuszczeni i posługujący się systemem Sales Trader Workfow muszą być przeszkoleni i dopuszczeni do jego użycia.

WNIOSEK:
konsumenci nie mają dostępu do systemów transakcyjnych, ani nie są przeszkoleni – stąd nie mogą weryfikować kursów transakcyjnych banku zmieniających się w sposób ciągły.

System BGNE nie pokazuje kto i jak kwotuje i jaki ma spread jednostkowy, ale wybiera ze wszystkich kwotowań z jednej strony najlepszy bid i z drugiej najlepszy offer, czyli sztuczny bid/offer, który jest zestawieniem nie istniejącym, ponieważ żadna instytucja nie ma dokładnie takiego kwotowania. Zmiany kursów dokonują się w milisekundach.

Dany bank poszukujący najlepszych kursów może widzieć na ekranie kwotowania od wszystkich banków, z którymi ma zawarte porozumienia i linie. W systemie FX RE (FXGO *liquidity providers*) pojawi się lista

banków kwotujących na FXGO. Bloomberg jest tylko techniczną platformą dla odnotowania transakcji między bankami. Kursy na BGNE mogą się różnić od tych, które w danym momencie są na FXGO, czyli informacyjne kursy nawet z transakcji mogą się różnić od rzeczywistych kursów transakcyjnych w danej chwili. Czyli informacyjnie dany bank widzi najlepsze kwotowania ale może transakcyjnie nie mieć dostępu do takiej ceny (nikt nie może z zewnątrz, kto nie jest uczestnikiem transakcji odtworzyć rzeczywistego kursu banku). BGNE pokazuje największy spread na rynku FOREX ale ten spread nie jest operacyjny (jest tylko kwotowaniem indykatywnym).

Bloomberg nie pobiera opłat transakcyjnych (dlatego uczestnictwo na tych platformach nie generuje automatycznie szerszych spreadów) ale od dopuszczonych uczestników pobiera opłaty za terminale i dostępy do poszczególnych platform, co oznacza, że reszta kosztu alokowana jest na transakcje walutowe w samym banku – koszty systemów, terminali. **W przypadku Reuters i 360T taka marża od zawieranych transakcji jest już w spreadzie hurtowym.**

Zarówno Thomson Reuters, jak i Bloomberg cieszą się zaufaniem uczestników rynku i prowadzą serwisy, które na bieżąco, ale z pewnym opóźnieniem⁶⁷ w stosunku do czasu transakcji wykonywanych na rynku, przekazują informacje o cenach transakcji realizowanych w ich systemach. **Właśnie z tej metody – źródeł transakcyjnych korzystają niemal wszystkie podmioty prywatne na rynku (w tym banki w Polsce i za granicą), a także Narodowy Bank Polski (NBP) i Europejski Bank Centralny (EBC).**

10. Kursy średnie NBP a kursy rynkowe

Kursy średnie walut ogłaszane przez NBP mają przede wszystkim charakter informacyjny dla rynku; tj. zarówno dla banków, jak i kantorów walutowych. Są one ustalane jako średnia rynkowa ustalona przez NBP z wybranej grupy źródeł i mają charakter ceny ustalonej przez urząd państwowy.⁶⁸ Metody ustala-

67 Zgodnie z informacją podaną na stronie www.reuters.pl dane o notowaniach z rynku pieniężnego prezentowane w serwisie www.reuters.pl są aktualizowane w godzinach 08.00-20.00 co 3 godziny. Dane w czasie rzeczywistym są dostępne w płatnych serwisach Thomson Reuters.

68 Obwieszczenie Prezesa NBP z dn. 21 lipca 2015 r. w sprawie jednolitego tekstu uchwały Zarządu NBP w sprawie sposobu wyliczania i ogłaszania bieżących kursów walut obcych (Dz. Urz. NBP z 2015r, poz. 11)

nia zmieniały się wielokrotnie w ostatnich latach.

Różnice między rynkami w sensie geograficznym wynikają bardziej z różnic stref czasowych i limitów na banki między sobą co prowadzi do pewnych niedoskonałości rynku forex i umożliwia w szczególnych sytuacjach wystąpienie możliwości arbitrażu. Spready zmieniają się znacząco w ciągu doby na poszczególnych rynkach – jak i w weekendy. Arbitraż też jest możliwy ze względu na pojawiające się różnice kwotowań na poszczególnych platformach. Ale właśnie arbitraż powoduje zbieganie się kursów w czasie i geograficznie, ponieważ przesunięcia funduszy między rynkami zmieniają popyt i podaż, a przez to i kursy. Proces zawężania się spreadów po nocy jest też pochodną czasu i często wymaga ingerencji i kontroli, w celu potwierdzenia, że płynność na rynku osiągnęła odpowiedni poziom, aby podjąć decyzję czy w danym momencie kurs rynkowy jest właściwy do przyjęcia go do budowania tabeli. Tym samym nie można zbudować żadnego idealnego algorytmu, czy wzoru matematycznego do odnotowania średniego w danym momencie kursu do tabeli, ale niezbędny jest dealer do podjęcia takiej decyzji. Źródłem informacji o najlepszych kursach jest ustalenie przez dealera, gdzie jest rynek – czyli płynność i największy spread. Próby tworzenia benchmarków dla transakcji walutowych-hurtowych np. Kurs London 4pmfix (WM/Refinitiv(WMR) budzą wątpliwości czy są lepsze niż forex i wskazują, że przy dużych wolumenach koszty przekraczają korzyści z płynności i teoretyczne korzyści z kursu fixingowego w stosunku do globalnego rynku. Jak z tego wynika wyobrażenia o ustalaniu jakiegoś kursu zinstytucjonalizowanego – choćby w jakimś segmencie rynku walutowego przynoszą gorsze rezultaty niż rzeczywisty globalny rynek⁶⁹.

Nie wolno zapominać też, że rynki, systemy, techniki handlu inne przepisy nieustannie ewoluują i żaden system nie pozostanie trwały i niezawodny w perspektywie kilkudziesięciu lat. Najlepszym przykładem jest NBP, który w ostatnich dwóch dekadach wielokrotnie zmieniał swoje regulacje odnośnie do sposobów pozyskania, kalkulacji i ogłaszania swoich kursów średnich. Na to, że jest to rynkowy standard wskazują także chociażby regulacje i prak-

tyka NBP, która opiera się na danych między innymi z serwisu informacyjnego Thomson Reuters lub Bloomberg celem określania średnich kursów walut (przy czym szczegółowa metodyka, rola dealerów – tak jak i w innych bankach – nie jest podana do wiadomości publicznej). (Uchwała Nr 51/2002 Zarządu NBP z dnia 23 września 2002 r. w sprawie sposobu wyliczania i ogłaszania bieżących kursów walut obcych też – 1.04.2004, 20.03.2007, 17.09.2013 Dz.Urz. NBP 2013.18, Dz.Urz. NBP.2015.11, w wersji zmienionej uchwałą Nr 25/2017 Zarządu NBP z dnia 20 kwietnia 2017 r. zmieniająca uchwałę w sprawie sposobu wyliczania i ogłaszania bieżących kursów walut obcych (Dz. Urz. NBP.2017.9).

Zaburzenia mogą też być wywoływane na rynku przez wydarzenia polityczne, czy operacyjne, dlatego ostatecznie człowiek, a nie maszyna decyduje, jaki kurs waluty w danym momencie przyjmie do tabel bank, a i tak zanim tabela zostanie opublikowana przez bank mija jakiś czas ze względu na techniczny proces jej tworzenia (importowanie kursów, generowanie tabeli, publikacja tabeli, kontrola według zasady czterech oczu, etc.).

Trzeba wskazać, że jeżeli bank nie zapisywał ekranów na serwerach wstecz przez wiele lat to praktycznie nie jest możliwe odtworzenie tych danych. Na pewno można odtworzyć tylko notowania fixingów banków centralnych z godzin południowych ale one są z natury rzeczy inne przy płynnych kursach walutowych niż te z godzin rannych. Nawet kursy intradayowe z platform – wstecz – nie są osiągalne po 240 dniach (Bloomberg tylko tak długo utrzymuje dane). Dla publiczności Bloomberg ma źródło informacji BFEX fixing co półgodziny (nie w danym momencie) i wtedy robiony jest zrzut z ekranu kursów indykatorywnych BGN, BGNE i jest publikowany z opóźnieniem 25 minut na stronie Bloomberg, czyli jest ciekawym źródłem informacji ale nie spełnia warunku do brania pod uwagę w każdym momencie.

Ekran Bloomberg pokazuje, że dla rynku waluty niekluczowej płynność rynku w nocy jest niska a kursy stabilne. Na wykresie widać wyraźnie, że płynność i kurs ożywia się dopiero około godziny 9.00.

Podobnie rynek funkcjonuje w przypadku CHF. Ale wyraźnie widać jak jest zmienny z upływem czasu i nieprzewidywalny dla rynku.

Dyskutując okoliczności podejmowania przez konsumentów decyzji o zaciągnięciu kredytu w CHF warto przyrzeć się notowaniom CHF/PLN, które pokazują

69 J. Walton, Raidne funder, Raidne is financial technology company delivering independent quantitative surveillance and best-execution to the buy-side and the sell-side. „Siren has been specifically constructed to act as a rate that can be dealt upon,” says Raidne co-founder Jamie Walton. <https://www.euromoney.com/article/28n8cvhmrr4f9hg698ruo/foreign-exchange/fx-benchmark-hopes-market-participants-will-spot-the-difference>

Ekran 7. Kurs informacyjny USDPLN w nocy i rano następnego dnia



Ekran 8. Kurs CHFPLN w latach 1998-2021



jak umacniał się złoty do CHF w latach 2003-2008 oraz jak po kolejnych wzrostach CHF osłabiał się tworząc kolejne oczekiwania kursowe – patrz ekran 8.

Podobne tendencje miały miejsce w przypadku EUR/PLN 1999–2001 oraz 2003–2008.

Oczekiwanie ze strony niektórych sądów, że w każdym momencie konsument odtworzy kurs przyjęty przez bank i skonfrontuje z notowaniami rynku dla danego banku w określonym momencie jest (pomijając koszty dostępu do systemów – tysiące dolarów rocznie) niewykonalny, ponieważ na rynku forex nie ma punk-

Ekran 9. Kurs EURPLN w latach 1999–2022



towych, administrowanych notowań. Klient nigdy samodzielnie nie jest w stanie ustalić kursów, jakich użył bank (z jakich platform źródłowych) do zbudowania tabeli – to jest niemożliwe – problem czasu na bardzo płynnym rynku [milisekundy] oraz brak dostępu do platform transakcyjnych providerów kwotowań, dodatkowo każdy bank ma indywidualny krąg dostępnych partnerów handlowych.

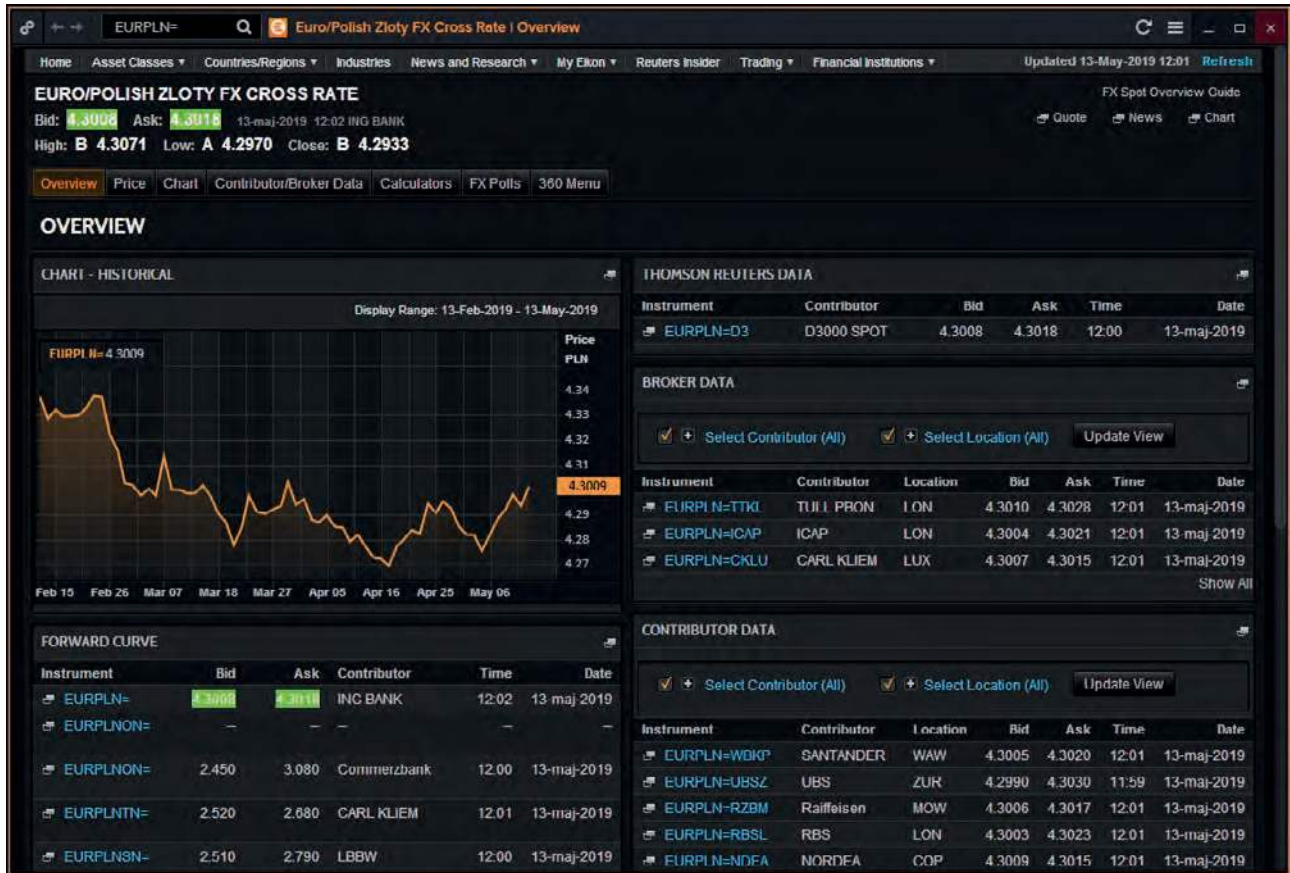
WNIOSEK:

oczekiwanie, że bank ustali idealnie działający algorytm tworzenia kursu średniego do zbudowania tabeli jest teoretycznie i praktycznie niewykonalne, o ile bank nie będzie brał na siebie ryzyka zmienności i płynności rynku w czasie i ryzyka rozbieżności kursów między wybranymi platformami a innymi platformami istniejącymi na rynku.

Żaden sąd ani urząd w odniesieniu do tak zwanych klauzul kursowych nie wskazał, jak taki system referencyjny miałby być zbudowany zgodnie z logiką i pragmatyką rynku oraz zasadami prowadzenia ostrożnego biznesu bankowego. Jak widać banki działając zgodnie z rzeczywistymi mechanizmami rynku i tworzącymi przez niego warunkami do budowania tabel nie naruszają zasad dobrej wiary, minimalnej istotności rynkowych odchyleń. Próba nałożenia na banki jakiegoś dodatkowego ryzyka, obowiązków, czy niewykonalnych postanowień nie ma rynkowego uzasadnienia.

Urząd albo sąd z łatwością mógłby przeprowadzić analizę – tutaj przykładową – 10-letnią dzienną analizę średnich kursów banku oraz kursów średnich NBP. Rozkład symetryczny różnic średnich, wysoka kurtoza, niska średnia i małe odchylenie standardowe, wskazywałoby na całkowicie rynkowy kurs średni banku implikując jego uczciwość. To spełniłoby postulat zawarty w wyroku Sądu Najwyższego, sygn. II CSK 19/18, posługującego się nieznanym pojęciem: „kurs teoretyczny”. Takim kursem miałby być kurs ustalany na podstawie danych międzynarodowego rynku walutowego. Sąd Najwyższy nie odniósł się do znaczenia pojęcia „kurs teoretyczny” używanego przez sądy niższych instancji, natomiast przywołał treść art. 358 § 2 kodeksu cywilnego, zgodnie, z którym „wartość waluty obcej określa się według średniego kursu ogłaszanego przez NBP z dnia wymagalności roszczenia, chyba że ustawa, orzeczenie sądowe lub czynności prawna zastrzega inaczej”. W tym przypadku sąd, być może nie znając specyfiki rynku walutowego, stara się znaleźć salomonowe rozwiązanie, wyraża jednak w ten sposób brak zaufania do zasad działania rynku walutowego domniemując, że kurs średni NBP może być „właściwszy” niż wynikający z umowy z bankiem. Podążając teoretycznie nawet w tym kierunku trzeba pamiętać, że kurs średni NBP obliczany na godzinę 11.00 i służy innemu celowi, jakim jest przeliczanie pozycji bilansowych i pozabilansowych przedsiębiorstw na potrzeby rachunkowości. Ale warto przeprowadzić taką analizę, aby udowodnić efektywność rynku i skuteczność arbitrażu walutowego.

Ekran 10. EUR/PLN kursy krosowe



Źródło: Refinitiv Eikon z dnia 13 maja 2019 r.

Obrazuje to analiza danych pokazywanych w danej chwili w serwisie Thomson Reuters – zrzut ekranu z 13 maja 2019 r.:

Korzystając z danych zawartych w zamieszczonym powyżej zrzucie z ekranu serwisu łatwo zauważyć, że dla godziny 12.01 podawane są informacje o minimalnie różniących się kursach kupna i sprzedaży waluty z różnych źródeł, co ma minimalny wpływ na poziom wartości średniej. Dla konsumenta metoda wyboru kursów do policzenia wartości średniej nie ma żadnego praktycznego znaczenia, ponieważ maksymalna różnica między źródłami wynosi 0,08 grosza – patrz tabela 11.

Rynek walutowy charakteryzuje się zmiennym w czasie (noc/dzień) stopniem płynności, w wypadku którego próba uchwycenia „kursu średniego” ma zawsze charakter pewnego przybliżenia – dla rozproszonego rynku – na dany moment, opartego o wypracowaną przez daną instytucję metodykę/pragmatykę. W związku z powyższym nie można powiedzieć, iż bank stosuje jakiś arbitralny – sprzeczny z rynkiem – mechanizm ustalania dla siebie kursu średniego, albo uzależnia się od jednego źródła danych. Nietransak-

cyjne serwisy Thomson Reuters czy Bloomberg udostępniają z opóźnieniem w stosunku do transakcji zrealizowanych na rynku dane dotyczące kursów. W zależności od serwisu oraz od typu wykupionego dostępu są one mniej lub bardziej na bieżąco aktualizowane w ciągu dnia. Mimo, że mogą się okazać nieprecyzyjne to jednak różnice między kursem średnim banku a kursem średnim platformy nie będą istotne.

Badanie banku pozwala ustalić rozkład momentów wyboru kursów średnich i, jak wynika z poniższej analizy, średni moment wyboru kursu w latach 2008–2015 wskazuje godzinę 9:04:09, mediana wskazuje godzinę 9:03:23, czyli w praktyce prawie takie same. Co potwierdza, że ustalenia kursów do tabel miały charakter rutynowy i dokonywane były w podobnym czasie. Rozkład czasu zaprezentowany poniżej wskazuje, że odchylenia czasu były symetryczne, niewielkie i losowe.

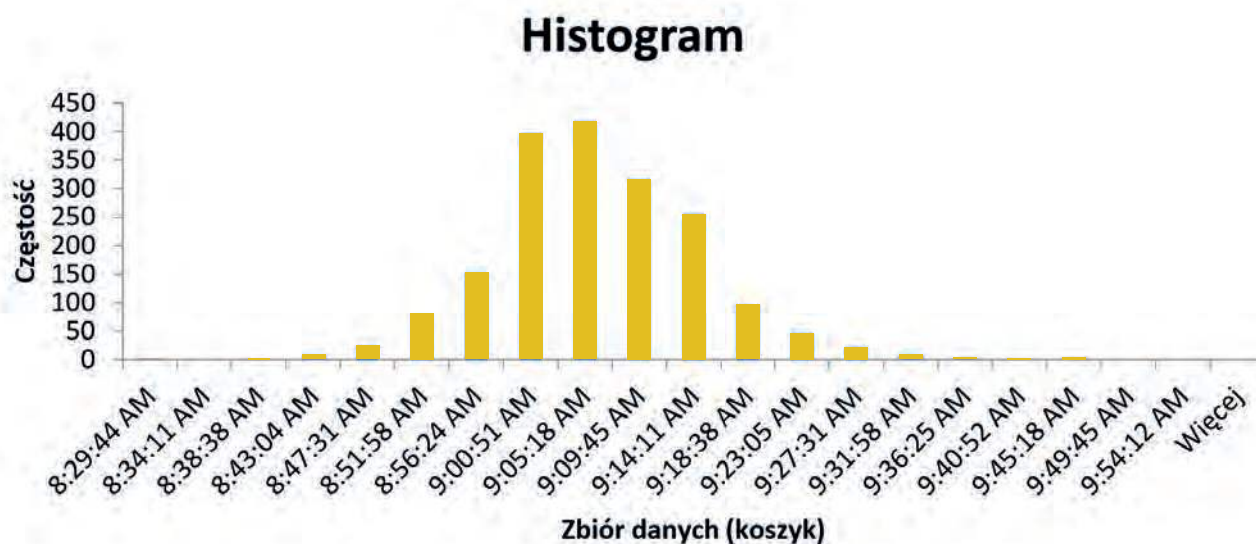
Jak wynika z histogramu 89% notowań zostało technicznie przeprowadzone między godziną 8:48 a 9:14, a rozkład jest losowy, symetryczny i wynikający z czasu pracy dealerów, dostępności systemów i procesu przygotowywania tabel kursowych, a także doboru odpo-

Tabela 11. Kursy walut kwotowane przez rynek EURPLN od kilku oferentów

	RYNEK	CZAS	BID	OFFER	ŚREDNI	
REUTERS		12,02	4,3008	4,3018	4,30130	
BROKER	LONDON	12,01	4,301	4,3028	4,30190	
BROKER	LONDON	12,01	4,3004	4,3021	4,30125	
BROKER	LUXEMBURG	12,01	4,3007	4,3015	4,30110	
CONTRIBUTOR	WARSAW	12,01	4,3005	4,302	4,30125	
CONTRIBUTOR	LONDON	12,01	4,3003	4,3023	4,30130	
					MAX	4,3019
					MIN	4,3011
					RÓŻNICA	0,0008

Źródło: Refinitiv Eikon z dnia 13 maja 2019 r.

Wykres 6. Rozkład czasu ustalania kursów tabelarycznych dla klientów detalicznych



wiedniej płynności rynku. W tak krótkim czasie różnice między kursami średnimi są praktycznie pomijalne.

WNIOSEK:

analiza empiryczna nie potwierdza fałszywej tezy jakoby banki manipulowały czasem ustalania kursu średniego do tabeli detalicznej, ponieważ te operacje były realizowane w bardzo wąskim przedziale czasu.

Dla celów opracowania poddano analizie empirycznej kursy średnie walut NBP oraz jednego z banków komercyjnych na przestrzeni lat 2008–2019. Postawiona hipoteza, zgodnie z wcześniejszym opisem rynku walutowego, zakłada, że kursy średnie ustalone przez bank w godzinach porannych – na skutek

losowej zmienności kursów w czasie nie powinny się różnić istotnie (i systematycznie) od kursu średniego NBP. Udowodnienie takiej tezy wskazuje, że z punktu widzenia klienta, jak i banku:

- 1) kurs średni NBP może być tylko losowo korzystniejszy lub mniej korzystny, a różnice są nieistotnie małe,
- 2) korzystanie z tych samych źródeł informacji przez NBP (forex) i banki (forex) dla obliczania kursów średnich nie powoduje istotnych systematycznych odchyleń między oboma kursami.

Wobec powyższego, zarzut „manipulowania kursami średnimi” jest bezzasadny, nie ma podstaw faktycznych, a posługiwanie się nim wprowadza konsumentów w błąd co do zasady funkcjonowania rynku i działalności prowadzonej przez instytucje finansowe.

Wyniki tej analizy za lata 2008–2019 są następujące:

Średnia wartość odchyień dla 11 lat wyniosła 0,0057 złotego – czyli niewiele ponad pół grosza – czyli jest *de facto* pomijalna z punktu widzenia konsumenta. Co więcej, kurs średni NBP był w analizowanym okresie nawet wyższy od kursu banku komercyjnego.

Dodatkowo mediana 0,0034 złotego jest bliska średniej, czyli potwierdza, że rozkład jest symetryczny i kurs średni NBP był zarówno okresowo minimalnie lepszy lub minimalnie gorszy od kursu banku – a więc praktycznie bez znaczenia dla wartości rozliczanej.

Jednocześnie wariancja jest ekstremalnie mała i wyniosła 0,000310345, podobnie jak odchylenie standardowe 0,017613512, co wskazuje na niki odchylenia kursu średniego NBP i banku.

Maksymalne odchylenie kursu średniego NBP i banku wyniosło 0,1296 złotego, a minimalne odchylenie kursu średniego NBP i banku wyniosło -0,1662, czyli były one

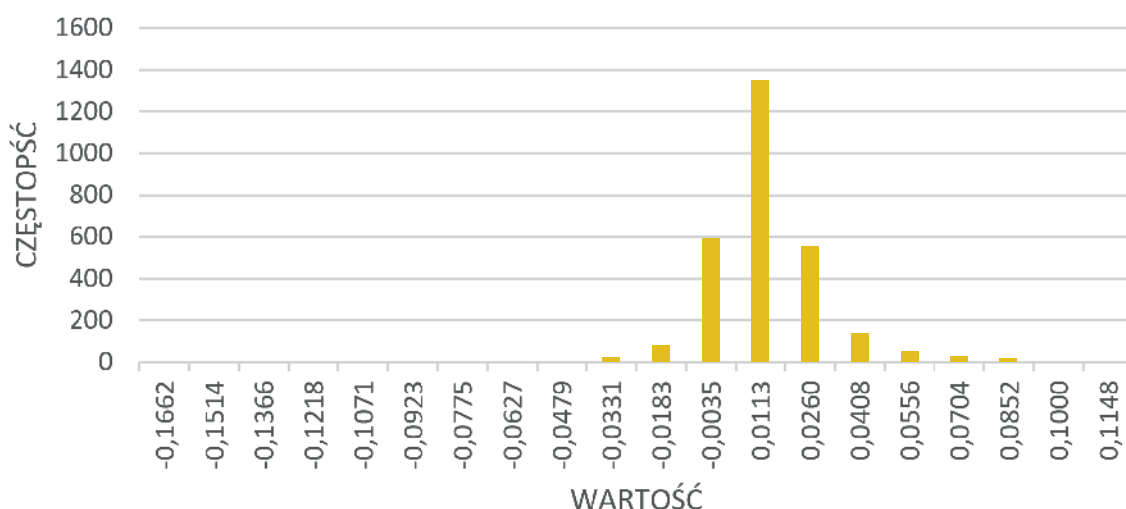
prawie symetryczne. **Różnica maksymalne odchylenie – minimalne odchylenie wyniosła 0,2958 złotego w całej historii notowań kursów w ciągu 11 lat.**

Gdyby zsumować wszystkie odchylenia za cały okres 2008–2019 to suma różnic przeliczonych kwot spłat za ponad 10 lat wynosi łącznie 16,12 złotych na niekorzyść kursu średniego NBP (sic!).

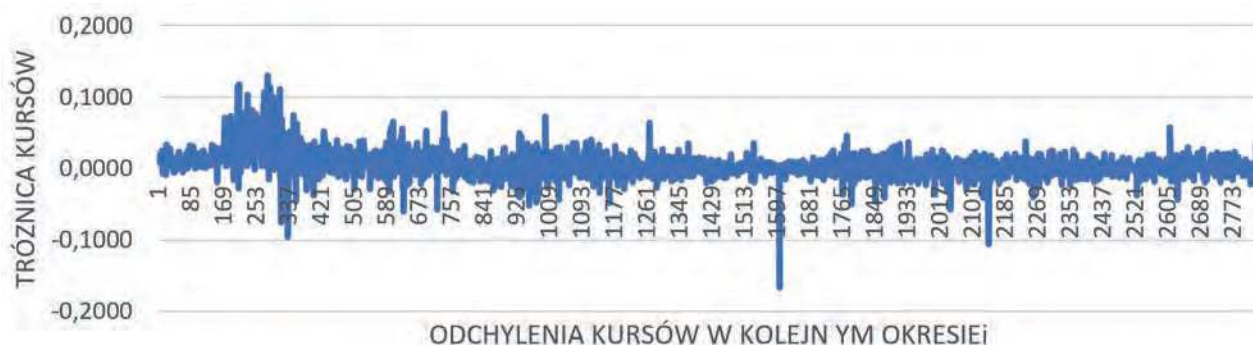
Rozkład odchyień jest jak widać w miarę symetryczny, odchylenia nieistotnie małe, a częstość losowych odchyień kursu NBP od kursu badanego banku komercyjnego przy spłatach rat „na korzyść klientów” 699 razy lub na ich „niekorzyść” 2132 razy.

Wykres 7. wskazuje, że fałszywe jest założenie, że odchylenia kursu średniego NBP i badanego banku mogą się istotnie i systematycznie różnić oraz, że bank w jakikolwiek sposób manipulował kursem średnim. W świetle wyników analizy dokonanej w oparciu o rzeczywiste dane zostało ono w pełni obalone.

Wykres 7. Odchylenie kursu średniego NBP od kursu średniego banku



Wykres 8. Różnice między Średnim kursem NBP i banku w latach 2008–2019



Wykres 7. wskazuje, że różnice kursów miały przez cały okres charakter losowy i potwierdzający koncepcję silnie efektywnego rynku walutowego. Konkludując oznacza to, że kurs średni obliczany przez bank w oparciu o te same źródła danych, z których korzysta NBP (choć o innych godzinach) różni się losowo i tylko nieznacznie na skutek zmian kursów intradayowych oraz, iż rozkład różnic jest symetryczny i bank nie mógł przewidzieć nawet w perspektywie sekundy czy w kolejnych sekundach w ciągu całego dnia kursy rynkowe wzrosną czy spadną. **To oznacza, że bank, publikując tabelę kursową obowiązującą do końca dnia musiał w spreadzie uwzględnić wolatylność, czyli de facto koszty ryzyka swojej oferty oprócz kosztów ludzi, technologii, kapitału, regulacji oraz finansowania zasobów pogotowia płynności. Podobnie robi NBP dodając do średniego kursu o godz. 16 odpowiednio skwantyfikowany spread.**

WNIOSEK:

postulat, aby bank określił jakieś abstrakcyjne narzędzie lub metodę weryfikacji kursu średniego ustalanego przez bank przez konsumenta jest kolejnym nonsensownym wnioskiem wynikającym z niezrozumienia zasad funkcjonowania rynku walutowego. Przeprowadzenie procesu ustalania kursu przez konsumenta, jak postulują Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumenta oraz niektóre sądy, jest niewykonalne, ponieważ konsument nie ma kosztownych dostępów do źródeł informacji transakcyjnej z licznych platform na rynku zmieniających się dla danego banku w milisekundach⁷⁰. Natomiast oczywistym jest, że jakiegokolwiek ustalanie kursu arbitralnie poza rynkiem musiałoby okazać się szkodliwe dla samego banku w warunkach konkurencyjnego rynku, ponieważ bank straciłby klientów. W zamian za to rynek oferuje konsumentowi liczne źródła dostępu do ofert walutowych – banków, kantorów, kantorów internetowych, platform tradingowych, fintechów.

Korzystając z interfejsu strony internetowej, TMS Brokers zapewnia klientom dostęp do platformy transakcyjnej z każdego podłączonego do Internetu komputera (TMS WebDirect) bądź za pomocą telefonu komórkowego z dostępem do Internetu (TMS MobiDirect)⁷¹.

Milisekundowe zmiany kursów forex ograniczają możliwości ich rejestracji bez zastosowania narzędzi informatycznych. Współczesny forex znalazł na to rozwiązanie, czego przykładem jest chociażby usługa Alert proponowana klientom przez BRE Bank. Usługa Alert polega na przekazaniu pocztą elektroniczną lub SMS-em informacji o osiągnięciu lub przekroczeniu wybranego kursu walutowego. Bez narzędzi informatycznych nie jest również możliwe archiwizowanie kursów i ich zmian. Zainteresowani konsumenci mogą być powiązani z internetowymi źródłami danych, co umożliwia automatyczne rejestrowanie i archiwizowanie każdego nowo pojawiającego się na globalnym rynku walutowym kursu walutowego np. platforma Currenex⁷². Takie dostępy istniały w Polsce już od pierwszej dekady lat 2000 np. w postaci kantorów internetowych (Cinkciarz.pl – 2010 r.). Obecnie dostępne są również globalne systemy np. Trading Point of Financial Instruments Ltd. (regulowana przez CySec) – ultra low spreads, dostęp, w oryginalnych językach⁷³:

Dostęp do rynku forex można mieć obecnie przez platformy informacyjne np. Visymo.com⁷⁴.

11. Tabele kursowe

Tabele kursowe są wiążącą ofertą skierowaną do detalicznych klientów banku, którzy dokonują konwersji małych kwot waluty. Tabele kursowe są dokumentem cen skierowanych do klientów w zakresie obrotu dewizowego. Jak wszystkie ceny korzystają z wolności ustalania cen na rynku odnoszącej się do głównych świadczeń transakcyjnych. Sama tabela jest sformułowana prosto i jednoznacznie.

70 UOKiK w Polsce narzucił narrację, że konsument – po lekturze danych postanowień – powinien móc sam obliczyć sobie kurs. Rzekomym prawem konsumenta miałoby być to, że może on przewidzieć na przyszłość stosowany przez Bank kurs wymiany walut obcych. Mają to być przy tym prawa wynikające rzekomo z dobrych obyczajów, co wynika zapewne z obiektywnego faktu, że żaden taki wymóg nie wynika z przepisu prawa. Powołanie dobrych obyczajów służy wyłącznie pominięciu problemu braku ustawowej podstawy prawnej, która uniemożliwia – w świetle przywołanych wyżej gwarancji konstytucyjnych – stawianie przez organy państwa arbitralnych wymogów pod adresem przedsiębiorcy, w szczególności w kontekście prowadzenia przez niego polityki cenowej.

71 www.tms.pl/tms-direct/webdirect, www.tms.pl/tms-direct/mobidirect

72 Paweł Żukowski, Rynek walutowy jako przykład rynku wirtualnego, NA-UKI O FINANSACH FINANCIAL SCIENCES 1(18) • 2014, ISSN 2080-5993

73 www.xm.com/pl

74 <https://search.visymo.com/>

Ekran 11. Dostępność systemów w językach narodowych



Poniżej przykład fragmentu tabeli kursów jednego z banków:

Jednostka i symbol waluty	Kupno	Sprzedaż	Kurs Bazowy	Spread w groszach	Spread Walutowy
EUR	4,4773	4,8019	4,6396	32,46	7,25%
CHF	4,4966	4,6091	4,5529	11,25	2,50%

Tabela prezentuje w sposób jasny i precyzyjny kursy walut:

- ▶ jednostka i symbol waluty: określa parę walut i jednostkę, np. pierwszy wiersz odnosi się do kursu EURPLN i oznacza, że kursy będą podawane za 1 EUR;
- ▶ Kupno/Sprzedaż: stosowane kursy kupna i sprzedaży banku;
- ▶ Kurs Bazowy: ustalony przez bank średni kurs z rynku międzybankowego;
- ▶ Spread w groszach: różnica pomiędzy kursem sprzedaży i kupna wyrażona w groszach;
- ▶ Spread Walutowy: różnica pomiędzy kursem sprzedaży i kupna wyrażona w procentach.

Institucje finansowe dokonują ustaleń cen zgodnie z prawami rynku bez spełnienia jakichkolwiek postulatów współudziału klientów w kontrolowaniu kursów walut przez banki, analogicznie tak jak nie jest kontrolowana poprawność kursów kantorów - ani co do poziomu cen, czy marż. Sam sposób ustalania cen nie może być uznany za sprzeczny z prawem w warunkach wolnego rynku, a narzucanie obowiązku replikacji kursu banku przez konsumenta jest pozbawiona logiki, jak również nie ma podstaw prawnych.

Tabele kursowe mają charakter dedykowany pod potrzeby konkretnych transakcji np. kredytów konsolidacyjnych, czy mieszkaniowych lub pod potrzeby ogólne znane jako tabele własne pod inne sfery działalności bankowej. **Różnice nie dotyczą kursów walut ale częstości zmiany tabeli np. w ciągu dnia. Równe traktowanie konsumentów powoduje, że większość banków mogła stosować jedną tabelę na**

cały dzień godząc się na ponoszenie ryzyka zmian kursów w ciągu dnia roboczego⁷⁵. W konsekwencji wynikający z przepisów prawa obowiązek publikowania wiążących dla banku tabel kursowych nie kreuje swobody działania banku w tym obszarze (to brak takiego obowiązku sprawiałby, że decyzja o oferowanej przez bank „cenie” waluty byłaby w pełni rynkowa i ulegałaby zmianom w ciągu kilku milisekund), lecz tę swobodę mocno ogranicza, niekiedy z wyraźnym ryzykiem strat po stronie banku. Część banków stosowała w tabelach kursy spot, co oznaczało, że klient znał dwa dni robocze wcześniej przed datą spłaty kurs zakupu lub sprzedaży waluty, co dawało mu daleko idącą przewagę i możliwość zakupu lub sprzedaży walut po kursie dnia w innych instytucjach rynku walutowego.

Kursy i koszty na rynku detalicznym poprzez mechanizm kursowy są weryfikowane systematycznie przez rynek – dostosowania popytu i podaży, arbitraż walutowy i konkurencję, a także nieustanną walkę o obniżanie kosztów poprzez postęp technologiczny i automatyzację.

Niezrozumiałe są w tym kontekście postulaty, że bank powinien zapewnić konsumentowi możliwość przewidzenia, w oparciu o jednoznaczne i zrozumiałe kryteria, kursów walut znajdujących zastosowanie do umowy na przestrzeni jej obowiązywania. Rynek dostarcza licznych informacji na temat jego stanu bieżącego i przeszłego, natomiast przewidywanie wychodzi poza uzasadniony naukowo zakres kompetencji w odniesieniu do rynku efektywnego. Ani nauka, ani rynek nie dają możliwości aplikacyjnej realizacji takiego postulatu.

Jest jasne, że konsumenci wykorzystują powszechnie mechanizmy rynkowe. Po wzroście kursu CHF wynikającego z kryzysów subprime, greckiego, euro klienci zaczęli korzystać znacznie szerzej z rynku walutowego – już w 2015 roku około 15% z nich spłacało raty bezpośrednio we frankach kupując je z rynku. Można sądzić, że wymiana waluty w banku jest dla

klientów mniej kosztowna i bezpieczniejsza, niż czas, który musieliby poświęcić na zapoznanie się z działalnością np. kantorów internetowych i realizację wymiany waluty.⁷⁶ Działa tu znany na rynkach czynnik wygody – *convenience factor*, będący również elementem kalkulacji kursów kupna i sprzedaży implikując poziom spreadów.

W badaniu empirycznym reprezentacyjny bank ustalił, że zdecydowana większość z nich dokonuje obecnie spłat bezpośrednio w walucie obcej (ok. 94% klientów posiadających umowy denominowane) i aktywnie poszukuje poza bankiem możliwości nabycia waluty kredytu, pozostała część (odpowiednio ok. 4,6% oraz ok. 47,7%) spłaca ją w sposób mieszany, tzn. część rat w walucie obcej, a część poprzez nabycie walut za złote z zastosowanie kursu macierzystego banku. Pomijalna natomiast część klientów korzysta wyłącznie z możliwości nabycia waluty w banku (0,5% klientów posiadających umowy denominowane lub indeksowane). Pokazuje to, że konsumenci ci są świadomi mechanizmów i zalet płynących z konkurencyjnego rynku walutowego i ilości dostępnych pośredników. Oznacza to, że, przeciętny konsument jest: należycie (dostatecznie, racjonalnie) poinformowany, rozsądny, uważny, ostrożny, krytyczny, spostrzegawczy i samodzielny, a także dostatecznie wykształcony, podejrzliwy i oświecony.

12. Spready

Marża (spread) jest też określaną jako prowizja (agio) od wymiany waluty; jest to opłata pobierana przez bank lub inną instytucję finansową za wymianę jednej waluty na inną.⁷⁷ Fundamentem funkcjonowania rynków finansowych jest opłata/marża pobierana za pośrednictwo⁷⁸. Transakcja (usługa) kupna/ sprzedaży waluty jest czynnością inną i niezależną od udzielania i przyjmowania spłat kredytu.

75 Ryzyko ustalenia tabeli na cały dzień – korzystne dla konsumenta - obciąża często skutkami zmianą kursu w ciągu dnia bank np. 5 stycznia 2015 r. (w dniu uwolnienia kursu CHF przez bank centralny Szwajcarii) – ustalona w godzinach porannych tabela kursów banku oderwała się od kursu rynkowego w godzinach przedpołudniowych i późniejszych, co spowodowało wymierne straty tego banku związane z nabywaniem przez klientów waluty po cenie określonej w tabeli kursów, a więc dużo niższej niż bieżąca cena rynkowa, przy czym częściowo było to nabywanie waluty przez klientów z kredytami w walucie obcej niejako „na zapas” (a więc świadome skorzystanie z mechanizmu ustalania kursu obowiązującego w banku). Co dowodzi jak sprawni i świadomi stanu rynku są konsumenci.

76 Samcik M. *Jutro Dzień Frankowicza. A ile banki do tej pory zarobiły na kredytach frankowych?* <http://samcik.blox.pl/2015/05/Jutro-Dzień-Frankowicza-A-ile-banki-do-tej-pory>, html, dostęp 13.05.15

77 *Dictionary of Finance and Banking*, Market House Books Ltd., Oxford, 2005, s. 321 Pojęcie spread (używanego też w tekstach ekonomicznych w spolszczeniu) określa tożsame pojęcia polskie, a m. in. marżę handlową, marżę odsetkową, rozpiętość między ceną kupna i sprzedaży papieru wartościowego.

78 Marża (spread) narzucana jest na cenę kupna waluty na całym świecie i jest immanentną cechą ceny waluty. Nawet na rynkach islamskich, funkcjonujących według prawa sharia – restrykcyjnego co do zakazu lichwy, stosowanie marż w obrocie walutami jest powszechną praktyką.

Tabela 12. Spready detaliczne na rynku walutowym w najbardziej popularnych kantorach internetowych banków – waluta euro

Bank prowadzący kantor	Spread [grosze]	Spread [%]	Zakup 1000 EUR*	Różnica w stosunku do kursu z rynku forex
Kantor Walutowy Alior Banku	3,0 gr	0,66%	4 579 zł	+ 10 zł
Citi Kantor	3,1 gr	0,69%	4 579 zł	+ 10 zł
Kantor Santander	3,1 gr	0,69%	4 579 zł	+ 10 zł
Kantor ING	3,8 gr	0,83%	4 582 zł	+ 13 zł
Kantor PKO BP	3,9 gr	0,86%	4 582 zł	+ 13 zł
mKantor (mBank)**	4,1 gr	0,89%	4 584 zł	+ 15 zł

* Do obliczeń przyjęliśmy kurs rynkowy na poziomie 4,569 zł za 1 euro. Szerokość spreadu według stanu z 16 września 2021.

** Kursy ustalane indywidualnie dla każdego użytkownika.

Na rynkach spot i FX swaps spready są silnie skorelowane, zatem płynność rynku na rynkach kasowych i swapowych jest ściśle powiązana, co wynika z silnego związku między finansowaniem walutowym, a płynnością rynku walutowego. Pogorszenie płynności finansowania walutowego mierzone dyskontem terminowym lub odchyleniami parytetu odsetkowego wiąże się z poszerzeniem bid-ask⁷⁹. To powiązanie między rynkiem walutowym a warunkami płynności finansowania walutowego uległo wzmocnieniu. Od około połowy 2014 roku obserwowane było pewne pogorszenie na rynku swapów walutowych. Płynność była zawsze obecna w okolicach końca kwartału ze względów regulacyjnych, ponieważ ramy dla globalnych banków o znaczeniu systemowym (G-SIB) były wtedy wprowadzane i banki zaczęły przechodzić do szablonów sprawozdawczych Bazylea III dla ich kapitału i wskaźników płynności. Mimo to niektóre wymogi regulacyjne nie zostały w pełni spełnione, chociaż są wiążące (2018 r.). Znaczące efekty rozlewania się płynności ze swapów walutowych na rynek kasowy pojawiły się w tym okresie.

Uważa się, że pozytywny marginalny wpływ konkurencji dealerskiej na płynność rynku z biegiem czasu

uległa zmniejszeniu, szczególnie w przypadku swapów walutowych, ale także w przypadku transakcji kasowych. W przypadku spreadów na rynku hurtowym mali dealerzy zwiększają swoją aktywność kwotowania w swapach walutowych, podczas gdy G-SIB wycofują część swoich dealerów. Ponieważ jednak mniejsi dealerzy pobierają szersze spready bid-ask i bardziej głębokie dyskonta forward w porównaniu z dużymi dealerami, płynność w swapach walutowych pozostaje obniżona.

Są tego dwa powody. Jednym z nich jest to, że mali brokerzy są graczami o niskim wolumenie, dlatego wymagają szerszych spreadów bid-ask i spreadów forward, aby ich działalność była opłacalna. Drugim powodem jest to, że drobna działalność związana z kwotowaniem małych dealerów nie przyczynia się do odkrywania cen w takim samym stopniu jak przez dużych dealerów. W szczególności większa intensywność kwotowania przez małych dealerów nie redukuje dyspersji kwotowań kursów terminowych w taki sam sposób, jak kwotowania przez dużych dealerów, co wskazuje na większą zmienność kwotowań wokół „prawdziwych” kursów forward.

Również na poziom spreadów wpłynęły większe wymagania regulacyjne w zakresie kapitału i płynności. Dlatego G-SIB mają motywację do cięcia ich działalności w zakresie swapów walutowych w okresach sprawozdawczych – regulacyjnych. Ograniczenia ka-

79 BIS Working Papers No 836 FX spot and swap market liquidity spillovers by Ingomar Krohn and Vladyslav Sushko Monetary and Economic Department November 2017 (revised June 2021).

pitałowe i płynnościowe G-SIB wpływają na zarządzanie skonsolidowanym bilansem oraz na rezerwę płynności w swapach walutowych. Niezależnie od tego, czy brokerzy należą do G-SIB, czy nie, mają tendencję do zmniejszania płynności swapów walutowych.

Zmienność spreadów w ułamkach sekund powoduje, że na potrzeby badań analitycznych wykorzystuje się jednogodzinowe spready wyliczane jako średnia matematyczna kursu kupna i sprzedaży. Zmiana spreadów odzwierciedla zmiany zachodzące na bieżąco na hurtowych rynkach walutowych⁸⁰. Pośrednio spready uzależnione są również od lewaru finansowego, kapitalizacji, płynności, kosztów fundingu, spreadów kredytowych odnoszących się do ryzyka samego banku, a także skali konkurencji ze strony małych dealerów, których spready są generalnie większe. W ostatnich latach duzi dealerzy na rynku spot przekroczyli 51% a dealerzy mali spadli do 45%, inni 4%.

Tabela 12. przedstawia spready detaliczne na rynku walutowym w najbardziej popularnych kantorach internetowych banków⁸¹

Ilości dostępnych walut daleko przekracza potrzeby klientów detalicznych – tabela 13.

Tabela 13. Ilość walut obsługiwanych przez kantory internetowe banków

Bank prowadzący kantor	Liczba walut
Kantor Walutowy Alior Banku	23
Citi Kantor	15
mKantor (mBank)	12
Kantor PKO BP	11
Kantor Santander	5
Kantor ING	4

Źródło: <https://www.najlepszekonto.pl/bankowe-kantory-walutowe>

Biorąc pod uwagę historyczną wartość spreadów, to nowe technologie i rozwiązania redukują w normal-

nych warunkach rynkowych poziom spreadów. Jak widać, opłacalność transakcji w parze EUR/PLN we wszystkich bankach wygląda bardzo podobnie. Najwyższa jest w kantorach: Aliora, Santander i Citi Handlowego, gdzie spread wynosi zaledwie ok. 3-3,1 gr, a 1000 EUR można nabyć raptem 10 zł drożej niż na rynku Forex. Na kolejnych miejscach uplasowały się kantory ING Banku Śląskiego i PKO BP, w których spread wynosił odpowiednio 0,83% (3,8 gr) i 0,86% (3,9 gr). Na końcu zestawienia znalazł się mKantor, który zaproponował wymianę euro ze spreadem na poziomie 0,89% (4,1 gr).

WNIOSEK:

spready są implikowane przez bardzo wiele czynników i na rynkach hurtowych są zmienne w milisekundach podobnie jak kursy walut, które je determinują. Spready hurtowe przenoszą się na spready detaliczne i korygowane są o podobne źródła kosztów specyficzne dla detalu w tym również ryzyko czasu mrożenia kursów kupna i sprzedaży oferowanych klientom w tabelach w ciągu dnia.

Ciekawe wnioski nasuwają się, gdy analizuje się spready detaliczne z roku 2011 i 2022 – tablica 14.

Spready walutowe w 2011 roku oscylowały generalnie wokół wartości średniej – z wyjątkiem nielicznych banków o innym profilu biznesowym (np. Getin). Podobny pogląd, że „zróżnicowanie wysokości marż stosowanych na kursach badanych walut przez poszczególne banki było umiarkowane” wyrażali w tym czasie naukowcy⁸².

Jak widać w okresie kryzysów i napięć (2011 kryzys Grecji i strefy euro, 2022 wojna w Ukrainie) spready znacząco wzrosły w EUR, natomiast spready w CHF są bardzo zróżnicowane i niskie tam, gdzie pod wpływem presji społecznej i politycznej niektóre banki w CHF stosują niskie – nierynkowe spready, podczas gdy inne banki stosując zasady rynkowe oferują spready ponad dwa razy wyższe. W 2015 roku w ramach pakietu pomocowego zaproponowanego przez ZBP banki „frankowe” wprowadziły oddzielnie tabele kursowe z obniżonym spreadem dla obsługi spłat kredytów hipotecznych we franku szwajcarskim,

⁸⁰ BIS Working Papers No 836 FX spot and swap market liquidity spillovers by Ingomar Krohn and Vladyslav Sushko Monetary and Economic Department November 2017 (revised June 2021) s.10.

⁸¹ <https://www.najlepszekonto.pl/bankowe-kantory-walutowe>

⁸² Kalinowski, M. (2011). Spread walutowy jako element ryzyka walutowego kredytobiorców w Polsce. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia, 37, s. 461–472

Tablica 14. Spready detaliczne wybranych banków z lat 2011 i 2022

BANKI	EUR		CHF	
	SPREAD 2011	SPREAD 2022	SPREAD 2011	SPREAD 2022
Santander	5,55	7,00	5,55	2,00
Deutsche Bank Polska		7,00	9,97	2,50
BPH	6,14	8,00	6,25	2,53
Millenium	4,92	6,00	6,35	6,14
mBank	5,13	6,00	6,19	3,00
Getin Bank	10,64	10,11	13,19	3,47
Raiffeisen Bank	6,42	9,88	6,42	4,82
Pekao	5,24	7,64	5,27	4,89
BNP Paribas	7,79	8,80	7,79	5,00
Alior	5,61	9,54	5,65	8,00
PKO BP	5,13	5,00	5,76	5,60
ING Bank	6,19	7,00	6,19	7,00
Średni	6,25	7,66	7,05	4,58

Źródło: Opracowanie własne.

w standardowych tabelach kursowych pozostawiając wysokość spreadu na niezmiennym poziomie, a obniżone dla kredytów hipotecznych – często w wysokości $\pm 1\%$ ⁸³. Jak widać czynniki rynkowe i polityczne oraz ryzyko silnie wpływają na zachowania banków.

Tę świadomość ma również – w przeciwieństwie do UOKiK inny urząd – Komisja Nadzoru Finansowego (KNF), która wskazuje ponadto, że: „Wysokość różnic kursowych (spreadów) stosowanych przez banki, podobnie jak inne przedsiębiorstwa zajmujące się wymianą walut obcych, jest rezultatem sytuacji na rynku walutowym”⁸⁴.

Trzeba też wskazać na korelację spreadów walutowych na rynku spot i forward. Skala korelacji spreadów spotowych i forwardowych sięga 98% a silne ich zmiany

pojawiają się w okresach kryzysowych np. subprime, kryzys długów w Europie 2011-12 etc. – w tych okresach rosła skala oraz wolatylność spreadów. Należy podkreślić, że wielkość spreadów na rynku hurtowym zależy od rodzaju par walutowych, najniższe w przypadku par EUR/USD, USD/YEN i znacznie wyższe dla par walut prowincjonalnych w tym i dla CHF/PLN.

Złożoność czynników determinujących rozstęp między kursem kupna i sprzedaży waluty nie ma charakteru deterministycznego dającego się zapisać jakąś formułą umowną wyliczającą poziom kosztów i ceny usługi wymiany walut. Czynniki decydujące o spreadzie to czynniki cenotwórcze i tak jak każda cena podlegają mechanizmowi rynkowemu, wolnej grze popytu i podaży – będących elementem chronionych przez Konstytucję wolności działalności gospodarczej i swobody kontraktowania. Ponadto, wskazać należy, że zmienność w zakresie spreadu walutowego ma niewątpliwie marginalny charakter wobec zmian samego kursu rynkowego.

Dlatego na rynku detalicznym – tak jak i hurtowym nie można przewidzieć wszystkich czynników determi-

83 Michał Grudziński *Marże stosowane w transakcjach walutowych z klientami indywidualnymi przez wybrane banki działające w Polsce w latach 2009–2016* *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 5/2017 (89), cz. 2 DOI: 10.18276/frfu.2017.89/2-35 s. 427–438

84 https://www.knf.gov.pl/dane_wspolne/zapytaj_eksperta/kredyty_hipoteczne_najciekawsze_pytania.html

nujących spready, co powoduje, że fluktuują one jak każda cena zgodnie z rynkiem absorbując zmiany koniunkturalne i strukturalne na rynku. **Przyjęcie do umów spreadów sprzed kilkunastu lat mogłoby się okazać dla klientów zupełnie niekorzystne biorąc pod uwagę ich spadek pod wpływem postępu technologicznego, wprowadzenia nowych rozwiązań i automatyzacji. Tak jak nie można przewidzieć zmian kursów, tak samo na wolnym rynku nie można przewidzieć zmieniającej się różnicy między kursem kupna i sprzedaży. Poszczególne klient jest przede wszystkim zainteresowany poziomem kursu, mającego większy wpływ kosztotwórczy, a nie spreadu walutowego.**

Analiza porównawcza kursu walutowego oraz spreadu kupno sprzedaż dla pary EURPLN oraz CHFPLN na dzień 4 Marca 2022. Analiza została sporządzona na podstawie porównania kursu interbankowego BGNE publikowanego na platformie Bloomberg terminal oraz kursów oferowanych przez Alior Bank, Cinkciarz, Bank Peako i Bank PKO BP w transakcjach z klientami detalicznymi.

Kurs interbankowy Bloomberg'a BGNE pokazuje kursy transakcyjne – po jakich banki zawierały transakcje między sobą w porównywalnym czasie – agregowane z rzeczywistych transakcji zawartych wcześniej przez banki. Kurs interbankowy jest jedną ze stawek referencyjnych i stanowi jedną z podstaw do tworzenia tabel walutowych banków i tym samym stawek dla klienta detalicznego. Poniższa tabela pokazuje ofertę banków oraz kantoru walutowego wobec kursu interbankowego a także BGNE.

Tabela 15. pokazuje to jak działa rynek w okresie napięć politycznych. Informacja BGNE z transakcji zawartych

przed momentem na rynku hurtowym wskazują, że na rynku hurtowym nastąpiło już przesunięcie kursu średniego zarówno dla EUR/PLN i CHF/PLN (osłabienie złotego). Polskie banki działając z opóźnieniem nie zmieniły równie szybko – jak rynek – swoich tabel i ich kursy średnie różnią się od kursu Bloomberg'a na 3 i 4 miejscu po przecinku, czyli o ułamek grosza. Zgodnie z analizą rynków hurtowych spread na tym rynku dla waluty polskiej był większy niż w okresach spokoju ale wynosił dla EUR tylko 0,69 grosza (0,14%), a dla CHF 1,1 grosza (0,23%). W przypadku ofert bankowych skierowanych poprzez tabele do swoich klientów, ze względu na koszty oraz ryzyko spready są wyższe – 394 bps (0,8 grosza – 0,16%) do 3866 bps (37 groszy 7,9%).

Oferta Alior Banku była w tym dniu najbardziej konkurencyjna oferująca 1.57 złoty więcej za sprzedaż 100 Euro wobec kursu interbankowego. W tym samym czasie PKO Bank pobierał 16.52 złoty więcej. Jak widać mechanizm arbitrażu na tak niespokojnym rynku powodował, że kursy średnie były bardzo zbliżone. To co różniło banki to poszerzenie się luki między kursem kupna i sprzedaży na rynku klienckim. Wydarzenia ekonomiczne, kryzys finansowy 2008, czy obecnie wojna w Ukrainie wpływają na płynność pary walutowej, co przekłada się na wartość spreadu (różnicy kursu sprzedaż i kup). Wykres spreadu pary walutowej EURPLN w latach 2007-2022 doskonale przedstawia wahania kursów i spreadu implikowanego zmianami kursu kupna i sprzedaży.

Warto przeanalizować, jakie różnice pojawiają się na rynku hurtowym w zależności od rodzaju banku, skali jego operacji, wartości jednostkowych transakcji etc. – na przykładzie ekranu z Bloomberg'a BGNE na dany moment w czasie ale w przedziale jednej minuty,

Tabela 15. Kursy EURPLN i CHFPLN oferowanych w detalu przez wybrane instytucje

NAZWA	EURPLN					CHFPLN				
	SPRZEDAŻ	KUPNO	ŚREDNI	SPREAD	KUP VS INTERBANK	SPRZEDAŻ	KUPNO	ŚREDNI	SPREAD	KUP VS INTERBANK
BLOOMBERG	4.8546	4.8615	4,8581	0.0069		4.841	4.852	4,8465	0.011	
ALIOR	4.8378	4.8772	4,8575	0.0394	0.0157	4.8226	4.8622	4,8424	0.0396	0.0102
CINKCIARZ	4.8352	4.8804	4,8578	0.0452	0.0189	4.8193	4.8649	4,8421	0.0456	0.0129
PEKAO	4.6679	5.0388	4,8534	0.3709	0.1773	4.7071	4.9431	4,8251	0.236	0.0911
PKO BP	4.6401	5.0267	4,8334	0.3866	0.1652	4.6857	4.9556	4,82065	0.2699	0.1036

Źródło: opracowanie własne

Ekran 12. Kursy EURPLN w tym samym czasie w zależności od źródła

Source	Firm Name	Bid / Ask	Time
BGN	Bloomberg BGN	4.8531 / 4.8633	17:32
BGNE	BGN Executable	4.8546 / 4.8615	17:32
	BGN Executable 1M-5M	4.8546 / 4.8615	17:32
	BGN Executable 5M-10M	4.8540 / 4.8627	17:32
	BGN Executable 10M-25M	4.8510 / 4.8653	17:32
	BGN Executable 25M+	4.8460 / 4.8698	17:32
CMCN	Composite(NY)	4.8531 / 4.8627	17:31
BFIK	Bloomberg Fixing	4.8568 / 4.8616	17:30
LAST	Last Update	4.8531 / 4.8627	17:31
CKPL	CINKCIARZ.PL	4.8527 / 4.8640	17:32
ICPL	ICAP PLC	4.8545 / 4.8617	17:32
PKOD	Bank Pekao	4.8537 / 4.8619	17:32
NBP	Nrdwy Bnk Polski	/ 4.8363	10:07

a nie milisekund. Dane wyraźnie wskazują, że kursy walut i wynikające z nich spready na wolnym rynku hurtowym zależą od wielu czynników – trudnych do skwantyfikowania.

Jak widać dla samej kategorii BGNE kursy i implikowane nimi spready różnią się w zależności od wielkości jednostkowych transakcji – czy transakcja dotyczyła 1 mln Euro, czy 25 mln Euro. Przy dużych transakcjach spready się zawężają, co jest naturalne dla wolnego rynku. Trzeba podkreślić, że kwotowania informacyjne BGN w tej samej minucie różnią się od poziomów notowań transakcyjnych z tej samej minuty BGNE. Oczywiście mechanizm arbitrażowy powoduje, że kursy są zbliżone ale nie identyczne. Postulat replikacji kursu banku przez klienta tylko z platform informacyjnych bez dostępu to platform transakcyjnych jest niewykonalny. A trzeba dodać, że źródła informacji w tym również transakcyjnych (wielopodmiotowe platformy, jednopodmiotowe platformy) jest wiele. Choć kursy są zbliżone to nie są w każdym momencie identyczne. Każdy bank działa w nieco innym środowisku ekonomicznym, technologicznym, kosztowym, organizacyjnym stąd jak widać na ekranie kwotujący w bankach dealerzy różnią się w ocenie, gdzie jest ich kurs średni, koszt i ryzyko oraz implikowane tymi czynnikami kursy kupna i sprzedaży waluty przez bank. Rynek powoduje jednak, że różnice między nimi nie są istotne, a w za-

nym razie bank nie ma swobody ustalania dowolnego kursu na rynku. Jak widać polskie banki, a także kantory elektroniczne na rynku hurtowym – kwotują podobnie, a różnice dotyczą 3. lub częściej 4. miejsca po przecinku. Jak z tego wynika nie ma lepszej referencji niż kurs rynkowy (hurtowy). Warto zwrócić uwagę, że tzw. fixing Bloomberg opóźniony w czasie pokazuje kwotowania inne niż bieżący rynek.

WNIOSEK:

Stosowanie argumentów typu dowolność stosowania marż, zmiana kursu z zaskoczenia, nieprecyzyjne określenie zasad zmian marży, niestosowanie kursu NBP i inne – mające wykażać nadużycia banków – nie jest adekwatne do rzeczywistości wolnego rynku. Jak widać polskie banki, a także kantory elektroniczne na rynku hurtowym korporacyjnym – kwotują podobnie, a różnice dotyczą 3. lub częściej 4. miejsca po przecinku – dziesiątych i setnych części grosza. Jak z tego wynika nie ma lepszej referencji niż kurs rynkowy (hurtowy). Warto zwrócić uwagę, że tzw. fixing Bloomberg opóźniony w czasie pokazuje kwotowania nieco inne niż bieżący rynek.

Ekran 13. W samym Bloombergu istnieje wiele źródeł informacji

BGN	Bloomberg BGN	GFFX	FENICS FXO
CMPN	Composite(NY)	OCBM	OCBC Bk Malaysia
BLCS	BBG Synthetic	RFOP	Raiffeisen FX
163Z	GC NZ 4:30PM	SEBS	SEB MerchantBkng
BGFO	BGCantor FX	TFOB	TFSICAP FXO EMEA
BGNL	BGN London	TFXO	TRAD IMPLIED FXO
BGNT	BGN Tokyo	TPOV	TP FXO
BVOL	Bloomberg Volatility	TPVO	TP Volatility
CMPL	Composite(Ldn)	UOBS	UOB Singapore
CMPT	Composite(Tokyo)		

Ekran 14. Kursy walut i spready na platformie Cinkciarz.pl

cinkciarz.pl Usługi Aktualności Loteria Portfel walutowy Zaloguj się Zarejestruj się za darmo

Kursy walut

Kurs na żywo. Aktualizacja: 0s Wyświetlaj kursy dla: PLN Kurs dla 50 tys. jednostek Kurs jednostkowy

Waluta	Nazwa	Kod waluty	Kupno	Sprzedaż
CHF PLN	Frank szwajcarski	1 CHF	4,8193	4,8649
EUR PLN	Euro	1 EUR	4,8352	4,8804
GBP PLN	Funt brytyjski	1 GBP	5,8557	5,9069
USD PLN	Dolar amerykański	1 USD	4,4261	4,4689
AED PLN	Dirham Zjednoczonych Emiratów Arabskich	1 AED	1,1964	1,2253
AUD PLN	Dolar australijski	1 AUD	3,2602	3,2960
BGN PLN	Lew bułgarski	1 BGN	2,4616	2,5027
CAD PLN	Dolar kanadyjski	1 CAD	3,4725	3,5095
CNY PLN	Juan chiński	1 CNY	0,6907	0,7166
CZK PLN	Korona czeska	1 CZK	0,1874	0,1922

Trzeba jednak pamiętać, że źródła informacji mogą być liczne i nieco różniące się metodyką. Ekran pokazuje tylko źródła specyficzne – dostępne w Bloombergu. Oznacza to, że pod względem informacji rynek ma wiele sposobów agregacji i segmentów. Dlatego nie ma jednego uniwersalnego kursu dla rynku walutowego a każdy bank sam ustala dla siebie kurs średni referencyjny, ale to nie oznacza, że kursy te różnią się dla danego czasu istotnie.

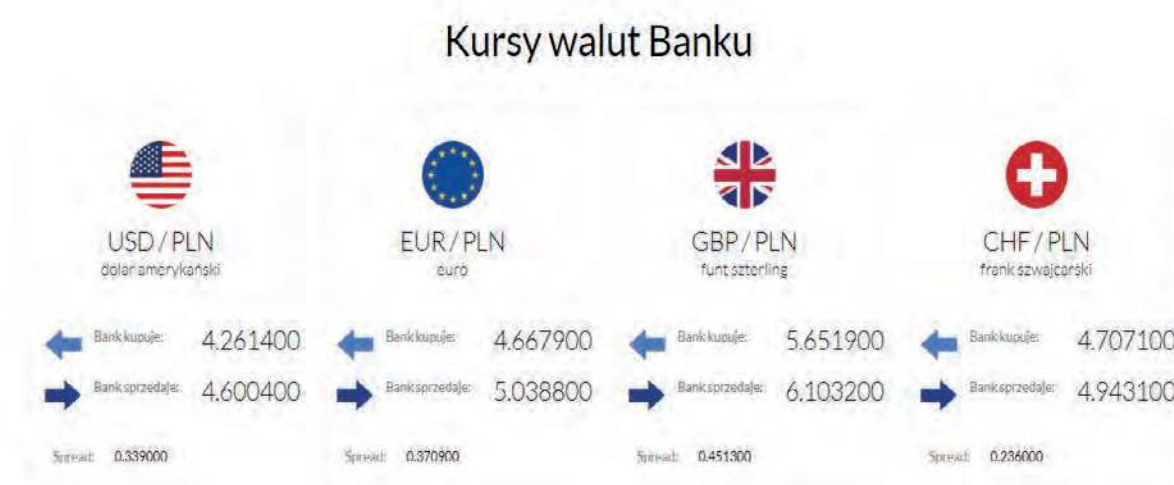
Nie jest zrozumiały i logiczny postulat (faktycznie niewykonalny), aby konsument na rynku miał odtwarzać kurs

ustalony jako średni dla banku, skoro klient ma dziesiątki źródeł informacji i ofert, z których może dokonać wyboru najkorzystniejszego dla niego kursu kupna lub sprzedaży. Co pokazuje np. ta internetowa oferta.

Poniższa tabela 16. pokazuje, że spready walutowe są różne w zależności od waluty oraz czy dotyczą dewiz, czy banknotów są inne w hurcie i detalu – nawet gdy dotyczą ofert w transakcjach natychmiastowych.

Zmienność polityki gospodarczej i politycznej, kosztów i ryzyka znajduje swoje odzwierciedlenie w kur-

Ekran 15. Kursy walut Banku Pekao SA



Ekran 16. Kursy walutowe bankowego kantoru

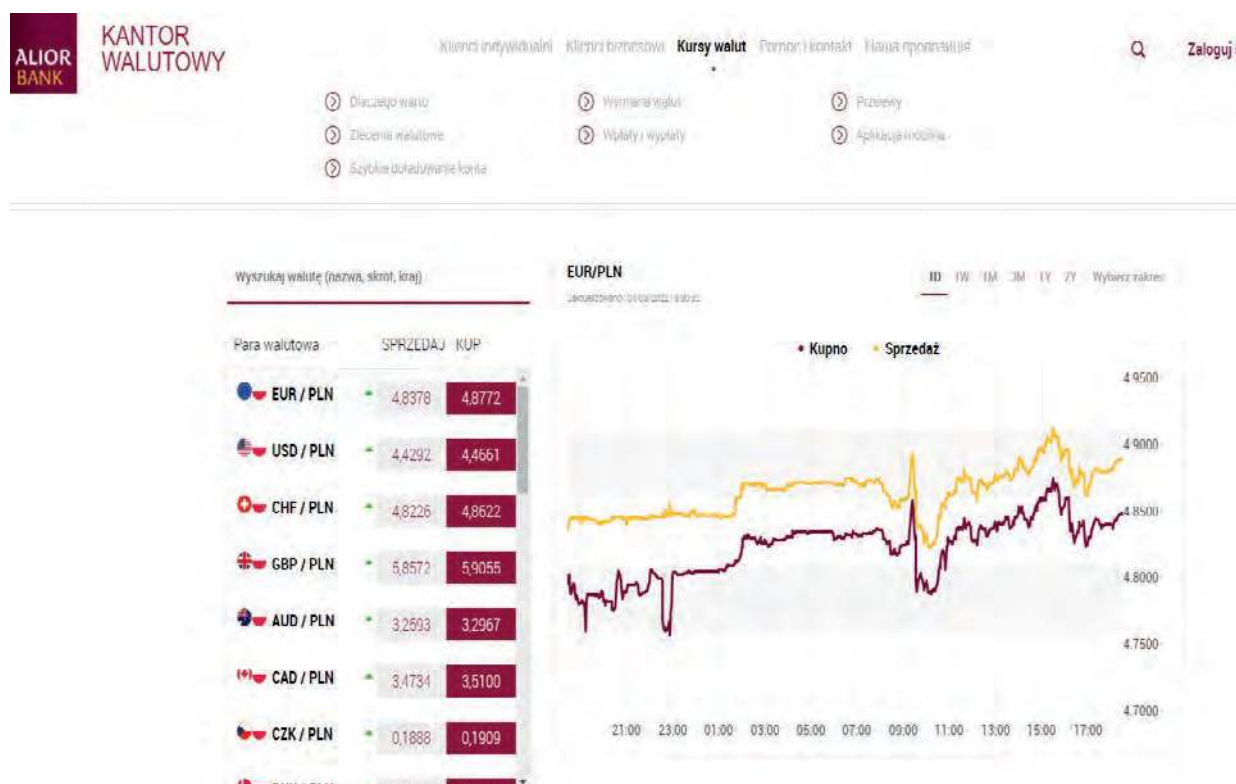


Tabela 16. Kursy walut i spready Pekao BP

Kursy dla transakcji z wyłączeniem obsługi kredytów

USA				EURO				W.BRYTANIA			
1 USD. Średni kurs NBP: 4.3257				1 EUR. Średni kurs NBP: 4.7931				1 GBP. Średni kurs NBP: 5.7851			
	Dewizy	Pieniądże	Zmiana		Dewizy	Pieniądże	Zmiana		Dewizy	Pieniądże	Zmiana
Kupno	4.2488	4.2766	-0.74%	Kupno	4.6401	4.6159	-0.63%	Kupno	5.6161	5.5869	-0.91%
Sprzedaż	4.6028	4.6250	-0.74%	Sprzedaż	5.0267	5.0509	-0.63%	Sprzedaż	6.0842	6.1134	-0.91%

AUSTRALIA				KANADA				SZWAJCARIA			
1 AUD. Średni kurs NBP: 3.1578				1 CAD. Średni kurs NBP: 3.4262				1 CHF. Średni kurs NBP: 4.7028			
	Dewizy	Pieniądże**	Zmiana		Dewizy	Pieniądże**	Zmiana		Dewizy	Pieniądże	Zmiana
Kupno	3.1228	3.1066	-0.58%	Kupno	3.3280	3.3107	-0.73%	Kupno	4.6857	4.6760	-0.47%
Sprzedaż	3.3831	3.3993	-0.58%	Sprzedaż	3.6054	3.6227	-0.73%	Sprzedaż	4.9556	4.9653	-0.47%

sach kupna i sprzedaży oraz spreadach. Kolejne dwa ekrany pokazują, że informacje płynące ze zrealizowanych transakcji zmieniają się z dużą częstotliwością BGNE rates – tzw. małe pipsy wyświetlają się w sposób ciągły – niebieska ramka. Poziom kursów jest zróżnicowany nawet w ramach jednej waluty w zależności od skali wolumenu transakcji hurtowych, co wpływa na zróżnicowanie spreadów w transakcjach bieżących. Dla euro precyzja bieżących kursów sięga nawet 5 miejsc po przecinku – czyli dziesięcioty-

sięcznych części danego nominalu pieniądza. Warto przypomnieć, że to jest tylko informacja z jednej platformy nietransakcyjnej.

Poniżej ekran Bloomberg'a wskazujący precyzję notowań kursów w tym systemie (i na rynku) oraz zróżnicowanie implikowanych kursami spreadów – dla różnych walut, w różnym czasie, dla różnych kwot transakcji etc.

Ekran 17. Informacje Bloomberg'a – poziom szczegółowości



Ekran 18. Szczegółowość kwotowań wybranych walut



WNIOSEK:

Postulat tworzenia jakiegokolwiek algorytmu ustalania kursu średniego dla banku wprowadzanego do umowy kredytu walutowego lub określania uniwersalnego spreadu dla rynku detalicznego jest w praktyce niewykonalny. Natomiast konsument może łatwo estymować z wielu źródeł, jaki jest poziom kursu rynkowego bez popełnienia istotnego błędu swojego szacunku, z zastrzeżeniem czasu i dynamiki zmian rynku etc.

Zmiany czynników rynkowych wpływają na rzeczywistą dynamikę spreadów na rynku hurtowym co jest jednym z czynników kształtujących również spready na rynku detalicznym. Próby biurokratycznego wymuszania na bankach tworzenia algorytmów ustalania kursów lub zamrażania spreadów, postulowane przez UOKiK, czy poszczególne sądy, jest przejawem nieuzasadnionego zmuszania biznesu do przejmowania na siebie ryzyka rynkowego.

Powyższy ekran ilustruje zmienność spreadów na rynku, co pokazuje, że postulaty mrożenia spreadów są oderwane od rzeczywistości i mogą wynikać z niewiedzy, jakie negatywne skutki finansowe mogłyby one spowodować w instytucjach finansowych.

Dane dotyczące zmiany spreadów na rynkach hurtowych 2007-2022 pokazuje jak zmienne były one szczególnie w okresach kryzysów gospodarczo-politycznych.

Kolejny ekran spreadów dla krótszego okresu dla EURO nie pozostawia wątpliwości, że nie ma sensownego uzasadnienia dla stałych spreadów dla obrotów walutowych związanych z kredytami detalicznymi.

WNIOSEK:

Rynek walutowy – w tym i spready – charakteryzuje wysoka zmienność, co oznacza, że instytucje finansowe nie mogą „zamrażać” w umowach spreadów na wiele lat bez ponoszenia kosztów ryzyka zmian rynkowych. Najczęstszą praktyką równego i transparentnego traktowania konsumentów w danym czasie jest tworzenie tabel kursowych – w tym determinowania spreadów na okresy do jednego dnia roboczego, co odpowiada funkcjonowaniu rynków finansowych na rynku detalicznym. W okresach trwania danego spreadu jego skutki mogą być symetrycznie pozytywne – jak i negatywne w stosunku do płynnych zmian zachodzących na rynku. W normalnych warunkach rynkowych jak wskazują badania są one nieistotnie małe.

Ekran 19. Zmienność spreadów w czasie dla kursu CHFPLN



Ekran 20. Zmienność spreadów w czasie dla kursu EURPLN



Tak samo jak banki, również kantory stosują spready w transakcjach z konsumentami i spready nie są przedmiotem urzędowej kontroli. Trzeba jednak podkreślić, że kwotowania walut w kantorach zmieniane są na bieżąco (czyli taki spread nie zawiera dużego

kosztu ryzyka zmiany kursu), a poza tym kantory nie mają obowiązku utrzymania pełnej płynności sprzedawanych i kupowanych walut i nikt nie ingeruje w ich ceny i politykę biznesową.

Ekran 21. Zmienność spreadów EURPLN z systemu BGNE



Na rynkach międzynarodowych nie występują rozwiązania polegające na urzędowym limitowaniu spreadów lub urzędowym narzucaniu zasad i kryteriów oraz narzucaniu skali zmian, co byłoby sprzeczne z ramami prawnymi odnoszącymi się do zasad funkcjonowania rynku.

Przed kryzysem 2008 roku spready bankowe w Polsce były wyraźnie niższe do maja 2008 roku. Dopiero kryzys subprime spowodował wzrost kursów kupna i sprzedaży walut poszerzając, ze względu na ryzyko i koszty regulacji, spready. Ale jak wynika z tabeli rynek poprzez konkurencję „unifikował” spready w okresach stabilnego rynku – jak i okresu kryzysowego.

13. Wymiana walut a umowa kredytowa

Transakcja wymiany walut ma charakter transakcji odrębnej od kredytu, zaś marża składająca się na tzw. spread walutowy jest świadczeniem głównym (ceną) tej usługi oferowanej przez Bank na podobnych zasadach, jak oferują ją inne banki oraz internetowe i stacjonarne kantory wymiany walut.

Od roku 2011 (ale też w zależności od umowy z bankiem) ustawa antyspreadowa wprowadziła dwa zasadnicze obowiązki cenowe dla banków:⁸⁵ 1/ w przypadku umowy

⁸⁵ Ustawa z dnia 29 lipca 2011 r. o zmianie ustawy – Prawo bankowe oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2011 r. Nr 165, poz. 984)

Tabela 17. Spready walutowe w wybranych polskich bankach przed i po kryzysie subprime.

Data	DB Polska	ING	Millenium	mBank/ Multibank	GE Money Bank (BPH)	DomBank	DnB Nord	BZ WBK
09.10.2006	4,52%	3,49%	4,08%	4,40%	brak danych	6,18%	brak danych	4,07%
06.05.2008	4,85%	4,00%	4,82%	4,40%	4,92%	7,81%	4,08%	5,55%
15.10.2008	5,17%	3,99%	5,67%	4,90%	5,23%	11,48%	4,09%	5,54%
19.01.2009	6,12%	6,00%	6,40%	6,00%	6,67%	13,87%	5,65%	5,55%
01.04.2009	9,97%	6,19% (tabela Hipo – 8,38%)	6,40%	6,18%	6,45%	13,91%	8,60%	5,54% (tabela dla Hipo - 6,18%)

o kredyt denominowany lub indeksowany do waluty innej niż waluta polska powinny być ogłaszane szczegółowe zasady określania sposobów i terminów ustalania kursu wymiany walut, na podstawie których w szczególności wyliczana jest kwota kredytu, jego transz i rat kapitałowo-odsetkowych oraz zasad przeliczania na walutę wypłaty albo spłaty kredytu (co wynikało z harmonogramu spłat i ogłaszanych kursów walut dla kredytów indeksowanych), 2/ w przypadku umowy o kredyt denominowany lub indeksowany do waluty innej niż waluta polska, kredytobiorca może dokonywać spłaty rat kapitałowo-odsetkowych oraz dokonać przedterminowej spłaty pełnej lub częściowej kwoty kredytu bezpośrednio w tej walucie. Wcześniej w roku 2008 spłatę w walucie z innych źródeł wdrażała Rekomendacja KNF⁸⁶. Do 2011 roku nie było regulacji zobowiązujących banki do udostępniania klientom procedur zmiany kursu waluty; nie wystąpiło też szersze zainteresowanie klientów taką procedurą (nie zanotowano przypadku odmowy).⁸⁷

Rekomendacja T w lutym 2010 w mniejszym stopniu niż rekomendacja S(II) modyfikuje kwestię spreadów walutowych w odniesieniu do kredytów. Rekomendacja T zwraca uwagę w punkcie 24.2., iż w przypadku umów dotyczących walutowych ekspozycji kredytowych indeksowanych kursem waluty obcej istnieje konieczność poinformowania kredytobiorcy o wpływie zmiany spreadu walutowego na wyrażoną w złotych wysokość kredytu i rat kapitałowo-odsetkowych. Najistotniejszą zmianą w zakresie spreadów walutowych wprowadzoną przez Rekomendację T jest zapis ujęty w punkcie 24.4. W przypadku kredytu indeksowanego kursem waluty obcej bank powinien, na życzenie klienta, umożliwić i zagwarantować w umowie możliwość uruchomienia i spłaty kredytu w walucie do jakiej kredyt jest indeksowany. Bank nie może wprowadzać warunków oraz obowiązku ponoszenia kosztów, które mogłyby utrudniać klientowi skorzystanie z takiej możliwości⁸⁸.

W 2013 roku nastąpiły dalsze modyfikacje rekomendacji T⁸⁹

Znajomość procedury miała małe znaczenie dla klienta, bowiem ani bank, ani klient nie mogli w dłuższej perspektywie przewidzieć, jakie czynniki uzasadniające zmianę kursu walutowego zaistnieją na rynku.

W transakcjach rozliczeniowych z tytułu kredytu klient mógł spłacić raty i odsetki w walucie lub korzystając z możliwości oferowanych przez rynek dokonać wymiany pieniądza krajowego na zagraniczny i dokonać przelewu na rachunek kredytowy. Tam, gdzie banki przekazywały klientowi informację o kursie spot banku, klient wiedział o kursie waluty dwa dni robocze przed terminem płatności i mógł skorzystać z rynku i ewentualnie zakupu waluty w innych instytucjach – inne banki, kantory, platformy handlowe.

14. Kodeks dla uczestników rynku walutowego

Rynki walutowe spotowe nie są generalnie regulowane, ale w celu dyscyplinowania dealerów powstają samoregulacje i kodeksy. Kodeks dla transakcji walutowych został wprowadzony przez Global Foreign Exchange Committee (GFXC) w 2017 r.⁹⁰. Globalny kodeks FX to zestaw globalnych zasad dobrych praktyk na rynku walutowym (Global Code), który został opracowany w celu dostarczenia wspólnego zestawu wytycznych promujących integralność i efektywne funkcjonowanie hurtowego rynku walutowego oraz uzupełnienie do wszelkich lokalnych przepisów, zasad i regulacji poprzez identyfikację globalnych dobrych praktyk i procesów. Kodeks zawiera 55 rekomendacji oraz 3 aneksy, w tym przykłady pożądanego zachowań dealerów.

86 Rekomendacja S (II) dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie Warszawa 2008 Rekomendacja 6 ; 5.2.4. Na wniosek klienta bank powinien dokonać zmiany sposobu spłaty kredytu indeksowanego do waluty w taki sposób, aby spłata następowała w walucie indeksacyjnej. Zmiana sposobu spłaty powinna dotyczyć wszystkich rat od daty zmiany umowy. Bank nie może ograniczać w umowie kredytu możliwości pozyskania przez klienta waluty przeznaczonej na spłatę kredytu do zakresu usług oferowanych przez bank.

87 Ustawa z dnia 29 lipca 2011 r. o zmianie ustawy – Prawo bankowe oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2011 r. Nr 165, poz. 984)

88 KNF Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych Warszawa, 23 lutego 2010 r. Uchwała z dn. 23.02.2010 r. nr 52/2010 Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie wydania Rekomendacji T Dz.Urz. KNF nr 2, poz. 12. 468
M. Krasoń: Banki nie straciły na rekomendacji S II, www.openfinance.pl, 2010.

89 19.2. W celu zapewnienia porównywalności stosowanej przez banki polityki dotyczącej wyznaczania spreadów walutowych bank powinien zapewnić możliwość nieodpłatnego dostępu klientów do informacji o kursach walutowych stosowanych przez bank, w szczególności w postaci zestawienia informacji w zakresie: a) stosowanych przez bank kursów kupna i sprzedaży waluty obcej, b) odrębnego zestawienia stosowanych przez bank spreadów walutowych.

19.3. Rekomenduje się, aby bank przedstawiając klientowi ofertę kredytu, pożyczki lub innego produktu, w walucie obcej lub indeksowanego do waluty obcej innej niż ta w jakiej osiąga on dochód wyliczał kwotę i koszty kredytu według aktualnych kursów walut stosowanych przez bank oraz informował klienta o kosztach obsługi ekspozycji kredytowej w wypadku niekorzystnej dla klienta zmiany kursu walutowego i spreadu walutowego. Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych Warszawa, luty 2013 r.

90 https://www.globalfx.org/docs/fx_global.pdf



Kodeks rekomenduje szczegółowe wymagania w zakresie etyki, zarządzania, wykonywania transakcji (zachowania ostrożności podczas negocjowania i wykonywania transakcji w celu promowania solidnego, uczciwego, otwartego, płynnego i odpowiednio przejrzystego rynku walutowego), udostępniania informacji (promowania skutecznej komunikacji, która wspiera solidny, uczciwy, otwarty, płynny i odpowiednio przejrzysty rynek walutowy), właściwego zarządzania ryzykiem i zgodnością, szybkiego i prawidłowego procesu potwierdzania i rozliczania.

Kodeks dotyczy wszystkich uczestników rynku walutowego:

- ▶ zarządzających aktywami – państwowych funduszy majątkowych, funduszy hedgingowych, funduszy emerytalnych i firm ubezpieczeniowych;
- ▶ menadżerów departamentów skarbu korporacyjnego dokonujący transakcji zewnętrznych (pozagrupowych) na własny rachunek lub w imieniu spółek dominujących, spółek zależnych, oddziałów,
- ▶ zarządzających biurami rodzinnymi,
- ▶ dostawców benchmarków,
- ▶ pozabankowych dostawców płynności; obejmuje też firmy prowadzące zautomatyzowane strategie handlowe, w tym HFT,
- ▶ brokerów (w tym detalicznych brokerów walutowych) etc.

Jak z tego wynika zakres przedmiotowy i podmiotowy jest praktycznie globalny.

GFXC zobowiązała się do podjęcia przeglądu Kodeksu co trzy lata badając czy jego zalecenia są właściwie w obliczu ciągłej zmienności rynku właściwie stosowane. W 2021 uznano, że kodeks jest w coraz większej mierze przestrzegany nawet mimo Covid. Z 30 największych światowych dealerów połowa podpisała oświadczenia, w tym Blackrock, Fidelity, SSGA do przestrzegania 55 sformułowanych zasad⁹¹.

Troskę GFXC budzi funkcjonowanie egzekucji algorytmicznej („algos”) na rynku walutowym. Szacuje się, że od 10 do 20 procent transakcji FX spot na całym świecie jest rozliczanych przez algorytmy egzekucyjne. Wykorzystanie tych algorytmów może poprawić funkcjonowanie rynku, ale także powoduje wzrost ryzyka operacyjnego.

Rynek ewoluuje też w kierunku coraz bardziej anonimowego handlu, co może stanowić ryzyko regulacyjne. Dostrzega się również rosnące ryzyko rozliczeniowe payment vs payment. Jak widać samoregulacja rynku sprzyja dalszej jego transparencji.

15. Kategorie niebankowych uczestników rynku – struktura

Złożoność rynku walutowego w sensie podmiotowym oraz powiązań rynkowych przedstawia tabela 18. oraz schemat 6.

16. Podsumowanie

Praktycznie od lat dwutysięcznych rynki walutowe są dostępne dla instytucji i osób fizycznych w sposób ciągły. Brak regulacji, wysoka płynność i swoboda transakcji oznaczają wysoką efektywność rynku i jego transparencję. W świecie rynków elektronicznych zajęcie pozycji w walucie oznacza ryzyko dla obu stron transakcji. Otwarcie pozycji ryzyka wynika z interesu ekonomicznego. Skala rynku, gra sił popytu i podaży, arbitraż walutowy oznaczają, że nie istnieje żaden inny równie transparentny rynek, dający najlepszą i niepodważalną ekonomicznie cenę – co w konsekwencji oznacza również brak swobody podmiotów w ustalaniu kursów odbiegających istotnie od rynku. Efekt arbitrażu na rynku walutowym instytucjonalnym i detalicznym jest powszechny, co potwierdza, że nie istnieje na rynku swoboda ustalania kursów, ponieważ każdy błąd takiego ustalenia przynosiłby straty gospodarcze ustalającemu niewłaściwy kurs. Konkurencja na rynku detalicznym i nowe technologie powodują, że rynkowe kursy dla klienta detalicznego są transparentne i efektywne, a spready rynkowe istotnie się zmniejszyły. Klienci detaliczni dla zawarcia transakcji walutowych korzystają z szerokiego wyboru instytucji oferujących waluty. Tam, gdzie działa wolny i silnie konkurencyjny rynek nie ma uzasadnienia jakiegokolwiek domniemanie o nieuczciwości oferowanych kursów walut, czy swobodzie ustalania kursów. Efektywny rynek powoduje, że powstające losowo różnice między kursami średnimi

91 Guy Debelle, *The global foreign exchange committee and the FX global code* Speech by Mr Guy Debelle, Deputy Governor of the Reserve Bank of Australia, at the FX Week Australia Webinar, virtual, 22 October 2020 BIS.

Tabela 18. Kategorie uczestników rynku walutowego

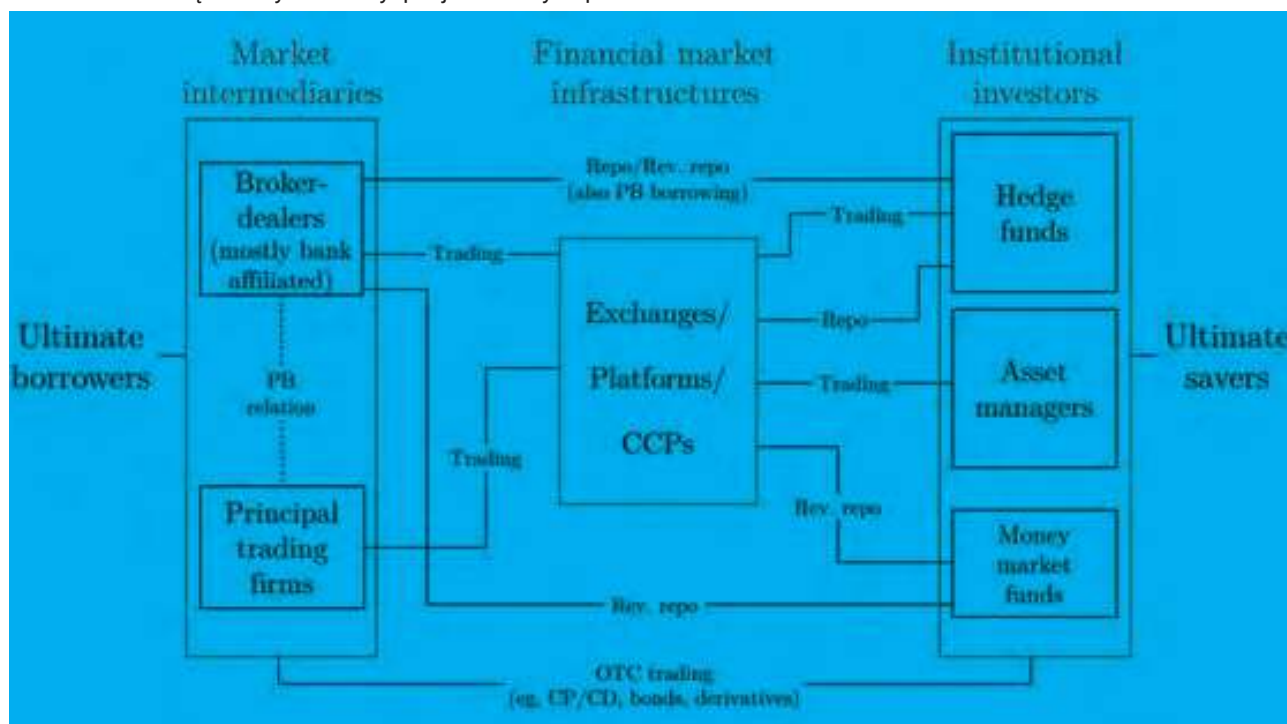
Broad categories	Intermediaries	Key characteristics from a financial-stability perspective	Main systemic risks
Institutional investors and asset managers	Insurance companies	Premia collected from insured parties are invested in various assets, often long-lived and illiquid	Some leverage, some liquidity transformation
	Pension funds	Contributions by participants are invested in a mix of public-market and private-market assets	Some credit-risk transformation
	Sovereign wealth funds	Vehicles managed by state-affiliated entities, often focused on long-term illiquid assets	Possibly leverage
	Hedge funds*	Investors' capital is augmented with leverage and deployed through strategies that may involve arbitrage	Leverage, some liquidity transformation (limited by redemption notices)
	Exchange-traded funds*	Shares trade in secondary markets and are generally redeemed in-kind only by selected intermediaries	Some liquidity transformation (limited by the redemption mechanism)
	Mutual funds**	Shares can be redeemed daily even if underlying assets are illiquid (if open-ended, incl. money-market funds)	Liquidity transformation (if open ended), possibly leverage
	Securitisations*	They invest in various assets, possibly risky, and issue notes with different seniority, including AAA-rated	Credit-risk transformation
Market intermediaries	Broker-dealers*	They use relationships or own inventory to facilitate client trades. They often enable leverage for their clients	Leverage, liquidity transformation
	Principal trading firms*	High-frequency buyers and sellers in electronic markets, holding minimal end-of-day inventories	Pro-cyclicality in liquidity provision, intra-day leverage
Financial market infrastructures	Exchanges & electronic trading platforms*	Marketplaces for trading securities and/or financial contracts like derivatives	Technical disruptions (eg. due to operational or cyber risks) could affect broader financial markets
	Central counterparties*	They act as counterparties to holders of certain financial contracts, netting and managing counterparty risk	Pro-cyclicality in market-wide leverage due to changes in initial margins, technical disruptions

(*) asterisks indicate intermediaries that can affect imbalances in the demand and supply of financial market liquidity more directly, and that we focus on in this paper

(**) entities engaged in elevated liquidity or credit-risk transformation, such as most money-market funds or certain securitisations, are often considered shadow banks (eg. Adrian (2017))

Źródło: Sirio Aramonte, Andreas Schrimpf, Hyun Song Shin Monetary and Economic Department October 2021 (revised January 2022) BIS Working Papers No 972 Non-bank financial intermediaries and financial stability ISSN 1020-0959 (print)

Schemat 6. Powiązania rynkowe wyspecjalizowanych podmiotów



w tabelach bankowych są nieistotnie małe, a odchylenia mieszczące się w typowych średnich wartościach w żadnym razie nie są rażące. Nie jest też zasadą działania rynku detalicznego, aby konsumenci kontrolowali kursy walut, czyni to rynek, a narzucanie takiej kontroli i algorytmów do umów na rynku nie ma logicznego sensu i byłoby w praktyce niewykonalne, a nawet niebezpieczne. Podobnie nikt też nie kontroluje merytorycznie na wolnym rynku kursów banków centralnych.

Transakcje walutowe, ich księgowanie, wymagania operacyjne, regulaminy są pod kontrolą nadzoru dając rękojmię transparencji i najlepszej ceny. Zmiany zachodzące na rynkach walutowych wskazują – po pierwsze – na coraz większą internalizację strumieni walutowych przez liczne platformy, które tworzą nowe segmenty rynku o znaczącej skali – w stosunku do platform wielopodmiotowych. Po drugie klienci platform, aby być dopuszczonymi muszą spełnić wiele wymogów technicznych, finansowych, organizacyjnych, cenowych co oznacza, że dla przeważającej ilości klientów detalicznych te bariery dostępu do rynków hurtowych są nie do przekroczenia. Jednak wiele platform największych dealerów stoi w sposób pośredni za innymi platformami, w tym i przeznaczonymi dla konsumentów (white label), co prowadzi do rosnącej koncentracji kursów wokół wiodących liderów rynku, ale i istotnie bliskich kwotowań kursów walut na różnych platformach mimo dynamicznej zmienności rynków. Trzeba podkreślić, że platformy dla klientów detalicznych cieszą się niskimi progami dostępu – często bez kosztów prowadzenia rachunków, przy minimalnych marżach i bez wysokich wymagań sprzętowych. Standardem rynkowym jest, że rynek transakcji o niskich wolumenach – przed i po zmianie technologii – odwołuje się przy kwotowaniach dla klientów detalicznych do „odkrywanych” na bieżąco poziomów kursów z rynków hurtowych. Walutowy rynek detaliczny można uznać za wysoko transparentny i efektywny.

Na posegmentowanym i nieregulowanym rynku walutowym nikt nie ma monopolu, ani jednego algorytmu na poszukiwanie i rozpoznawanie „jednolitego” kursu rynkowego – może się ono dokonywać tylko indywidualnie przez banki i ich wyspecjalizowane osoby fizyczne – dealerów lub przez będące pod ich nadzorem systemy suportujące. Dla rynku walutowego nie istnieje jeden „śluszy” kurs (w sensie platońskim), lecz tylko kursy empiryczne ustalane indywidualnie przez banki zgodnie z ich praktycznymi workflowami – zależne od stosowanych metod i indywidualnego dostępu do różnych systemów tradingowych. Dyna-

miczny rynek i arbitraż nie pozwalają uczestnikom na swobodę ustalania kursów, ani na istotne odchylenia między tymi kursami a „hipotetycznym rynkiem”. Idealnie działający algorytm tworzenia kursu średniego do zbudowania tabeli jest teoretycznie i praktycznie niewykonalny, o ile bank nie będzie brał na siebie ryzyka zmienności i płynności rynku w czasie i ryzyka rozbieżności kursów między wybranymi platformami a innymi platformami istniejącymi na rynku.

Nie istnieją żadne skuteczne metody ustalania jednolitego kursu walutowego dla dowolnej pary walutowej dla „całego rynku”. Nie istnieją też skuteczne, aplikacyjne systemy prognozowania kursów walutowych. Prognozowanie kursów uwarunkowane jest przyjmowanymi założeniami lub subiektywnymi przekonaniem traderów.

Od lat 90. platformy tradingowe w czasie rzeczywistym zapewniały wysoki poziom transparencji kursów walut na rynku hurtowym – w tym nieistotnie małe były odchylenia kursów w czasie ciągłym na platformach handlowych. Nie istniały lepsze niż rynkowe referencje z rynku forex dla kursów walut. Nie istnieje na rynku hurtowym jeden absolutny kurs waluty w danym momencie, ponieważ istnieje wielu niezależnych dealerów oraz wiele platform handlowych wielostronnych i jednostronnych, klientów o zróżnicowanych dostęпах do tych platform, rozróżnienie grup o dużych i mniejszych wolumenach, różne pary walutowe powodują, że już na tym poziomie poszczególne banki mogą mieć dla siebie też różne kursy transakcyjne. Arbitraż walutowy powoduje jednak, że gdy nawet zaistnieją różnice to są one nieistotnie małe, niezauważalne dla klienta detalicznego. Pojawienie się handlu elektronicznego pod koniec lat 90. dla klientów końcowych miało pozytywny wpływ na większość mierników jakości rynku, jednocześnie przynosząc generalną redukcję spreadów. Nie ma możliwości stworzenia jednego algorytmu, ponieważ wolumeny transakcji na różnych platformach, a przez to udziały, ulegają dynamicznym zmianom. Dlatego ostateczna estymacja „odkrywanego na szerokim rynku kursu” jest w rękach bankowych dealerów. Przy ustalaniu kursu średniego dla danego banku nie może istnieć jeden stały algorytm dla danego banku, lecz potrzebny jest człowiek-dealer, który dokonuje ostatecznej estymacji i wyboru „kursu dla rynku”.

Zatem postulat tworzenia algorytmu/formuły dla obliczania przez bank kursu średniego nie spełnia postulatów technicznej możliwości i wiarygodności na dynamicznie zmieniającym się rynku. Oczekiwanie, odtworzenia przez konsumenta, który nie ma dostę-

pu do platform takich samych jak bank, nie zna czasu podjęcia decyzji – rodzaju platform dostępnych dla banku, kursu ustalonego przez bank jest teoretycznie i praktycznie niewykonalne, a więc narzucanie abstrakcyjnego i niewykonalnego wymogu budzi istotne wątpliwości. Kontrolowanie przez konsumenta „poprawności” ustalenia kursu przez działający na rynku bank nie ma uzasadnienia w zasadach działania rynku finansowego, płynności, zasadach operacyjnych, technologiach, dostępie do platform, ani w prawie. Jak się wskazuje, wielość rynków, platform, rodzajów dostępów oznacza, że nikt nie jest w stanie oszacować średniego globalnego kursu na rynku, a jedynie każdy bank może estymować średni kurs dostępny dla niego, co jest niewykonalne dla konsumenta ze względów technicznych, pomijając organizacyjne, czy kosztowe. Postulat tworzenia jakiegokolwiek algorytmu ustalania kursu średniego dla banku wprowadzanego do umowy kredytu walutowego lub określania uniwersalnego spreadu dla rynku detalicznego jest w praktyce niewykonalny. Natomiast konsument może łatwo estymować z wielu źródeł, jaki jest poziom kursu rynkowego bez popełnienia istotnego błędu swojego szacunku, z zastrzeżeniem czasu i dynamiki zmian rynku etc.

Ilość dostępnych instytucji do zawierania transakcji z konsumentami (banków, kantorów, kantorów internetowych, platform tradingowych, fintechów) – w sensie realnym, gotówkowym a także elektronicznym tylko w Polsce zbliża się do 70 i przekracza wielokrotnie ilość funkcjonujących na rynku banków komercyjnych. Mitem są zatem twierdzenia o braku konkurencji w wymianie walut na rynku detalicznym. Jak widać konkurencja na rynku oraz systemy informacyjne nie pozwalają żadnemu bankowi na arbitralne i nieweryfikowalne ustalanie tabeli kursów. Specyfika rynku walutowego – decentralizacja rynków, wielość źródeł informacji, konfrontacja ofert konkurencyjnych instytucji oraz arbitraż walutowy z dostateczną precyzją pozwalają na odtworzenie obiektywnych warunków rynkowych (nieistotnie małe odchylenia szacunków od tabel bankowych).

Oczywiście postulat punktowego odtworzenia kursu z opisanych przyczyn nie jest wykonalny. Generalnie ustalanie kursów przez polskie banki w oparciu o kursy walutowe na rynku międzybankowym forex jest metodologią powszechnie przyjmowaną przez instytucje finansowe i platformy detaliczne (różnice w marżach), w tym odpowiadają trybowi ustalania kursów walut przez banki centralne – w tym Narodowy Bank Polski. Specyfika rynku walutowego pozwala na wysoce precyzyjną, transparentną i weryfikowal-

ną przez konsumenta estymacją kursu bankowego, ale jeszcze raz należy podkreślić, że nie punktową. Możliwe są odchylenia kursu estymowanego przez konsumenta w stosunku do rzeczywistego, rynkowego kursu ustalonego przez bank i w żadnym razie nie mogą stanowić podstaw dla niedopuszczalnego założenia nieuczciwości przedsiębiorcy bez weryfikacji dowodowej.

Przeprowadzona analiza empiryczna nie potwierdza fałszywej tezy jakoby banki manipulowały czasem ustalania kursu średniego do tabeli detalicznej, ponieważ te operacje były generalnie realizowane w bardzo wąskim przedziale czasu. Analiza rozbieżności kursu walutowego z tabeli banku i kursu średniego NBP wskazuje, że nie były one w żaden sposób istotne i miały charakter losowy.

Z analizy wynika, że spready są implikowane przez bardzo wiele czynników i na rynkach hurtowych są zmienne w milisekundach podobnie jak kursy walut, które je determinują. Spready hurtowe przenoszą się na spready detaliczne i korygowane są o podobne źródła kosztów specyficzne dla detalu w tym również ryzyko czasu mrożenia kursów kupna i sprzedaży oferowanych klientom w tabelach w ciągu dnia. Stosowanie argumentów typu dowolność stosowania marż, zmiana kursu z zaskoczenia, nieprecyzyjne określenie zasad zmian marży, niestosowanie kursu NBP i inne – mające wykazać nadużycia banków – nie są adekwatne do rzeczywistości wolnego rynku. Jak widać polskie banki, a także kantory elektroniczne na rynku hurtowym – kwotują podobnie, a różnice dotyczą 3. lub częściej 4. miejsca po przecinku – dziesiątych i setnych części grosza. Nie ma więc lepszej referencji niż kurs rynkowy (hurtowy) wynikający z transakcji rzeczywistych. Warto zwrócić uwagę, że tzw. fixing Bloomberga opóźniony w czasie pokazuje kwotowania inne niż bieżący rynek transakcyjny.

Rynek walutowy – w tym i spready – charakteryzuje wysoka zmienność, co oznacza, że instytucje finansowe nie mogą „zamrażać” w umowach spreadów na wiele lat bez ponoszenia kosztów ryzyka zmian rynkowych. Najczęstszą praktyką w celu równego i transparentnego traktowania konsumentów w danym czasie jest tworzenie tabel kursowych – w tym determinowania spreadów na okresy do jednego dnia roboczego. W okresach trwania danego spreadu jego skutki mogą być symetrycznie pozytywne – jak i negatywne w stosunku do płynnych zmian zachodzących na rynku. W normalnych warunkach rynkowych jak wskazują badania są one nieistotnie małe.



Regulacyjne instytucje unijne – jak ESMA – nie widzą tak jak część polskich prawników i politycznych regulatorów możliwości naruszania prawidłowości działania rynku walutowego. Tej transparentności służą międzynarodowe kodeksy rynku FX budując wysoki poziom etyczny rynków walutowych.

Abstract (ang.) The study addresses the detailed issues of the functioning of the currency market, pointing to the specificity – as an unregulated market but using advanced technologies and leading, through its speed and global nature (24 hours 5 days a week), to setting highly transparent currency prices. The market is not uniform, but consists of different segments from the point of view of participating entities and types of technologies – single and multi-access platforms competing globally for trading volumes. Therefore, it is not possible to set one universal average exchange rate for the entire market, not a single calculation algorithm. Each bank creates its own method of sampling and searching for its own average-rate on the market. Also, the wholesale market, which is the basic source of information about exchange rates, consists of various types of platforms – information and transaction – which causes differences in the appearing quotations. Transaction systems also apply to various segments – interbank

and brokerage transactions, dealer-institution, dealer-retail etc. Which means that access to real quotes that change in milliseconds is not the same for all participants of the global market. Therefore, the postulate of creating mathematical formulas or algorithms for checking banks' exchange rates by consumers is unfeasible and pointless, because a competitive market under the influence of forces of demand, supply and currency arbitrage constitutes the best and most transparent verification of banks' competitiveness. The study shows that dynamic changes in exchange rates as well as changes in cost, regulatory and risk costs imply the level of currency spreads – which additionally change depending on the type of currency, transaction volumes, duration of the offer (from milliseconds to daily exchange rate tables) etc. Ignorance of market mechanisms causes false assessments of banks' behavior, unjustified allegations of abusiveness, imposing unrealistic demands on banks, implying anti-bank rulings based on false opinions and premises.

Część II: Wymóg sprecyzowania metodologii ustalania kursu waluty obcej w umowie kredytu denominowanego lub indeksowanego w świetle wykładni prawa unijnego w orzecznictwie Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej oraz polskich sądów

Autor: Michał Jabłoński

Streszczenie: Analiza omawia tezy płynące z wyroku TSUE w sprawie C-212/20, również w kontekście orzecznictwa polskich sądów w okresie przed i po wydaniu tego orzeczenia. Wynika z niej, że pogląd o tym, że banki jednostronnie decydują o wysokości kursów walut stosowanych w rozliczeniach z kredytobiorcami „frankowymi”, a także, iż tego rodzaju postanowienia są nieuczciwe, choć nie podzielany jednoznacznie, jest coraz bardziej rozpowszechniony. Teza taka nie wynika jednak z wyroku w sprawie C-212/20, który odnosi się wyłącznie do kwestii przejrzystości warunków umownego. Tymczasem nie każde postanowienie nieprzejrzyste jest nieuczciwe, bowiem należy w tym zakresie dokonać dodatkowej oceny (sprzeczność z wymogiem dobrej wiary, znacząca nierównowaga wynikających z umowy praw i obowiązków ze szkodą dla konsumenta), co wynika z omówionego w analizie orzecznictwa TSUE. W większości przypadków taka ocena powinna przemawiać za uznaniem uczciwego charakteru postanowień odsyłających do tabel kursowych banków.

Słowa kluczowe: abuzywność, konsument, kredyt, waluta, bank

1. Wstęp

Zagadnienie „rynkowego” kursu walut obcych, rzekomo „jednostronnego” kształtowania kursu walut przez instytucje finansowe (w domyśle: ze szkodą dla ich kontrahentów – konsumentów) oraz możliwości samodzielnego „ustalenia” przewidywanego kursu waluty przez konsumenta należy osadzić w kontekście orzecznictwa sądowego, które zwłaszcza na tle sporów związanych z umowami kredytów indeksowanych lub denominowanych do kursu walut obcych formułuje mniej lub bardziej radykalne dyrektywy w tym zakresie. Na szczególną uwagę zasługuje tutaj wykładnia art. 5 dyrektywy Rady 93/13/EWG z dnia 5 kwietnia 1993 r. w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich („dyrektywa 93/13”) dokonana przez Trybunał Sprawiedliwości UE („TSUE”) w wyroku z dnia 18 listopada 2021 r., w sprawie C-212/20 („Wyrok TSUE”) w odniesieniu do wymaganej przejrzystości postanowień umów kredytu indeksowanego / denominowanego do waluty obcej dotyczących metodologii ustalania kursu waluty obcej stosowanego przy przeliczeniach wypłaty kapitału kredytu oraz przeliczeniach wysokości rat kapitałowo-odsetkowych.

Zgodnie z tezą zawartą w pkt 55 Wyroku TSUE:

*„art. 5 dyrektywy 93/13 należy interpretować w ten sposób, że treść klauzuli umowy kredytu zawartej między przedsiębiorcą a konsumentem ustalającej cenę zakupu i sprzedaży waluty obcej, do której kredyt jest indeksowany, **powinna**, na podstawie jasnych i zrozumiałych kryteriów, **umożliwić właściwie poinformowanemu oraz dostatecznie uważnemu i racjonalnemu konsumentowi** zrozumienie sposobu ustalania kursu wymiany waluty obcej stosowanego w celu obliczenia kwoty rat kredytu, **w taki sposób, aby konsument miał możliwość w każdej chwili samodzielnie ustalić kurs wymiany stosowany przez przedsiębiorcę**” oraz tezą zawartą w pkt 64: „W konsekwencji z przypomnianych w ten sposób okoliczności, jak również z pkt 50 i 52 niniejszego wyroku wynika, że rozpatrywany w postępowaniu głównym warunek dotyczący indeksacji, który – z zastrzeżeniem ustaleń, których powinien dokonać sąd odsyłający – nie pozwala konsumentowi na samodzielne określenie w każdej chwili kursu wymiany stosowanego przez przedsiębiorcę, ma nieuczciwy charakter”*

Prima facie można odnieść wrażenie, że Wyrok TSUE sformułował dyrektywę, zgodnie z którą postanowienia umowne, przewidujące sposób ustalania kursu waluty obcej w ramach umowy kredytu pomiędzy bankiem a konsumentem (w polskiej praktyce najczęściej poprzez odwołanie do tabel kursowych banków – ogłaszanie których to tabel jest obowiązkiem banku zgodnie z art. 111 ust. 1 pkt 4 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (dalej „PB”)) są sprzeczne z dyrektywą 93/13 (przepisami dotyczącymi ochrony konsumentów przed nieuczciwymi postanowieniami umownymi), a tym samym stanowią postanowienia nieuczciwe, **o ile nie umożliwiają konsumentowi samodzielnego obliczenia w każdym czasie kursu waluty, co w domyśle miałoby chronić konsumenta przed arbitralnymi decyzjami banku-kredytobiorcy w tym zakresie**. W uproszczeniu: to, że z umowy nie wynika, jak samodzielnie obliczyć kurs waluty, a sposób ustalania kursu waluty polega na odwołaniu do tabeli kursowej banku, **pozostawiać ma bankowi nieograniczone, jednostronne i pozbawione kontroli konsumenta uprawnienie do kształtowania kursu waluty na potrzeby realizacji umowy**.

Taka optyka rozumienia znaczenia Wyroku TSUE była obecna w polskiej prasie oraz w wypowiedziach prawników reprezentujących kredytobiorców. Tytułem przykładu:

„Trybunał stwierdził zaś jednoznacznie, że postanowienia dotyczące indeksacji zamieszczone w umowie

kredytu muszą określać zrozumiałą i obiektywną metodę ustalania kursu waluty po to, aby na jej podstawie konsument mógł samodzielnie określić kurs waluty obowiązujący danego dnia"⁹²

„Trybunał Sprawiedliwości UE orzekł w czwartek jednoznacznie, że postanowienia dotyczące indeksacji zamieszczone w umowie kredytu muszą określać zrozumiałą i obiektywną metodę ustalania kursu waluty aby na jej podstawie konsument mógł samodzielnie określić kurs waluty obowiązujący danego dnia”⁹³

Jak z kolei wskazuje Ł. Węgrzynowski w głosie do Wyroku TSUE:

„W głosowanym wyroku Trybunał potwierdził aktualność zasady przejrzystości materialnej umowy konsumenckiej w odniesieniu do umowy kredytu frankowego zawartej przez polskiego konsumenta. Trybunał podkreślił istotne znaczenie deficytu informacyjnego po stronie konsumenta, jako czynnika powodującego zawieranie niekorzystnych umów przez konsumenta. Z tego względu potwierdził konieczność rozszerzającej wykładni kryteriów zasady przejrzystości materialnej umowy konsumenckiej. Trybunał wskazał również na szczególne aspekty zasady przejrzystości materialnej w odniesieniu do umowy kredytu waloryzowanego do waluty obcej. Wynika to stąd, że umowa ta stwarza szczególne ryzyka po stronie niedoinformowanego konsumenta, co wpływa na ostateczny kształt zasady przejrzystości materialnej. Zwraca jednak uwagę, że Trybunał odniósł się tylko do jednego z aspektów zasady przejrzystości materialnej, jak się wydaje, słabiej dostrzeganego w polskiej praktyce orzeczniczej. Wyraźnie bowiem wyłączył zasadność rozważania zasady przejrzystości materialnej w kontekście art. 4 ust. 2 dyrektywy 93/13, natomiast skoncentrował się na analizie zasady przejrzystości materialnej w powiązaniu z art. 5 dyrektywy 93/13 (pkt 37-38 wyroku). Ten kontekst normatywny rodzi określone konsekwencje na płaszczyźnie prawnej. Jak już bowiem wskazano, za pośrednictwem art. 5 dyrektywy 93/13 zasada przejrzystości materialnej przenika na płaszczyznę oceny nieuczciwego charakteru warunku umownego na podstawie art. 3 dyrektywy 93/13. Tym samym, rozważa-

nia Trybunału należy uwzględniać przede wszystkim jako wskazówki interpretacyjne dla oceny, czy dany warunek jest nieuczciwy.

Wyrok Trybunału powinien mieć znaczenie dla praktyki orzeczniczej w sprawach frankowych, przynajmniej z kilku względów:

niewątpliwie potwierdza wadliwość klauzul waloryzacyjnych zawartych w umowach kredytu frankowego, odsyłających do tabel stosowanych przez bank. Wadliwości tej nie wyłącza argument odwołujący się do długiego okresu trwania umowy. (...)⁹⁴ (wyróżnienia własne)

2. Recepcja tez Wyroku TSUE przez polskie sądy

W okresie następującym po Wyroku TSUE zapadł szereg orzeczeń polskich sądów, które bezpośrednio się na niego powoływały, zwykle jako wsparcie dla tezy o nieuczciwym charakterze klauzul przeliczeniowych w umowach kredytu, odwołujących się do tabel kursowych banków. W orzecznictwie (aczkolwiek jest to niestety raczej wyjątek, niż reguła) można również zaobserwować racjonalne i zachowawcze podejście do twierdzeń o automatycznej abuzywności klauzul przeliczeniowych w przypadku braku sprecyzowania metodologii ustalania kursu waluty. Tego rodzaju judykatur również referują do Wyroku TSUE, jednak wyprowadzając z niego innego rodzaju wnioski niż, niestety, przeważająca większość orzecznictwa. Obydwa „trendy” w judykaturze prezentuje poniższa tabela:

⁹⁴ Ł. Węgrzynowski, *Przejrzystość i wykładnia umowy kredytu frankowego z perspektywy dyrektywy 93/13. Glosa do wyroku TS z dnia 18 listopada 2021 r., C-212/20, LEX/el. 2021.*

⁹² Marcin Szymański, wypowiedź dla portalu prawo.pl, J. Ojczyk, TSUE: *Klauzule waloryzacyjne mają być jasne, a sąd nie może ich naprawiać*, <https://www.prawo.pl/biznes/wyrok-tsue-w-sprawie-frankowej-z-18-listopada-c-21220,511820.html>

⁹³ M. Domagalski, *TSUE orzekł korzystnie dla frankowiczów*, <https://www.rp.pl/orzecznictwo/art19113871-tsue-orzekl-korzystnie-dla-frankowiczow>

**Tabela 19.** Orzecznictwo polskich sądów po wyroku TSUE

Orzeczenia a priori przyjmujące nieuczciwość klauzul przeliczeniowych, zapadłe po Wyroku TSUE	Orzeczenia wskazujące na konieczność dalszego zbadania uczciwości postanowienia umownego, nawet jeśli nie jest ono przejrzyste
uchwała Sądu Najwyższego z dnia 28 kwietnia 2022 r., sygn. III CZP 40/22: „Sprzeczne z naturą stosunku prawnego kredytu indeksowanego do waluty obcej są postanowienia, w których kredytodawca jest upoważniony do jednostronnego oznaczenia kursu waluty właściwej do wyliczenia wysokości zobowiązania kredytobiorcy oraz ustalenia wysokości rat kredytu, jeżeli z treści stosunku prawnego nie wynikają obiektywne i weryfikowalne kryteria oznaczenia tego kursu. Postanowienia takie, jeśli spełniają kryteria uznania ich za niedozwolone postanowienia umowne, nie są nieważne, lecz nie wiążą konsumenta w rozumieniu art. 385¹ k.c.” (uzasadnienie uchwały nie jest jeszcze dostępne)	„Także stosowanie przez bank spreadów nie narusza istoty umowy. Stosowanie przez bank dwóch różnych kursów: kursu kupna przy wypłacie kredytu i kursu sprzedaży przy spłacie rat wynikało z postanowień umowy sformułowanych w sposób jednoznaczny. Powodowie wiedzieli, że bank stosuje dwa różne kursy i że różnią się one wysokością. Wynikało to bowiem wprost z umowy. Występowanie dwóch kursów na rynku stanowi powszechną praktykę rynkową i wynika z przyjętej konwencji i mechanizmu funkcjonowania rynku walutowego. W zależności od tego w jakim kierunku zawierana jest transakcja (kupno/sprzedaż waluty) transakcje są zawierane odpowiednio po kursie kupna lub kursie sprzedaży danej pary walutowej. Nie ma żadnego znaczenia dla dopuszczalności stosowania dwóch różnych kursów w rozliczeniach z powodami okoliczność, że pomiędzy powodami a pozwanym nie dochodziło do transakcji walutowych. Pozwany chcąc udzielić powodowi kredytu w CHF musiał nabyć walutę CHF by mieć pokrycie tego zobowiązania. Stąd kurs kupna. Z kolei powodowie chcąc nabyć CHF by spłacić ratę musieli ją zakupić. Stąd kurs sprzedaży. (...) W wyroku z dnia 18 listopada 2021 r. C-212/20 Trybunał Sprawiedliwości jednoznacznie wskazał, że przestrzeganie przez kredytodawcę wymogu przejrzystości, o którym mowa w art. 5 dyrektywy 93/13 należy oceniać w świetle informacji, którymi ten przedsiębiorca dysponował w chwili zawierania umowy z konsumentem (postanowienie z dnia 3 marca 2021 r., I. B., C-13/19). Kredytodawca w chwili zawierania umowy nie może z przyczyn obiektywnych przewidzieć zmiany obciążenia finansowego jakie może pociągnąć za sobą mechanizm indeksacji przewidziany w umowie. Zaciąganie zobowiązań wyrażonych w obcej walucie w celu skorzystania z mającej do nich zastosowanie korzystniejszej dla kredytobiorcy stawki oprocentowania jest związane z ponoszeniem ryzyka kursowego, czego każda osoba powinna mieć świadomość, przy zachowaniu elementarnej staranności. Powodowie zaciągając kredyt na 21 lat musieli być świadomi braku stabilności waluty i nieprzewidywalności wahań kursów w tak długim okresie czasu. Nieznajomość zasad tworzenia tabel kursowych banku nie stanowiła przeszkody w ustaleniu wysokości zobowiązania kredytobiorców w sytuacji, gdy mogli bez większego problemu ustalić wysokość tego kursu w tabeli kursowej banku zarówno w chwili wydawania dyspozycji uruchomienia kredytu jak i uruchamiania kredytu. Wykonanie prostego działania matematycznego pozwalało kredytobiorcom na określenie wysokości salda zadłużenia w walucie obcej w chwili wydawania dyspozycji uruchomienia kredytu, jak również w dniu uruchamiania kredytu po ustaleniu tego dnia w banku i ocenę opłacalności tej transakcji. W przypadku uznania, że kurs jest niekorzystny, kredytobiorcy mogli cofnąć dyspozycję uruchomienia kredytu. Przepisy umowy i Regulaminu nie wyłączały odwołalności dyspozycji wypłaty kredytu. Brak jest zatem podstaw do stwierdzenia, że zastosowanie przez bank własnego kursu do wypłaty kredytu rażąco naruszało interesy powodów. Choć bowiem powodowie nie znali mechanizmu ustalenia przez bank kursu kupna mogli ustalić tę wartość bez większych trudności. Samo ustalanie przez bank kursów walut nie prowadzi jeszcze do znaczącego naruszenia interesów konsumenta, tym bardziej w sytuacji gdy bankowi nie można przypisać złej woli w tym zakresie. Banki były i są uprawnione do ustalania własnych tabel kursowych, a w okresie zawierania umowy żaden przepis prawa rangi ustawy czy rozporządzenia nie nakładał na banki obowiązku wskazywania metody ustalania kursów banku. Przepis art. 111 ust. 1 pkt 4 Prawa bankowego zobowiązywał jedynie banki do ogłaszania w miejscu wykonywania czynności w sposób ogólnie dostępny stosowanych kursów walut. Działalność banków podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Banki pełnią funkcję dealera rynku walut i to w oparciu o kursy banków pełniących funkcję dealera rynku Narodowy Bank Polski ustala średni kurs NBP. Banki natomiast ustalają kursy walut w oparciu o globalne wskaźniki rynkowe. Zauważyć należy, że także Trybunał Sprawiedliwości w wyroku z dnia 18 listopada 2021 r. C-212/20 w pkt 65 wskazał, że w przypadku braku podstaw przypisania bankowi złej wiary przy tworzeniu tabel kursowych walut, na sądzie krajowym spoczywa obowiązek ustalenia czy istnieje znaczna nierównowaga wynikających z umowy praw i obowiązków stron ze szkodą dla konsumenta. W ocenie Sądu taka równowaga na etapie ustalania salda kredytu w walucie obcej nie istnieje.”⁹⁵

95 Wyrok SO w Warszawie z 23.02.2022 r., XXV C 411/20, LEX nr 3329503.

„Wyjaśniano zatem już w judykaturze, że postanowienia zawierające uprawnienie banku do przeliczania sumy wykorzystanego przez kredytobiorcę kredytu do waluty obcej (klauzulę tzw. spreadu walutowego) odsyłając do tabel ustalanych jednostronnie przez bank (przedsiębiorcę) traktowane być powinny jako kształtujące sytuację konsumenta w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami i zarazem rażąco naruszające jego interesy. Jako takie klauzule zatem muszą być uznane za niedozwolone (abuzywne) w rozumieniu art. 385(1) k.c. (...)”

W prezentowanych wyżej wypowiedziach judykatury wyjaśniano zaś wielokrotnie, że dokonując oceny abuzywności postanowienia spadowego jako określającego główny przedmiot umowy określać należy, czy konsument na podstawie jego treści mógł oszacować kwotę, którą będzie musiał świadczyć w przyszłości (vide zwłaszcza wywody zawarte w uzasadnieniu wyroku Sądu Najwyższego z dnia 7 listopada 2019 r., IV CSK 13/19, LEX nr 2741776). Zwrócić należy również uwagę na treść wyroku Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości z dnia 18 listopada 2021 r. w sprawie C-212/20, w którym wprost wskazano, że artykuł 5 dyrektywy Rady 93/13/EWG z dnia 5 kwietnia 1993 r. w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich należy interpretować w ten sposób, że treść klauzuli umowy kredytu zawartej między przedsiębiorcą a konsumentem ustalającej cenę zakupu i sprzedaży waluty obcej, do której kredyt jest indeksowany, powinna, na podstawie jasnych i zrozumiałych kryteriów, umożliwić właściwie poinformowanemu oraz dostatecznie uważnemu i racjonalnemu konsumentowi zrozumienie sposobu ustalania kursu wymiany waluty obcej stosowanego w celu obliczenia kwoty rat kredytu, w taki sposób, aby konsument miał możliwość w każdej chwili samodzielnie ustalić kurs wymiany stosowany przez przedsiębiorcę.

Nie ulega wątpliwości to, że w realiach niniejszej sprawy takie oszacowanie nie było możliwe. Z powyższych przyczyn tzw. klauzula spadowa w kształcie przyjętym w niniejszej sprawie, a więc pozwalająca bankowi na przeliczanie świadczenia przy uwzględnieniu kursu ustalonego jednostronnie przez przedsiębiorcę w dacie wymagalności świadczenia (odesłanie do tabeli kursów ustalonej przez kredytodawcę bez udziału konsumenta na podstawie kryteriów niesprecyzowanych dostatecznie w treści umowy) musi być kwalifikowana jako abuzywna.⁹⁶

„Co istotne, postanowienia umowy kredytu, które uprawniają bank do jednostronnego ustalenia kursów walut nie są transparentne i pozostawiają pole do arbitralnego działania banku. W ten sposób obarczają kredytobiorcę nieprzewidywalnym ryzykiem oraz naruszają równorzędność stron⁹⁸”

„Postanowienia umowy kredytu, które uprawniają bank do jednostronnego ustalenia kursów walut, są nietransparentne i pozostawiają pole do arbitralnego działania banku. W ten sposób obarczają kredytobiorcę nieprzewidywalnym ryzykiem oraz naruszają równorzędność stron¹⁰⁰”

„W tym kontekście należy stwierdzić, że ocena dokonana przez organ w zaskarżonej decyzji nie odpowiadała warunkom wynikającym z dyrektywy. Organ skupił się bowiem tylko na postanowieniach samego aneksu, abstrahując zupełnie od ich znaczenia dla sytuacji konsumenta w kontekście pozostałych postanowień umownych, regulujących całościowo sytuację prawną konsumenta. I o ile należy zgodzić się z organem, że treść klauzuli umowy kredytu zawartej między przedsiębiorcą a konsumentem, ustalającej cenę zakupu i sprzedaży waluty obcej, do której kredyt jest indeksowany, powinna, na podstawie jasnych i zrozumiałych kryteriów, umożliwić właściwie poinformowanemu oraz dostatecznie uważnemu i racjonalnemu konsumentowi zrozumienie sposobu ustalania kursu wymiany waluty obcej stosowanego w celu obliczenia kwoty rat kredytu, w taki sposób, aby konsument miał możliwość w każdej chwili samodzielnie ustalić kurs wymiany stosowany przez przedsiębiorcę (tak też TSUE w wyroku z 18 listopada 2021 r., w sprawie C-212/20), to jednak na tej tylko podstawie nie sposób ocenić, czy postanowienie to rażąco naruszało interesy konsumenta. Należy bowiem rozważyć – w kontekście pozostałych postanowień regulujących ten stosunek umowny, w tym postanowienia, na które powoływał się powód, że konsumenci posiadali od 2005 r. uprawnienie do nabywania waluty kredytu na rynku walutowym i dokonywania spłaty kredytu w tej walucie – czy postanowienie oceniane przez organ rażąco naruszało interesy konsumenta. O ile bowiem postanowienia zawarte w inkryminowanych aneksach nie musiały znajdować zastosowania do ustalaniu kursu waluty na potrzeby spłaty raty kredytu przez konsumenta, gdyż kredytobiorca posiadał alternatywną możliwość zakupu waluty obcej na spłatę kredytu na rynku konkurencyjnym, to w ocenie Sądu nie można wykluczyć, że postanowienia aneksu w kontekście całościowej treści umowy nie prowadziły do naruszeniu interesów konsumentów w stopniu rażącym. Rażące naruszenie interesów konsumenta oznacza bowiem nieusprawiedliwioną dysproporcję, na niekorzyść konsumenta praw i obowiązków wynikających z umowy, skutkujące niekorzystnym ukształtowaniem jego sytuacji ekonomicznej oraz jego nierzetelne traktowanie. Postanowienie umowne musi poważnie, znacząco odbiegać od sprawiedliwego wyważenia praw i obowiązków stron w określonym stosunku obligacyjnym, aby mogło być uznane za abuzywnie. Konieczne jest więc zawsze dokonywanie całościowej oceny postanowień wzorców umowy, w celu zbadania czy ogół praw i obowiązków stron ma wyważony charakter, czy też zróżnicowanie tych praw wskazuje na rażące naruszenie interesów konsumentów.⁹⁷”

„Zauważyć należy, że także Trybunał Sprawiedliwości w wyroku z dnia 18 listopada 2021 r. C-212/20 w pkt 65 wskazał, że w przypadku braku podstaw przypisania bankowi złej wiary przy tworzeniu tabel kursowych walut, na sądzie krajowym spoczywa obowiązek ustalenia czy istnieje znaczna nierównowaga wynikających z umowy praw i obowiązków stron ze szkodą dla konsumenta. W ocenie Sądu taka równowaga nie istnieje z przyczyn wskazanych wyżej.⁹⁹”

„Banki pełnią funkcję dealera rynku walut i to w oparciu o kursy banków pełniących funkcję dealera rynku Narodowy Bank Polski ustala średni kurs NBP. Kursy ustalone przez banki są kursami rynkowymi, podobnie jak kursy ustalone w kantorach.¹⁰¹”

96 Wyrok SA w Szczecinie z 8.02.2022 r., I ACa 808/21, LEX nr 3335061.

97 Wyrok SOKIK w Warszawie z 31.03.2022 r., XVII AmA 7/21, LEX nr 3341551.

98 Wyrok SA w Warszawie z 17.01.2022 r., I ACa 817/21, LEX nr 3335092.

99 Wyrok SO w Warszawie z 24.01.2022 r., XXV C 2262/20, LEX nr 3330166.

100 Wyrok SA w Warszawie z 3.01.2022 r., I ACa 639/21, LEX nr 3335090.

101 Wyrok SO w Warszawie z 27.01.2022 r., XXV C 2014/20, LEX nr 3329514.

„Należy podkreślić, że umowa kredytu nie przewidywała żadnych ograniczeń w określaniu przez bank kursów franka szwajcarskiego w tabeli. Z umowy nie wynikało, że kurs z tabeli banku ma być rynkowy, sprawiedliwy, czy rozsądny. Przepisy prawa także nie nakładały na bank jakichkolwiek ograniczeń w tym zakresie mierze. Prawo nie zakazywało kredytodawcy tworzenia dowolnej ilości tabel kursów walut obcych i zamieszczania w nich kursów uznanych za właściwe przez bank. Z umowy nie wynikało również, aby kurs waluty wpisywany do tabeli kursów obowiązującej w pozwanym banku w dniu przeliczania całej kwoty kredytu na CHF, a następnie w dniu spłaty każdej kolejnej raty, musiał przybrać wartość rynkową albo jakąkolwiek wartość możliwą do ustalenia i przewidzenia przez drugą stronę umowy. Umowa i regulamin nie przewidywały żadnych kryteriów, wedle których miałby być ustalony kurs w tabeli. Żadne ograniczenia swobody kształtowania kursu nie wynikały z umowy, zatem stosowanie jakichkolwiek praktyk w określaniu kursu waluty było swobodną decyzją pozwanego jako kredytodawcy i w każdej chwili mogło być dowolnie zmienione. Wszystkie ww. okoliczności powodują, że zastosowana przez bank konstrukcja mechanizmu waloryzacyjnego, choć prawnie dopuszczalna w tych konkretnie okolicznościach rażąco naruszała interesy kredytobiorców.”¹⁰²

„Podkreślić należy, że stosownie do art. 385(2) k.c. oceny zgodności postanowienia umowy z dobrymi obyczajami dokonuje się według stanu z chwili zawarcia umowy, biorąc pod uwagę jej treść, okoliczności zawarcia oraz uwzględniając umowy pozostające w związku z umową obejmującą postanowienie będące przedmiotem oceny. Ponadto zgodnie z brzmieniem art. 4 dyrektywy, nadanym sprostowaniem z 13 października 2016 r. (Dz.Urz. UE. L z 2016 r. Nr 276, poz. 17), nieuczciwy charakter warunków umowy jest określany z uwzględnieniem rodzaju towarów lub usług, których umowa dotyczy i z odniesieniem, w momencie zawarcia umowy, do wszelkich okoliczności związanych z zawarciem umowy oraz do innych warunków tej umowy lub innej umowy, od której ta jest zależna. W rezultacie przy dokonywaniu oceny niedozwolonego charakteru określonego postanowienia umownego, w tym także oceny indywidualnej, nie ma żadnego znaczenia, w jaki sposób umowa była wykonywana przez strony. W szczególności nie ma znaczenia, czy przedsiębiorca rzeczywiście korzystał z możliwości, jakie wynikają dla niego z określonego brzmienia postanowień umownych. Istotne jest jedynie, że nie było żadnych przeszkód, aby z takich uprawnień, mogących naruszać interesy konsumenta, mógł skorzystać. Postanowienie umowne ma niedozwolony charakter nie dlatego, że jest w niewłaściwy sposób wykorzystywane przez przedsiębiorcę – tym bardziej, że jest to okoliczność, która w toku wykonywania umowy może się zmieniać. To samo postanowienie nie może być abuzywne bądź tracić taki charakter jedynie w wyniku przyjęcia przez jedną ze stron umowy określonego sposobu jej wykonania, korzystania bądź niekorzystania z wynikających z niego uprawnień. Postanowienie jest niedozwolone, jeśli daje kontrahentowi konsumenta możliwość działania w sposób rażąco naruszający interesy konsumenta. Jak wynika zatem z powyższego nie każde naruszenie interesów konsumenta sprawia, że dana klauzula nabiera charakteru niedozwolonej klauzuli umownej. Naruszenie takie, aby mogło wywołać skutek wskazany w art. 385(1) k.c. musi mieć charakter kwalifikowany – rażący (zob. wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 4 października 2018 r., VI ACa 618/18). Dokonując oceny, czy poprzez wprowadzenie klauzuli zawartej w § 2 umowy w brzmieniu pierwotnym i po aneksie nr 1 w zakresie dotyczącym przeliczenia kwoty kredytu w CHF na PLN i w § 10 ust. 3 umowy dotyczącej przeliczenia raty kredytu z CHF na PLN doszło do rażącego naruszenia interesów konsumenta należy odwołać się do treści łączącej strony umowy kredytu hipotecznego. Kredyt ten miał charakter kredytu walutowego – został udzielony w walucie obcej i miał być spłacany w tej walucie. Wpłata i spłata kredytu w PLN miała charakter opcjonalny. Przeliczenia po obowiązującym w banku w dniu płatności kursie kupna lub sprzedaży CHF miały miejsce wyłącznie, gdy kredytobiorca złożył wniosek o uruchomienie kredytu na rachunek prowadzony w złotych polskich oraz gdy zdecydował się na spłatę kredytu w złotych polskich. Jednocześnie z treści § 7 ust. 2 Regulaminu i § 17 ust. 5 Regulaminu wynika, że kredytobiorca ma możliwość złożenia dyspozycji uruchomienia kredytu w walucie kredytu (CHF) na rachunek prowadzony w tej walucie oraz dokonywania spłat bezpośrednio w walucie kredytu, a w konsekwencji uniknąć potrzeby dokonywania przeliczeń walutowych. Powodowie zapoznali się z treścią Regulaminu, co potwierdzili własnoręcznym podpisem. Uruchomienie kredytu w PLN nastąpiło wyłącznie ze względów praktycznych na żądanie powodów. Także z woli kredytobiorców spłata kredytu odbywała się w złotych polskich. Jeżeli zatem w ocenie strony powodowej stosowany przez bank mechanizm przewalutowania był dla niej niekorzystny, mogła ustalić wypłatę kredytu bezpośrednio w CHF i sprzedać ją dowolnie na rynku, by uregulować swoje zobowiązania z zawartej umowy sprzedaży, a raty kredytu od samego początku spłacać w CHF. Nieskorzystanie przez kredytobiorców z tej możliwości, stwarza domniemanie, że w momencie zawierania umowy i jej wykonywania akceptowali to rozwiązanie. Powodowie, mając wybór, skorzystali z opcji wypłaty kredytu w złotych polskich i w tej walucie dokonywali spłaty. W sytuacji, gdy to od decyzji kredytobiorcy zależy, w jakiej walucie zostanie wypłacony kredyt i w jakiej walucie odbywać będzie się jego spłata, oraz gdy kredytobiorca mógł uniknąć przewalutowania (i dodatkowych kosztów z tym związanych), które następowało tylko w ściśle określonych sytuacjach przewidzianych w umowie, nie sposób uznać, by kwestionowane przez stronę powodową postanowienia umowy były nieuczciwe – sprzeczne z dobrymi obyczajami, by rażąco naruszały interesy powodów jako konsumentów, a w konsekwencji by stanowiły niedozwolone postanowienia umowne w rozumieniu art. 385(1) § 1 k.c. (takie stanowisko wyraził również Sąd Apelacyjny w Warszawie w wyroku z 9 lipca 2019 r., VI ACa 150/19, LEX nr 2773331). Istotne jest również, że w tamtym okresie czasu żaden przepis prawa rangi ustawy czy rozporządzenia nie nakładał na banki obowiązku wskazywania metody ustalania kursów banku. Brak jest również podstaw do przypisania bankowi złej wiary przy tworzeniu tabel kursów banku. Zauważyć należy, że także Trybunał Sprawiedliwości w wyroku z dnia 18 listopada 2021 r. C-212/20 w pkt 65 wskazał, że w przypadku braku podstaw przypisania bankowi złej wiary przy tworzeniu tabel kursowych walut, na sądzie krajowym spoczywa obowiązek ustalenia czy istnieje znacząca nierównowaga wynikających z umowy praw i obowiązków stron ze szkodą dla konsumenta. W ocenie Sądu taka równowaga nie istnieje z przyczyn wskazanych wyżej. Powodowie mieli wybór i nie byli obowiązani do korzystania z kursów walut pozwanego banku. W tej sytuacji brak jest podstaw do uznania powyższych postanowień za abuzywne.”¹⁰³

102 Wyrok SO w Sieradzu z 29.03.2022 r., I C 213/21, LEX nr 3334646.

103 Wyrok SO w Warszawie z 19.01.2022 r., XXV C 3062/19, LEX nr 3322575.

„Bezskuteczne jest powoływanie się przez pozwanego na zeznania świadków co do rzeczywistego sposobu ustalania kursu CHF. Zeznania świadków mogłyby jedynie dowodzić tego, czy i w jaki sposób pozwany wykorzystywał zawarty w umowie nietransparentny mechanizm wyznaczania kursu, co jednak pozostaje bez znaczenia w niniejszej sprawie”¹⁰⁴

„Jednocześnie uprawnienie banku do ustalania kursu kupna i sprzedaży waluty CHF, do której indeksowany jest kredyt, nie było nieograniczone, bowiem w „oświadczeniu o ryzyku walutowym i ryzyku stopy procentowej”, stanowiącym załącznik do umowy kredytu, zastrzeżono możliwe odchylenia od stosowanego przez bank kursu kupna i sprzedaży do 5% od kursu rynkowego wymiany walut. Nie sprecyzowano tu co prawda pojęcia „kursu rynkowego wymiany walut”, jednak obiektywnie możliwe jest określenie kursu rynkowego, czy to na podstawie kursów walut stosowanych na tzw. rynku międzybankowym, czy na podstawie kursów ogłaszanych przez Narodowy Bank Polski w oparciu o kursy z rynku międzybankowego. Możliwa była zatem weryfikacja czy kursy stosowane przez pozwanego bank (i jego poprzednika prawnego) nie przekraczały wyznaczonego w powyższym dokumencie limitu 5% od kursu rynkowego. W wyroku z dnia 18 listopada 2021 r. w sprawie C-212/20 Trybunał Sprawiedliwości wskazał, że treść klauzuli umowy kredytu zawartej między przedsiębiorcą a konsumentem ustalającej cenę zakupu i sprzedaży waluty obcej, do której kredyt jest indeksowany, powinna, na podstawie jasnych i zrozumiałych kryteriów, umożliwić właściwie poinformowanemu oraz dostatecznie uważnemu i racjonalnemu konsumentowi zrozumienie sposobu ustalania kursu wymiany waluty obcej stosowanego w celu obliczenia kwoty rat kredytu, w taki sposób, aby konsument miał możliwość w każdej chwili samodzielnie ustalić kurs wymiany stosowany przez przedsiębiorcę. W ocenie Sądu taka sytuacja ma miejsce w niniejszej sprawie, a spełnienia warunku przejrzystości kształtowania kursu waluty nie podważa widełkowe określenie limitu odchylenia od kursu rynkowego. Biorąc pod uwagę długoletni okres obowiązywania umowy z przyczyn obiektywnych nie jest bowiem możliwe ustalenie sztywnych odchyleń od kursu rynkowego. Każde natomiast odchylenie, które jest niższe od 5% jest korzystne dla konsumenta i nie narusza jego interesów. Reasumując, w analizowanym przypadku brak jest podstaw do uznania, żeby zastrzeżone w umowie uprawnienie banku do ustalania kursów wymiany waluty indeksacyjnej było niczym nieograniczone, a w konsekwencji by wykraczało poza zasadę swobody umów wyrażoną w art. 353(1) k.c., tj. by naruszało naturę zobowiązania umownego, bezwzględnie obowiązujące przepisy ustawowe lub zasady współżycia społecznego.”¹⁰⁵

„Stanowisko to Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej podtrzymał także w późniejszym orzecznictwie. W jednym z najnowszych wyroków (z dnia 18 listopada 2021, w sprawie sygn. C-212/20) stwierdził, że art. 5 dyrektywy 93/13 w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich należy interpretować w ten sposób, że treść klauzuli umowy kredytu zawartej między przedsiębiorcą a konsumentem ustalającej cenę zakupu i sprzedaży waluty obcej, do której kredyt jest indeksowany, powinna, na podstawie jasnych i zrozumiałych kryteriów, umożliwić właściwie poinformowanemu oraz dostatecznie uważnemu i racjonalnemu konsumentowi zrozumienie sposobu ustalania kursu wymiany waluty obcej stosowanego w celu obliczenia kwoty rat kredytu, w taki sposób, aby konsument miał możliwość w każdej chwili samodzielnie ustalić kurs wymiany stosowany przez przedsiębiorcę (por. pkt 55 oraz pkt 1 sentencji). Oznacza to zaś, że postanowienia dotyczące indeksacji zamieszczone w umowie kredytu muszą określać zrozumiałą i obiektywną metodę ustalania kursu waluty tak, aby na jej podstawie konsument mógł samodzielnie określić kurs waluty obowiązujący danego dnia.”¹⁰⁶

„Mając jednakże na uwadze, że odesłanie do kursów z tabel banku jest odesłaniem do tabel, które pozwany bank stosuje również wobec innych klientów, brak jest podstaw do uznania, że zapisy odsyłające do tabel banku, przesadzają o bezwzględnej nieważności umowy. W tym zakresie, zdaniem Sądu Apelacyjnego, można posłużyć się analogią do uregulowań odnoszących się do określania ceny w umowie sprzedaży. Otóż, w myśl art. 536 § 1 k.c. cenę można określić przez wskazanie podstaw do jej ustalenia. Jak wskazuje się w doktrynie, szeroka formuła art. 536 § 1 k.c. pozwala stwierdzić – przez porównanie do art. 296 § 1 k.z. – że ustawodawca ujmuje podstawy do ustalenia ceny szeroko. Podstawy do ustalenia ceny mogą być określone różnie. Pozostawienie oznaczenia świadczenia osobie trzeciej, czy jednej ze stron stosunku zobowiązaniowego, pojawia się zarówno w rozwiązaniach międzynarodowych (por. R. Trzaskowski „Kodeks cywilny. Komentarz. Tom IV. Zobowiązania. Część szczegółowa”, wyd. II WKP 2017), jak i uznawane jest w prawie polskim, np. dla ustalenia ceny sprzedaży w art. 536 § 1 k.c. bądź w innych stosunkach – w granicach zakreślonych art. 353(1) k.c. Analiza art. 3851-3853 k.c. może wskazywać na dopuszczalność takiej konstrukcji również w relacjach z konsumentami. Skłania to do wniosku, że sięgnięciu przez strony do tabeli kursów banku, która miała charakter ogólny i regulowała stosunki danego rodzaju, analogicznie jak w przypadku cenników powszechnie stosowanych przez przedsiębiorców w relacjach z kontrahentami, którym co do zasady nie sprzeciwiały się bezwzględnie obowiązujące przepisy prawa, nie są sprzeczne z naturą stosunków umownych.”¹⁰⁷

„Takiej możliwości nie stwarzały powodom dotyczące denominacji postanowienia umowy kredytu zawartej przez strony, gdyż nie określały sposobu ustalania wielkości kursów w tabelach bankowych i ostatecznie pozostawiały kredytodawcy skonkretyzowanie warunków waloryzacji. Miały one zatem charakter postanowień niedozwolonych, bowiem uprawniały jedną stronę kontraktu – przedsiębiorcę do kształtowania w trakcie realizacji umowy zobowiązań kredytobiorców, na co ci nie mieli wpływu i nie znali konkretnych zasad ustalania mierników waloryzacji.”¹⁰⁸

104 Wyrok SA w Warszawie z 3.02.2022 r., I ACa 536/21, LEX nr 3318092.

105 Wyrok SO w Warszawie z 19.01.2022 r., XXV C 2411/18, LEX nr 3329532.

106 Wyrok SA w Białymstoku z 31.01.2022 r., I ACa 432/21, LEX nr 3319856.

107 Wyrok SA w Warszawie z 25.11.2021 r., I ACa 266/18, LEX nr 3305767.

108 Wyrok SA w Katowicach z 4.02.2022 r., I ACa 126/20, LEX nr 3330075.

3. Odwołania do tabel kursowych banków w orzecznictwie sądów w okresie poprzedzającym Wyrok TSUE

Dla porządku należy wskazać, że w polskiej judykaturze jeszcze przed Wyrokiem TSUE zarysowała się linia orzecznicza automatycznie kwalifikująca postanowienia umów kredytu indeksowanego lub denominowanego zawartych z konsumentami, dotyczące przeliczania kursu walut w oparciu o tabele kursowe banku, jako klauzule nieuczciwe. Taki pogląd pojawiał się m.in. w orzecznictwie Sądu Najwyższego (zob. orzecznictwo przedstawione w Aneksie 2 do niniejszego opracowania). Nie jest zatem tak, że to dopiero Wyrok TSUE (a przynajmniej jego przytoczona powyżej – jak zostanie poniżej wykazane – błędna interpretacja) jest w tym kontekście przełomowy. Część polskich sądów już od dawna bowiem popiera tezę, że zawarte w umowach kredytów odwołania do tabel kursowych dają kredytodawcom niczym nieskrępowane prawo jednostronnego decydowania o wysokości zobowiązania kredytobiorców, co przesądza o ich abuzywnym charakterze.

Jak jednak zostało wykazane w Części pierwszej, teza o możliwości arbitralnego ustalania kursów walut przez banki została w całości sfalsyfikowana. Rozproszony i niezwykle transparentny charakter rynku walutowego, a także rola arbitrażu walutowego w rzeczywistości eliminuje tutaj jakąkolwiek dowolność. Każdy kurs walutowy oferowany przez uczestnika rynku (w tym również przez bank) będzie kursem rynkowym. Różnice między poszczególnymi kursami oferowanymi na rynku (w szczególności na rynku międzybankowym) są nieistotne i bardzo do siebie zbliżone. Nie zmienia tego fakt występowania spreadu walutowego, który w praktyce jest narzędziem zabezpieczającym instytucję oferującą kupno / sprzedaż waluty przed wahaniami kursu następującymi już po ogłoszeniu wiążącej tę instytucję tabeli kursowej na dany dzień (choć nie zawsze skutecznie), a także odzwierciedla koszty ponoszone przez tę instytucję, jak również godziwy zysk.

W każdym przypadku wieloletnie analizy kursów oferowanych przez banki w relacji do kursów NBP (przedstawione w Części pierwszej opracowania) pokazują, że różnice mają marginalny charakter – zresztą kursu NBP nie można stawiać w opozycji do kursów bankowych jako kursu „rynkowego”, bowiem ma on zupełnie inną funkcję.

Analiza przeprowadzona w Części pierwszej dowio-

dła również, że niewykonalnym jest wyposażenie klientów banków w możliwość ustalenia / kontroli kursu stosowanego przez bank. Nawet gdyby było technicznie możliwe wyposażenie konsumenta w dostęp do odpowiednich aplikacji oraz gdyby konsument posiadał odpowiednią wiedzę w tym zakresie, to i tak – biorąc pod uwagę, że kursy walut na rynku międzybankowym przestają być aktualne już po kilku milisekundach – nie spełniłoby to oczekiwań wskazywanych w niektórych wyrokach sądowych. Co za tym idzie uzależnianie oceny uczciwości postanowienia umownego od tego, czy bank zaoferował w nim kredytobiorcy możliwość samodzielnego ustalenia kursu, wydaje się być sprzeczne z zasadami logiki i tak na pierwszy rzut oka należałoby ocenić Wyrok TSUE.

Czy jednak rzeczywiście Wyrok TSUE tezę taką afirmuje?

4. Znaczenie odesłania prejudycjalnego. Rola TSUE.

Przed przejściem do szczegółowych rozważań konieczne jest poczynienie kilku uwag na temat znaczenia orzecznictwa TSUE. W szczególności, kwestia prawotwórczej mocy wyroków TSUE pozostaje w doktrynie sporna. Według części autorów TSUE nie kreuje prawa unijnego, lecz jedynie je „odkrywa”, dekoduje z przepisów prawa pierwotnego i wtórnego, a także z meta-zasad ogólnych prawa UE. Nie zmienia to faktu, że właśnie na przykładzie wykładni dyrektywy 93/13 w relacji do kredytów CHF można zaobserwować gwałtowną ewolucję (podniesienie „poprzeczki”) standardów oceny uczciwości postanowień umów do poziomu kompletnie nieznanego jeszcze kilka, a tym bardziej kilkanaście lat temu. Oczywiście można zaklinać rzeczywistość i twierdzić, że to wciąż jedynie „dekodowanie już wówczas obowiązującego, tylko niedostrzeganego, standardu”, ale przeczy temu założeniu praktyka prawna i gospodarcza sprzed 2008 roku. Można więc stawiać tezę, że mamy do czynienia w rzeczywistości z narzucaniem wstecznego działania standardów oceny, co sugerowałoby, że wykładnia zawarta w Wyroku TSUE powinna raczej znaleźć zastosowanie do umów zawieranych w przyszłości (choć jest to ocena kontrowersyjna w kontekście m.in. wyroku TSUE z dnia 21 grudnia 2016 r. w sprawach połączonych C-154/15, C-307/15 i C-308/15 w sprawach *Francisco Gutiérrez Naranjo przeciwko Cajasur Banco SAU* (C-154/15), *Ana María Palacios Martínez przeciwko Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA (BBVA)* (C-307/15), *Banco Popular Español, SA przeciwko Emiliowi Irlowskiemu Lópezowi, Teresie Torres*

Andreu (C-308/15), a więc raczej nie należy spodziewać się, że zyska uznanie).

5. Wymóg przejrzystości warunku umownego w kontekście klauzuli ryzyka kursowego. Uwagi ogólne na temat wymogu przejrzystości.

Przed wydaniem Wyroku TSUE nie wypowiadał się szczegółowo na temat tego, jak powinna być skonstruowana klauzula umowna określająca mechanizm przeliczenia kapitału kredytu lub rat kredytu z waluty krajowej na obcą (lub odwrotnie). **Należy jednak pamiętać, że w orzecznictwie TSUE odróżnia się klauzulę ryzyka kursowego (tj. zasadę umowy kredytu indeksowanego / denominowanego, zgodnie z którą ryzyko związane ze zmianą kursu waluty kredytu obciąża kredytobiorcę) od klauzuli wymiany, która dotyczy określenia zasad przeliczania kapitału i rat kredytu pomiędzy walutą kredytu a walutą krajową.**

Tym samym odróżnić od siebie należy kwestię przejrzystości klauzuli wymiany od zagadnienia przejrzystości klauzuli ryzyka kursowego.

TSUE do tej pory wypowiadał się przede wszystkim na temat przejrzystości klauzuli ryzyka kursowego, m.in. w wyroku z dnia 10 czerwca 2021 r., *BNP Paribas Personal Finance*, od C776/19 do C782/19:

*„Wykładni art. 4 ust. 2 dyrektywy 93/13 w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich należy dokonywać w ten sposób, że w ramach umowy kredytu denominowanego w walucie obcej **wymóg przejrzystości warunków tej umowy, przewidujących, że waluta obca jest walutą rozliczeniową i że euro jest walutą spłaty, oraz powodujących skutek w postaci ponoszenia ryzyka kursowego przez kredytobiorcę, jest spełniony, jeżeli przedsiębiorca dostarczył konsumentowi wystarczających i dokładnych informacji pozwalających na to, aby przeciętny konsument właściwie poinformowany oraz dostatecznie uważny i rozsądny był w stanie zrozumieć konkretne działanie przedmiotowego mechanizmu finansowego i oszacować w ten sposób, w oparciu o jednoznaczne i zrozumiałe kryteria, konsekwencje ekonomiczne – potencjalnie istotne – takich warunków dla swoich zobowiązań finansowych w całym okresie obowiązywania tej umowy. (...)***

Wykładni art. 3 ust. 1 dyrektywy 93/13 w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich

*należy dokonywać w ten sposób, że **warunki umowy kredytu, przewidujące, iż waluta obca jest walutą rozliczeniową, a euro jest walutą spłaty, i powodujące skutek w postaci ponoszenia nieograniczonego ryzyka kursowego przez kredytobiorcę, mogą doprowadzić do powstania znaczącej nierównowagi wynikających z tej umowy kredytu praw i obowiązków stron ze szkodą dla konsumenta, jeśli przedsiębiorca nie mógł racjonalnie oczekiwać, przestrzegając wymogu przejrzystości w stosunku do konsumenta, iż ten konsument zaakceptowałby, w następstwie indywidualnych negocjacji, nieproporcjonalne ryzyko kursowe, które wynika z takich warunków.***¹⁰⁹

„Artykuł 4 ust. 2 dyrektywy 93/13 należy interpretować w ten sposób, że wymóg wyrażenia warunku umownego prostym i zrozumiałym językiem oznacza, że w wypadku umów kredytowych instytucje finansowe muszą zapewnić kredytobiorcom informacje wystarczające do podjęcia przez nich świadomych i rozważnych decyzji. W tym względzie wymóg ów oznacza, że warunek dotyczący spłaty kredytu w tej samej walucie obcej co waluta, w której kredyt został zaciągnięty, musi zostać zrozumiany przez konsumenta zarówno w aspekcie formalnym i gramatycznym, jak i w odniesieniu do jego konkretnego zakresu, tak aby właściwie poinformowany oraz dostatecznie uważny i rozsądny przeciętny konsument mógł nie tylko dowiedzieć się o możliwości wzrostu lub spadku wartości waluty obcej, w której kredyt został zaciągnięty, ale również oszacować – potencjalnie istotne – konsekwencje ekonomiczne takiego warunku dla swoich zobowiązań finansowych. Do sądu krajowego należy dokonanie niezbędnych ustaleń w tym zakresie.

Jak zaznaczył rzecznik generalny w pkt 66 i 67 opinii, po pierwsze, kredytobiorca musi zostać jasno poinformowany, że podpisując umowę kredytu denominowaną w obcej walucie, ponosi pewne ryzyko kursowe, które z ekonomicznego punktu widzenia może okazać się dla niego trudne do udźwignięcia w przypadku dewaluacji waluty, w której otrzymuje wynagrodzenie. Po drugie, przedsiębiorca, w niniejszym przypadku bank, musi przedstawić ewentualne wahania kursów wymiany i ryzyko wiążące się z zaciągnięciem kredytu w walucie obcej, zwłaszcza w przypadku, gdy konsument będący kredytobiorcą nie uzyskuje dochodów w tej walucie. Do sądu odsyłającego należy zatem ustale-

¹⁰⁹ Wyrok TSUE z 10.06.2021 r., C-776/19, VB i in. przeciwko BNP Paribas Personal Finance SA i Procureur de la République, LEX nr 3183143, pkt 60 i 103.

nie, czy przedsiębiorca przedstawił zainteresowanym konsumentom wszelkie istotne informacje pozwalające im ocenić, jakie konsekwencje ekonomiczne ma dla ich zobowiązań finansowych warunek taki jak ów rozpatrywany w postępowaniu głównym.”¹¹⁰

Mimo braku dostarczenia wcześniej przez TSUE wytycznych jak rozumieć przejrzystość klauzuli wymiany, z orzecznictwa Trybunału można zrekonstruować pewne ogólniejsze uwagi na temat wymogu przejrzystości postanowień umów zawartych z konsumentami – w świetle dyrektywy 93/13:

„Dyrektywę 93/13 w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich, a w szczególności jej art. 4 ust. 2 i art. 5, należy interpretować w ten sposób, że w celu spełnienia wymogu przejrzystości warunku umownego ustalającego zmienną stopę procentową w ramach umowy o kredyt hipoteczny **warunek ten powinien nie tylko być zrozumiały pod względem formalnym i gramatycznym, ale również umożliwiać, by właściwie poinformowany oraz dostatecznie uważny i rozsądny przeciętny konsument był w stanie zrozumieć konkretne działanie metody obliczania tej stopy procentowej i oszacować tym samym w oparciu o jednoznaczne i zrozumiałe kryteria potencjalnie istotne konsekwencje gospodarcze takiego warunku dla swoich zobowiązań finansowych.** Na elementy szczególnie istotne dla oceny, jakiej powinien dokonać sąd krajowy w tym względzie, składają się z jednej strony okoliczność, czy ze względu na publikację sposobu obliczania wspomnianej stopy procentowej główne elementy dotyczące obliczania tej stopy są łatwo dostępne dla każdej osoby zamierzającej zawrzeć umowę o kredyt hipoteczny, oraz z drugiej strony dostarczenie informacji na temat zmian w przeszłości tego wskaźnika, na podstawie którego obliczana jest ta stopa procentowa.”¹¹¹

„Ponadto co się tyczy specyfiki mechanizmu przeliczania waluty obcej, do sądu odsyłającego należy ustalenie, czy w świetle całokształtu istotnych okoliczności faktycznych, w tym form zachęty stosowanych przez kredytodawcę w procesie negocjacji umowy i dostarczonych na tym etapie informacji, właściwie poinformowany oraz dostatecznie uważny i rozsądny przeciętny konsument mógł nie tylko dowiedzieć się o istnieniu różnicy, ogólnie obserwowanej na rynku

papierów wartościowych, między kursem sprzedaży a kursem kupna waluty obcej, ale również oszacować – potencjalnie istotne – konsekwencje ekonomiczne, jakie niosło dla niego zastosowanie kursu sprzedaży przy obliczaniu rat kredytu, którymi zostanie ostatecznie obciążony, a w rezultacie także całkowity koszt zaciągniętego przez siebie kredytu.”¹¹²

W odniesieniu do wymogu przejrzystości, w orzecznictwie TSUE przewija się więc postulat, **aby ta przejrzystość nie była jedynie ograniczona do językowo-gramatycznej treści postanowienia umownego (przejrzystość formalna), lecz rozciągała się na umożliwienie konsumentowi zrozumienia rzeczywistych konsekwencji, z jakimi wiąże się postanowienie umowne (przejrzystość materialna).** Ta skądinąd słuszna dyrektywa jest dość często powtarzana w polskiej judykaturze, a także czyni się ją podstawą zarzutów niektórych organów państwowych (Rzecznika Finansowy, Prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów), uzasadniających uznanie klauzul przeliczeniowych zawartych w umowach kredytów indeksowanych / denominowanych do kursu walut obcych za postanowienia abuzywne. **Nie pojawia się jednak przeważnie na tym gruncie refleksja, jak miałyby wyglądać tego rodzaju „przejrzyste” i „uczciwe” postanowienie dotyczące mechanizmu przeliczania waluty (zważywszy, że sama konstrukcja umów indeksowanych lub denominowanych nie jest w judykaturze co do zasady kwestionowana – skoro tak, to musi istnieć model „uczciwej” i „przejrzystej” klauzuli przeliczeniowej)?**

Na tym tle warto odwołać się do poglądów wyrażonych w wyroku Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów z 22 marca 2021 r., sygn. XVII AmA 12/19. W przedmiotowym orzeczeniu wyraźnie podważono tezę o takim „jednostronnym” charakterze odesłań do tabel kursowych banków, **dostrzegając, iż oczekiwanie, że klauzula umowna będzie spełniała dane standardy przejrzystości musi być skorelowane z wyjaśnieniem, jak taka „przejrzysta” klauzula miałaby wyglądać:**

„(...) jak podnosi Prezes Urzędu kwestionowane postanowienia pozwalają wpływać Bankowi na wysokość świadczeń ustalonych w umowach przez co powód przyznał sobie jednostronną możliwość ustalania kryteriów oddziaływujących na wysokość świadczenia konsumenta (k. 15 akt sprawy).

110 Wyrok TSUE z 20.09.2017 r., C-186/16, Ruxandra Paula Andricu i in. v. Banca Românească SA, pkt 50-51.

111 Wyrok TSUE z 3.03.2020 r., C-125/18, Marc Gómez del Moral Guasch przeciwko Bankia SA., LEX nr 2814637, pkt 56.

112 Wyrok TSUE z 30.04.2014 r., C-26/13, Árpád Kásler i Hajnalka Káslerné Rábai v. OTP Jelzálogbank ZRT, pkt 74.

Nie sposób zgodzić się z powyższym. (...) W tym miejscu odnieść się należy do twierdzeń pozwanego, że nie jest jego rolą wskazywanie akceptowalnego przykładu ustalania kursu walut dla klientów kupujących walutę w Banku – kredytodawcy w celu spłacenia raty. (...).

Sąd stoi na stanowisku, że jedynym akceptowalnym miernikiem kursu walut w obecnej dobie jest kurs rynkowy. Nie ma żadnych przesłanek aby można było narzucać niezależnemu przedsiębiorcy innego miernika, tym bardziej, że podobnie kształtowany jest kurs średni przez Narodowy Bank Polski (zeznania świadka D. M. (1)). (...).

Prezes Urzędu uzasadniając „rażące naruszenie interesu konsumentów” podniósł, że kwestionowane postanowienia umowne mogą godzić w interesy ekonomiczne konsumentów. Ma to znaleźć uzasadnienie w tym, że brak jest definicji „średniego kursu z rynku walutowego”, niejednoznaczne i niejasne jest wyrażenie pojęcia „FOREX”, a używając sformułowania „najpóźniej do godz. 9.30” przyznał sobie możliwość dowolnego i arbitralnego wyboru danych, na podstawie których wyznacza kursy waluty obowiązującej Bank. Urząd wskazał także na możliwość zmiany wysokości spreadu walutowego, a konsument nie ma na to żadnego wpływu. (...)

Co do „średniego kursu z rynku walutowego (FOREX)”, to jego wyznaczanie, należy zgodzić się z powodem, jest czynnością z natury rzeczy złożoną i wymagającą wiedzy fachowej, co potwierdzili słuchani przed sądem świadkowie (zeznania K. P. (1) z dnia 14 grudnia 2020 roku i D. M. (1) z dnia 8 lutego 2021 roku). **Bank jednakże przyjął jasną zasadę odwołania się do wskazanej powyżej podstawy, ponieważ jest to powszechnie stosowane na rynku mechanizm, który jest zbieżny z mechanizmem ustalania kursu średniego przez Narodowy Bank Polski.** Jeżeli przyjąć, że ustalenie w oparciu o FOREX kursu średniego jako niejasne, nieprecyzyjne, a ponadto dające możliwość manipulowania przez Bank kursami walut, to każde ustalenie średniego kursu będzie prowadziło do abuzywności, a przez to będzie uniemożliwiało stworzenia wzorca umowy, który nie byłby kwestionowany przez Urząd. **Nie może przy tym dziwić, że pozwany nawet nie próbował wskazać w jaki inny sposób opisać średni kurs niż przyjęty przez powoda, jeżeli świadek D. M. (1) – dyrektor Departamentu Operacji Zagranicznych w Narodowym Banku Polskim wskazał, że NBP przyjął podobny do powoda sposób ustalania kursu średniego.**

(...) **Pozwany zdaje się zupełnie nie zauważać, że przedstawiony przez Bank kurs średni danego dnia nie był używany jedynie do obliczania kursów w kwestionowanych umowach, ale także do innych rozliczeń dokonywanych przez Bank w związku z kredytami mieszkaniowymi i konsolidacyjnymi udzielonymi w walucie obcej.** Absurdalne jest przy tym przyjęcie, że powód miałby tak ustalić kurs aby rażąco wysoko ustalić ratę dla kredytobiorcy, podczas gdy konsument może zakupić walutę gdziekolwiek indziej niż w Banku, a jednym ze źródeł zarobku Banku jest handel walutami. (...)” (wyróżnienia własne)

Kwestia zgodności odwołań do tabel kursowych banków z prawem nie jest zresztą dyskutowana tylko w Polsce. Przykładowo tego rodzaju problematyką zajmował się w ostatnich latach austriacki Sąd Najwyższy w Wiedniu, wydając orzeczenie w dniu 25 sierpnia 2020 r. (sygn. TE OGH 2020/8/25 80b37/20d). Przedmiotem rozstrzygnięcia tego sądu była ocena, czy mechanizm dopuszczający jednostronne ustalanie kursu wymiany waluty przez bank jest zgodny z prawem unijnym i krajowym oraz czy nie jest klauzulą niedozwoloną. **Austriacki sąd najwyższy trafnie zauważył, że oferowanie przez przedsiębiorcę konsumentowi własnego kursu ma uzasadnienie rynkowe i nie jest niczym nadzwyczajnym, jest wręcz naturalne w sytuacji, w której konsument oczekuje od banku usługi polegającej na wymianie waluty krajowej na zagraniczną (lub odwrotnie).** Przy tym oferowany kurs nigdy nie jest kursem średnim, lecz kursem rynkowym, a więc uwzględniającym spread. Konsument może się z takim kursem nie zgadzać i samodzielnie wymienić walutę na rynku.

6. Wyrok TSUE w kontekście treści pytań prejudycjalnych

Zdaje się, że te same wątpliwości, jak wskazane powyżej w pkt 5, dostrzegał sąd pytający w sprawie C-212/20. Analiza znaczenia Wyroku TSUE nie może przecież pomijać specyfiki i roli TSUE w postępowaniach prejudycjalnych: dotyczy ona dostarczania przez TSUE sądowi krajowemu pomocy polegającej na wskazówkach co do wykładni prawa UE na potrzeby orzeczenia w postępowaniu krajowym. W związku z tym wypowiedź TSUE jest determinowana zakresem pytania prejudycjalnego sądu krajowego, hipotezami zawartymi w uzasadnieniu pytania oraz założeniami co do stanu faktycznego, wynikającymi z uwag sądu zawartych w postanowieniu kierującym pytanie.

W sprawie C-212/20 sąd pytający wyraźnie w pierwszej części pytania nr 1 oczekiwał od TSUE weryfikacji poprawności stanowiska, zgodnie z którym wymóg przejrzystości zawarty w art. 5 dyrektywy 93/13 wymaga, aby postanowienie dotyczące sposobu ustalania kursu na potrzeby umowy było sformułowane w taki sposób, żeby konsument mógł w każdej chwili samodzielnie ustalić kurs. Warto w tym kontekście zauważyć, że sąd krajowy, w uzasadnieniu pytania, ustalił, że żaden przepis krajowy (i) nie określa metodologii ustalania kursu waluty; (ii) nie ogranicza swobody banków w ustalaniu kursu na warunkach rynkowych. Jednocześnie, w uzasadnieniu pytania sąd krajowy odnosi się do treści § 2 Uchwały nr 51/2002 Zarządu Narodowego Banku Polskiego („NBP”) z dnia 23 września 2002 r. w sprawie sposobu wyliczania i ogłaszania bieżących kursów walut obcych („Uchwała NBP”) i zawartych w niej zasad wyliczania kursów średnich walut obcych (tzw. kursów średnich NBP). Jednocześnie sąd dostrzegł, że NBP, na przestrzeni 18 lat, aż trzykrotnie zmieniał zasady obliczania kursów. Ponadto, sąd pytający odnotował, że banki komercyjne obliczają kursy walut, przy uwzględnieniu marży, w oparciu o kursy walut na rynku międzybankowym notowane w serwisach informacyjnych takich jak Reuters lub Bloomberg. Sąd pytający jednocześnie zauważa, że

„czy biorąc pod uwagę długoletni charakter umowy kredytu indeksowanego i nieprzewidywalne zmiany na rynku walutowym, możliwe jest w ogóle wymaganie od pozwanego, aby precyzyjnie i ściśle określił zasady ustalania kursu waluty obcej, czy też biorąc pod uwagę rodzaj usługi, zgodnie z art. 4 ust. 1 dyrektywy Rady 93/13/EWG, możliwe jest odwołanie się do ogólniejszego pojęcia kursu wolnorynkowego, zwłaszcza, że ewentualna swoboda banku w ustalaniu kursu waluty obcej – w granicach wartości wolnorynkowych - nie prowadziłyby do znaczącej nierównowagi, zgodnie z art. 3 ust. 1 w/w dyrektywy, pod względem ekonomicznym na szkodę konsumenta”. Sąd wskazuje też, że „[o]kreślenie czy kurs kupna i sprzedaży waluty obcej jest kursem rynkowym nie stanowi problemu pod względem dowodowym. Biegli sądowi z zakresu bankowości bez żadnych trudności są w stanie ustalić taki kurs”.

W ramach zawartej w postanowieniu sądu pytającego propozycji odpowiedzi na pytanie, sąd krajowy zauważa dalej, że „rodzaj umowy kredytu hipotecznego indeksowanego do waluty obcej zawartej na kilkadziesiąt lat (w rozpoznawanej sprawie na 40 lat), prawdopodobnie uniemożliwia sformułowanie postanowienia umownego w tak jednoznaczny spo-

sób, aby miało ono zastosowanie przez cały czas trwania umowy. (...) Przywołanie wzoru arytmetycznego z uwzględnieniem kursów na rynku międzybankowym wskazywanych na serwisach informacyjnych Reuters czy Bloomberg korygowanego o marżę mogłoby nie czynić zadość jasności i pewności warunków umownego. Trzeba zauważyć, że przy uwzględnieniu czasu trwania umowy określonego na 40 lat oraz nieprzewidywalności sytuacji gospodarczej i geopolitycznej, odniesienie się do danych wskazywanych w tych serwisach informacyjnych – które przecież mogą przestać istnieć w bliżej nieokreślonej przyszłości – mogłoby okazać się niewystarczające. Brak jest ponadto możliwości skontrolowania danych podanych w tych serwisach informacyjnych. Sądowi odsyłającemu znany jest pogląd Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów wskazującego na możliwość sformułowania zapisu poprzez odwołanie do kursu NBP i wskazanie ściśle określonej marży do ustalania kursu kupna/sprzedaży. Należy jednak zauważyć, że skoro kurs NBP jest wypadkową kursów walut banków komercyjnych ustalanych w ich tabelach (w tym pozwanego banku), to odniesienie się w umowie do kursu NBP w umowie również mogłoby spotkać z zarzutem dowolności ustalania tego kursu z uwagi na pośredni wpływ banków komercyjnych na kurs NBP. Wątpliwości więc budzi również możliwość uznania kursu NBP za wskaźnik obiektywny i niezależny od woli banków komercyjnych. W perspektywie kilkudziesięcioletniej umowy można sobie również wyobrazić, że w konkretnej sytuacji polityczno-gospodarczej dojdzie do takiej zmiany w zakresie zasad ustalania kursu NBP, która również byłaby nieakceptowana przez kredytobiorcę. **W tej sytuacji być może jedynym pewnym, choć dość ogólnym, postanowieniem umownym byłoby takie, które odwołuje się do rynkowych kursów kupna i sprzedaży waluty obcej. Jednocześnie pewna ogólnikowość kwestionowanego postanowienia umownego mogłaby być uzasadniona, w świetle art. 3 ust. 1 dyrektywy, charakterem umowy kredytu indeksowanego do waluty obcej zawartej na okres kilkudziesięciu lat. Jednocześnie pozostawienie bankowi pewnej swobody w ustalaniu kursów walut – wyłącznie w ramach granic wartości rynkowych – uniemożliwia ocenę takiego zapisu umownego jako wprowadzającego znaczącą nierównowagę na niekorzyść konsumenta zgodnie z art. 4 ust. 1 dyrektywy. Przepisy krajowe nie wprowadzają zakazu określenia przez bank własnych kursów walut zgodnie z art. 69 i 111 prawa bankowego, zaś wolny rynek być może byłby odpowiednią gwarancją realnych, obiektywnych kursów walut obcych”** (wyróżnienia własne).

Bliższa analiza treści Wyroku TSUE pokazuje, że TSUE w rzeczywistości nie odniósł się do szczegółowych uwag sądu krajowego i wskazanych w uzasadnieniu pytań prawnych wątpliwości dotyczących kursu zawartego w tabeli banku jako „kursu rynkowego”. W praktyce tok rozumowania TSUE został w tym zakresie ograniczony do stwierdzenia, iż „okoliczność, że kurs wymiany zmienia się w długim okresie, nie może uzasadniać braku wskazania w postanowieniach umowy oraz w ramach informacji dostarczonych przez przedsiębiorcę w trakcie negocjacji umowy kryteriów stosowanych przez bank w celu ustalenia kursu wymiany mającego zastosowanie do obliczania rat spłaty, co umożliwiłoby konsumentowi określenie w każdej chwili tego kursu wymiany”.

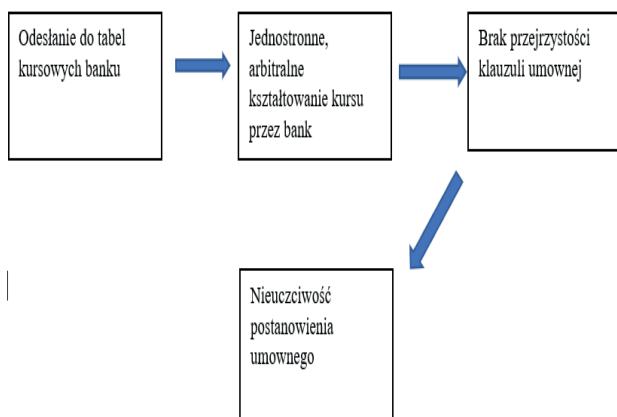
Można zaryzykować w związku z tym tezę, iż analiza dokonana przez TSUE w kontekście uwag sądu pytającego była zaskakująco powierzchowna i opierała się w istocie na doktrynerskim rozumieniu „przejrzystości” warunku umownego oraz jego uczciwości. **Sąd pytający wskazał bowiem na doniosłe okoliczności związane z prawdopodobnym brakiem możliwości stworzenia umownego algorytmu pozwalającego na samodzielne ustalenie kursu przez klienta, zwłaszcza w kontekście obowiązywania takiego warunku przez nawet 40 lat, a także na wątpliwości co do metodologii polegającej na wskazaniu w umowie maksymalnego dopuszczalnego odchylenia kursu waluty w tabeli banku od kursu referencyjnego (np. kursu średniego NBP lub kursów międzybankowych Reuters / Bloomberg) – argumenty te pozostały w zasadzie bez odpowiedzi w Wyroku TSUE.** Można odnieść wrażenie, że TSUE je zignorował, względnie, przyjmując je do wiadomości uznał, że nawet jeśli tak jest (tj. że sformułowanie takiego precyzyjnego i możliwego do zastosowania przez klienta algorytmu ustalania kursu jest w perspektywie umowy wieloletniej w praktyce niemożliwe), to i tak należy oczekiwać od przedsiębiorcy, że takie postanowienie umowne zaoferuje klientowi. **Dowodziłoby to nieracjonalności rozumowania TSUE, co, choć hipotetycznie możliwe, to jednak z punktu widzenia analizy rozumienia Wyroku TSUE i jego skutków powinno zostać wstępnie odrzucone.**

Przypominając w tym miejscu wyniki analizy ekonomicznej, a zwłaszcza to, że:

- ▶ rynek walut obcych jest jednym z najbardziej elastycznych rynków, a decyzje podmiotów tego rynku są najbardziej zdecentralizowane i rozproszone (co powoduje, że jest to rynek bliski idealnemu);

- ▶ jakiegokolwiek kursy średnie, czy notowania określające np. cenę waluty danego dnia, mają co najwyżej sprawozdawczy charakter i tracą aktualność nawet po kilku milisekundach;
- ▶ występujące w notowaniach banków, kantorów, etc. odchylenie pomiędzy kursem sprzedaży oraz kursem kupna waluty, czyli tzw. spread, nie jest dysfunkcją systemu, lecz jego koniecznym elementem, tzn. zakłada możliwą prognozę zmiany kursu pomiędzy ogłoszonym notowaniem, a notowaniem kolejnym (która to prognoza, dodajmy, nie musi się sprawdzić, co jest ryzykiem obciążającym obydwie strony transakcji);
- ▶ przyjęcie, że odchylenie (spread) miałoby się zamykać w określonych, maksymalnych ramach, nie ma ekonomicznego uzasadnienia, zwłaszcza wobec kilkudziesięciu lat obowiązywania umowy. Przewidzenie wielkości spreadu ma racjonalny sens (a i to nie w 100%) w odniesieniu do bieżącego notowania, ale już w odniesieniu do notowań kolejnych może wymagać innego podejścia. Oczywiście nie można zabronić bankowi zaoferowania konsumentowi takiego postanowienia, które określa maksymalne „widełki” odchylenia, ale bank wystawiałby się wówczas w długoletniej perspektywie na ryzyko strat, czego nie można od niego wymagać;
- ▶ nie ma praktycznej możliwości „jednostronnego” kształtowania kursu przez bank na szkodę konsumenta. Jakakolwiek taka próba od razu zakończyłaby się dotkliwą stratą po stronie banku, z uwagi na arbitraż walutowy, tj. strategię spekulacji na rynku walutowym polegającą na wykorzystywaniu różnic kursów wymiany;
- ▶ rozproszony, zdecentralizowany charakter rynku walutowego, a także istnienie strategii typu arbitraż walutowy, powodują, że wszelkie dysfunkcje kursów walut są szybko niwelowane, a kursy rynkowe oferowane przez różne podmioty są tak naprawdę cały czas zbliżone do siebie;
- ▶ jest nierealne, aby konsument był w stanie samodzielnie ustalić z wyprzedzeniem kurs waluty będący odzwierciedleniem kursu ogłaszanego następnie przez bank, nawet jeśli konsument miałby dostęp do tych samych informacji, co traderzy banków. Przede wszystkim konsument nie będzie miał dostępu do systemów transakcyjnych, ani dostatecznego wykształcenia i wiedzy, aby takich ustaleń dokonać.

Powyższe kluczowe wnioski płynące z analizy ekonomicznej pokazują, że przewijający się w przywołanych wyżej orzeczeniach polskich sądów ciąg logiczny:



oparty jest na niepoprawnych założeniach. Innymi słowy, skoro nie ma praktycznej możliwości, **aby (i) bank w sposób arbitralny, oderwany od rynku, ustalał kurs waluty na potrzeby rozliczeń z konsumentem; (ii) konsument mógł samodzielnie ustalać / przewidywać kursy, stosowane później przez bank, to podstawa dokonywanej przez polskie sądy negatywnej oceny klauzul umownych w umowach kredytów indeksowanych / denominowanych do kursu walut obcych traci jakiegokolwiek sens.**

Czy TSUE popełnił ten sam błąd w Wyroku TSUE? Przyjrzyjmy się jeszcze raz problemowi przejrzystości, w takim kształcie, jak prezentowany w judykaturze TSUE.

7. Skutki braku przejrzystości warunku umownego

Należy pamiętać, że kwestia przejrzystości warunku umownego pojawia się na gruncie dyrektywy 93/13 na dwóch poziomach – art. 4 ust. 2 (dopuszczalności dokonania oceny uczciwości postanowień dotyczących głównego przedmiotu umowy – zgodnie z tym przepisem ocena taka jest wykluczona, jeśli tego rodzaju postanowienie jest sformułowane prostym i zrozumiałym językiem) oraz art. 5 (wymagającego przejrzystości warunku umowy zawartej z konsumentem). W przypadku Wyroku TSUE analiza dotyczyła tego drugiego poziomu.

W świetle dyrektywy 93/13 brak przejrzystości warunku umownego, choć rodzący sprzeczność z wymogiem art. 5, nie przesądza jeszcze o nieuczciwości warunku umownego. Innymi słowy brak

przejrzystości postanowienia umowy nie równa się jeszcze abuzywności, czego zdają się nie dostrzegać polskie sądy w wielu orzeczeniach. Zresztą, to rozróżnienie można dostrzec też w cytowanej wyżej glosie Ł. Węgrzynowskiego do Wyroku TSUE – Autor pisze o tym, że „za pośrednictwem art. 5 dyrektywy 93/13 zasada przejrzystości materialnej przenika na płaszczyznę oceny nieuczciwego charakteru warunku umownego na podstawie art. 3 dyrektywy 93/13”, co nie oznacza, że o abuzywności przesądza. Jak bowiem wynika z orzecznictwa TSUE:

„Artykuły 3-5 dyrektywy 93/13 należy interpretować w ten sposób, że warunek w umowie kredytu, taki jak ten rozpatrywany w postępowaniu głównym, w wyniku którego całe ryzyko kursowe zostaje przeniesione na kredytobiorcę i który nie jest wyrażony w przejrzysty sposób, tak że kredytobiorca nie jest w stanie oszacować w oparciu o jasne i zrozumiałe kryteria konsekwencji ekonomicznych wypływających z faktu zawarcia tej umowy, może [ale nie musi – Autorzy] zostać uznany przez sąd krajowy za nieuczciwy w ramach badania tego warunku, jeśli zostanie stwierdzone, że pomimo wymogu dobrej wiary powoduje on znaczącą nierównowagę wynikających z umowy praw i obowiązków stron ze szkodą dla konsumenta. W tym względzie do sądu odsyłającego należy ocena – w świetle wszystkich okoliczności sprawy w postępowaniu głównym i z uwzględnieniem między innymi fachowej wiedzy przedsiębiorcy w zakresie ewentualnych wahań kursów wymiany i ryzyka wiążącego się z zaciągnięciem kredytu denominowanego w walucie obcej – po pierwsze możliwego niedochowania wymogu dobrej wiary, a po drugie ewentualnego istnienia znaczącej nierównowagi w rozumieniu art. 3 ust. 1 dyrektywy 93/13.”¹¹³ (wyróżnienia własne)

Kluczowe jest zatem zweryfikowanie, czy warunek umowny spełnia wymogi dobrej wiary oraz czy wprowadza znaczącą nierównowagę wynikających z umowy praw i obowiązków stron ze szkodą dla konsumenta. Zdaje się to także dostrzegać TSUE w Wyroku TSUE, na co wskazuje teza zawarta w pkt 64: „(...) rozpatrywany w postępowaniu głównym warunek dotyczący indeksacji, który – **z zastrzeżeniem ustaleń, których powinien dokonać sąd odsyłający** – nie pozwala konsumentowi na samodzielne określenie w każdej chwili kursu wymiany stosowanego przez przedsiębiorcę, ma nieuczciwy charakter” (wyróżnienia własne)”. Wyróżnioną część należy odczytywać w łączności z dalszymi punktami Wyroku TSUE:

¹¹³ Postanowienie TS z 22.02.2018 r., C-119/17, Liviu Petru Lupean, Oana Andreea Lupean v. SC OTP Baak Nyrt.

„W tym celu, ponieważ sąd ten wskazał, że nie można uznać, iż A. działał w złej wierze, **sąd ten będzie musiał w szczególności zbadać, czy istnieje znaczna nierównowaga wynikających z umowy praw i obowiązków stron ze szkodą dla konsumenta.**

Badanie takie nie może ograniczać się do ekonomicznej oceny o charakterze ilościowym, dokonywanej w oparciu o porównanie z jednej strony całkowitej kwoty transakcji będącej przedmiotem umowy, a z drugiej strony kosztów, które zgodnie z tym warunkiem obciążają konsumenta. Znacząca nierównowaga może bowiem wynikać z samego faktu wystarczającego poważnego naruszenia sytuacji prawnej, w której konsument, jako strona danej umowy, znajduje się na mocy właściwych przepisów krajowych, w postaci czy to ograniczenia treści praw, które zgodnie z rzeczonymi przepisami przysługują mu na podstawie tej umowy, czy to przeszkody w ich wykonywaniu, czy też nałożenia na niego dodatkowego obowiązku, którego nie przewidują normy krajowe (wyrok z dnia 3 października 2019 r., *Kiss i CIB Bank*, C621/17, EU:C:2019:820, pkt 51 i przytoczone tam orzecznictwo).” (wyróżnienia własne) (pkt 65 – 66)

Innymi słowy, TSUE wskazuje w istocie, że postanowienie niespełniające wskazanego w pkt 55 Wyroku TSUE standardu przejrzystości jedynie może (nie musi) zostać uznane za nieuczciwe, co powinien ocenić sąd krajowy, uwzględniając okoliczności wskazane w cyt. pkt 65 – 66 Wyroku TSUE.

Jeśli sięgniemy głębiej do orzecznictwa TSUE, to ta kwestia staje się zupełnie jasna. Kolejność poziomów oceny warunku umownego usystematyzował TSUE w wyroku w sprawie *GT v. HS*:

„Art. 3 ust. 1, art. 4 ust. 2 i art. 6 ust. 1 dyrektywy 93/13 w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich należy interpretować w ten sposób, że nie stoją one na przeszkodzie uregulowaniu państwa członkowskiego, w interpretacji nadawanej mu przez sąd najwyższy tego państwa członkowskiego, zgodnie z którym **nie jest nieważna umowa o kredyt denominowany w walucie obcej, która choć wskazuje wyrażoną w walucie krajowej kwotę odpowiadającą kwocie wskazanej we wniosku o finansowanie konsumenta, nie określa jednak kursu wymiany, który ma zastosowanie do tej kwoty w celu ustalenia ostatecznej kwoty kredytu w walucie obcej, przewidując jednocześnie w jednym z warunków, iż kurs ten zostanie ustalony przez kredytodawcę w odrębnym dokumencie po zawarciu umowy**

– jeżeli warunek ten został wyrażony prostym i zrozumiałym językiem, zgodnie z art. 4 ust. 2 dyrektywy 93/13, w zakresie, w jakim mechanizm obliczania łącznej kwoty pożyczki oraz mający zastosowanie kurs wymiany są przedstawione w sposób przejrzysty, tak aby właściwie poinformowany oraz dostatecznie uważny i rozsądny przeciętny konsument był w stanie oszacować, w oparciu o jednoznaczne i zrozumiałe kryteria, wpływające dla niego z tej umowy konsekwencje ekonomiczne, w tym w szczególności całkowity koszt kredytu; **albo – na wypadek gdyby okazało się, że wspomniany warunek jednak nie został wyrażony prostym i zrozumiałym językiem:**

– **jeżeli wspomniany warunek nie jest nieuczciwy w rozumieniu art. 3 ust. 1 tej dyrektywy lub** – w wypadku gdyby miał nieuczciwy charakter – jeżeli odnośna umowa będzie mogła nadal obowiązywać po wyłączeniu z niej tego warunku zgodnie z art. 6 ust. 1 dyrektywy 93/13.”¹¹⁴ (wyróżnienia własne)

Kwestie przejrzystości warunku umownego i jego potencjalnej abuzywności, choć ze sobą powiązane, nie są równoznaczne, **a nieprzejrzysty warunek umowny nadal może być postanowieniem uczciwym.** Jak wskazuje się w literaturze, „przejrzystość” jest stopniowalna:

„Przedstawiona wyżej analiza przesłanek abuzywności, która dowodzi wagi „proceduralnego” aspektu kontroli wzorców, uzasadnia tezę, że im wyższa transparentność i dostępność wzorca, tym silniejsze będą podstawy do uznania danego postanowienia za dozwolone w świetle kryteriów zawartych w art. 3 ust. 1 dyrektywy.”¹¹⁵

„Należy również podkreślić, że transparentność jest stopniowalna, tj. wzorzec może być bardziej lub mniej transparentny. **Kontrola transparentności w ramach testu abuzywności** umożliwia bardziej realistyczną i zindywidualizowaną ocenę sytuacji – w ramach stosowania kryterium dobrych obyczajów (art. 3851 KC) bierze się pod uwagę wszystkie okoliczności związane z zawarciem umowy oraz jej treść”¹¹⁶

¹¹⁴ Wyrok TSUE z 5.06.2019 r., C-38/17, *GT v. HS*, LEX nr 2677174, pkt 45.

¹¹⁵ P. Mikłaszewicz, *Transparentność* [w:] *Obowiązki informacyjne w umowach z udziałem konsumentów na tle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008.

¹¹⁶ K. Osajda (red. serii), W. Borysiak (red. tomu), *Kodeks cywilny. Komentarz*. Wyd. 29, Warszawa 2021.



Nie bez znaczenia w tym kontekście jest też zdanie drugie art. 5 dyrektywy 93/13: „Wszelkie wątpliwości co do treści warunku należy interpretować na korzyść konsumenta”. Przepis ten nie miałby w praktyce sensu i zastosowania, gdyby nieprzejrzyste postanowienia umów zawartych z konsumentami automatycznie były bezskuteczne.

Innymi słowy, **teza zawarta w pkt 55 Wyroku TSUE nie odnosi się do oceny uczciwości warunku umownego, lecz jego przejrzystości**. Z kolei zawarta w pkt 64 Wyroku TSUE teza odnosząca się do oceny nieuczciwości warunku umownego, choć pozornie kategoriyczna, w rzeczywistości, poprzez zastrzeżenie „ustaleń, których powinien dokonać sąd odsyłający”, pozostawia sądowi krajowemu furtkę do **uznania postanowienia umowy odwołującego się do tabeli kursowej banku za postanowienie uczciwe, nawet jeśli takie postanowienie nie spełnia wskazanego wymogu przejrzystości**. Będzie tak, jeśli sąd uzna, że (i) kurs ustalany w oparciu o postanowienie umowne to w rzeczywistości kurs rynkowy; (ii) kurs ustalany w oparciu o postanowienie umowne co prawda nie jest rynkowy, ale nadal odpowiada wymogowi dobrej wiary i nie wprowadza znaczącej nierównowagi wynikających z umowy praw i obowiązków ze szkodą dla konsumenta. W tym kontekście wydaje się, że uwagi sformułowane przez sąd pytający w uzasadnieniu pytań prejudycjalnych powinny zostać przez ten sąd uwzględnione przy orzekaniu, w następstwie odpowiedzi udzielonej przez TSUE.

8. Rekonstrukcja rozstrzygnięcia zawartego w Wyroku TSUE

Podejmując niełatwą próbę podsumowania rozumowania TSUE zawartego w Wyroku TSUE, w kontekście treści uzasadnienia pytań prejudycjalnych oraz przy założeniu racjonalności i logiczności tego rozumowania, można wskazać na następujące kluczowe jego punkty:

- I. Wymóg przejrzystości warunku umownego, wynikający z art. 5 dyrektywy 93/13, należy rozumieć w ten sposób, że konsument powinien móc w oparciu o ten warunek w każdej chwili ustalić samodzielnie wysokość kursu waluty stosowanego do przeliczeń w umowie. Wymóg ten ma charakter obiektywny, tj. jest niezależny od tego, czy realnie jest możliwy do spełnienia (jak wykazała analiza ekonomiczna, taki wymóg jest niemożliwy do spełnienia w odniesieniu do usta-

lania kursów waluty¹¹⁷; okoliczność ta – tj. brak możliwości stworzenia „bardziej przejrzystego” postanowienia – nie oznacza jednak, że mechanizm polegający na odesłaniu do tabeli kursowej banku przestaje być nietransparentny);

- II. Ustalenie, że warunek umowny powyższego wymogu nie spełnia (zwłaszcza wtedy, gdy jest to praktycznie niemożliwe w horyzoncie czasowym obowiązywania umowy), nie oznacza jeszcze, że jest on nieuczciwy¹¹⁸. W tym celu sąd musi dokonać szerszej oceny, uwzględniającej również to w jakiej relacji sposób ustalenia kursu na gruncie umowy pozostaje do kursu rynkowego¹¹⁹ oraz czy wprowadza znaczącą nierównowagę praw i obowiązków ze szkodą dla konsumenta. **Wynik tego testu może skutkować uznaniem warunku umownego za uczciwy.**
- III. Jeśli wynik testu będzie negatywny, tj. sąd uzna, że sformułowany w umowie warunek umowny jest nieuczciwy, to korekta tej nieuczciwości w drodze wykładni oświadczeń woli stron poprzez uznanie, że stronom w istocie chodziło o „kurs rynkowy” nie będzie możliwa. W tym zakresie Wyrok TSUE przytacza utrwalone już orzecznictwo TSUE.

9. Podsumowanie

Podsumowując, w kontekście analizy ekonomicznej oraz powyższych ustaleń prawnych:

- ▶ osiągnięcie takiego stopnia przejrzystości klauzul przeliczeniowych, jaki wynikałby z pkt 55 Wyroku TSUE, nie jest obiektywnie możliwe;

117 Por. J. Luzak, *Doprecyzowanie zasady transparentności w polskim prawie konsumenckim*, Studia Prawa Prywatnego 01/2020, s. 52: „Tym samym wymóg stawiany przedsiębiorcom umożliwienia zrozumienia przez konsumentów konsekwencji zawarcia danej umowy może wydawać się szyfową pracą”.

118 Por. pkt 2 Postanowienia TSUE z 17.11.2021 r., C-655/20, Marc Gómez Del Moral Guasch

119 Por. w tym zakresie Wyrok TSUE z 26.01.2017 r., C-421/14, Banco primus SA v. Jesús Gutiérrez García, pkt 64-67: „Wykładni art. 3 ust. 1 i art. 4 dyrektywy 93/13 należy dokonywać w ten sposób, że: (...) jeśli sąd odsyłający jest zdania, że warunek umowy dotyczący sposobu obliczania odsetek zwykłych, taki jak sporny w postępowaniu głównym, nie został wyrażony prostym i zrozumiałym językiem w rozumieniu art. 4 ust. 2 tej dyrektywy, ciąży na nim obowiązek zbadania, czy warunek ten jest nieuczciwy w rozumieniu art. 3 ust. 1 tej samej dyrektywy. W ramach takiego badania sąd odsyłający musi w szczególności porównać metodę obliczania stawki odsetek zwykłych przewidzianą przez ową klauzulę i rzeczywistą stawkę tychże odsetek ze zwykle stosowanymi metodami ich obliczania oraz stawką odsetek ustawowych, a także ze stawkami odsetek stosowanymi na rynku w chwili zawarcia umowy stanowiącej przedmiot sporu w postępowaniu głównym w odniesieniu do kredytu równoważnej wysokości i udzielonego na równoważny okres co w przypadku badanej umowy kredytu (...)”.

- ▶ brak możliwości skonstruowania klauzuli wymiany, spełniającej wymóg umożliwienia konsumentowi w każdej chwili samodzielnego ustalenia kursu wymiany stosowanego przez przedsiębiorcę, nie przekreśla oceny, że klauzula wymiany nie spełniająca takiego wymogu jest nieprzejrzysta;
- ▶ przejrzystość klauzuli umownej jest w świetle art. 5 dyrektywy 93/13 stopniowalna, a nietransparentność nie przesądza jeszcze o abuzywności;
- ▶ warunek umowny niespełniający wymogu przejrzystości może być uznany za uczciwy, jeśli odpowiada wymogowi dobrej wiary i nie wprowadza znaczącej nierównowagi wynikających z umowy praw i obowiązków ze szkodą dla konsumenta;
- ▶ TSUE w Wyroku TSUE nie uznał tym samym, że klauzula wymiany niespełniająca wymogu umożliwienia konsumentowi w każdej chwili samodzielnego ustalenia kursu wymiany stosowanego przez przedsiębiorcę stanowi warunek umowny nieuczciwy, pozostawiając szczegółową ocenę w tym zakresie sądowi krajowemu;
- ▶ w świetle Wyroku TSUE oraz innych orzeczeń tego Trybunału, ewentualna nietransparentność warunku umownego nie oznacza *per se* jego abuzywności; w tym kontekście orzecznictwo polskich sądów (przytoczone powyżej) w zasadniczej większości nieprawidłowo i powierzchownie implementuje wytyczne TSUE;
- ▶ w większości przypadków w ramach orzecznictwa polskich sądów przytoczonego w pkt 2 i 3 analizy, sądy te dokonują nieuprawnionego „przeskoku”, utożsamiając brak przejrzystości postanowienia umownego automatycznie z jego abuzywnością, a ponadto bezrefleksyjnie powtarzając nieprawdziwą (obaloną w ramach analizy ekonomicznej) tezę o przyznaniu sobie przez bank uprawnienia do arbitralnego kształtowania kursu wymiany. W świetle ustaleń poczynionych powyżej oraz rzeczywistego znaczenia Wyroku TSUE, jak również kolejności oceny klauzul umownych (przejrzystość, a dopiero w dalszej kolejności abuzywność) konieczna jest rewizja tej linii orzeczniczej polskich sądów (szczególnie niepokojąca jest w tym kontekście treść uchwały III CZP 40/22);
- ▶ analiza pokazuje, że problemem zasadniczo nie są tezy płynące z orzecznictwa TSUE, lecz ich powierzchowna, uproszczona recepcja przez polskie sądy (która niestety nie dziwi wobec prak-

tycznego „zakorkowania” sądownictwa sprawami kredytów indeksowanych / denominowanych). Na tym tle pozytywnie wyróżniają się niektóre judykaty Sądu Okręgowego w Warszawie, w których wskazuje się, powołując się wprost na Wyrok TSUE, m.in., że „[w] wyroku z dnia 18 listopada 2021 r. C-212/20 Trybunał Sprawiedliwości jednoznacznie wskazał, że przestrzeganie przez kredytodawcę wymogu przejrzystości, o którym mowa w art. 5 dyrektywy 93/13 należy oceniać w świetle informacji, którymi ten przedsiębiorca dysponował w chwili zawierania umowy z konsumentem (por. postanowienie z dnia 3 marca 2021 r., I. B., C-13/19). Kredytodawca w chwili zawierania umowy nie może z przyczyn obiektywnych przewidzieć zmiany obciążenia finansowego jakie może pociągnąć za sobą zmiana kursu waluty, stanowiącej walutę kredytu. (...) Brak jest również podstaw do przypisania bankowi złej wiary przy tworzeniu tabel kursów banku. Trybunał Sprawiedliwości w wyroku z dnia 18 listopada 2021 r. C-212/20 w pkt 65 wskazał, że w przypadku braku podstaw przypisania bankowi złej wiary przy tworzeniu tabel kursowych walut, na sądzie krajowym spoczywa obowiązek ustalenia czy istnieje znaczna nierównowaga wynikających z umowy praw i obowiązków stron ze szkodą dla konsumenta”¹²⁰;

- ▶ możliwe jest uznanie, że kurs wskazany w tabeli kursowej banku to kurs rynkowy, a co za tym idzie postanowienie odsyłające do tabeli kursowej banku nie wprowadza znaczącej nierównowagi praw i obowiązków ze szkodą dla konsumenta, nawet jeśli jest nieprzejrzyste. W rzeczywistości nie ma bowiem możliwości, aby bank oferował kurs oderwany od sytuacji rynkowej – narażałby się wtedy na poważne zagrożenia rynkowe. Tym samym tego rodzaju klauzula nie powinna zostać uznana za nieuczciwą, z jednym jednak zastrzeżeniem. Konsument powinien mieć możliwość uniknięcia kursu oferowanego przez bank, jeśli uważa go za ekonomicznie niekorzystny, a zatem w każdej sytuacji konsument powinien mieć stworzoną możliwość samodzielnego nabycia waluty na rynku (kwestię tę rozwiązała ustawa antyspreadowa z 2011 r.).

¹²⁰ M.in. wyrok SO w Warszawie z 23.02.2022 r., XXV C 411/20, LEX nr 3329503; wyrok SO w Warszawie z 11.02.2022 r., XXV C 71/20, LEX nr 3329523; wyrok SO w Warszawie z 27.01.2022 r., XXV C 2014/20, LEX nr 3329514; wyrok SO w Warszawie z 24.01.2022 r., XXV C 2262/20, LEX nr 3330166; wyrok SO w Warszawie z 19.01.2022 r., XXV C 3062/19, LEX nr 3322575; wyrok SO w Warszawie z 19.01.2022 r., XXV C 2411/18, LEX nr 3329532.

Literatura



Aramonte Sirio, Schrimpf Andreas, Song Shin Hyun *Non-bank financial intermediaries and financial stability* Monetary and Economic Department October 2021 (revised January 2022) BIS Working Papers No 972 ISSN 1020-0959 (print)

Biała księga kredytów frankowych w Polsce, Związek Banków Polskich, marzec 2015 r.

BIS, *FX execution algorithms and market functioning* Report submitted by a Study Group established by the Markets Committee The Group was chaired by Andréa M Maechler (Swiss National Bank) October 2020 ISBN 978-92-9259-428-2

Chisholm A.M., *Wprowadzenie do międzynarodowych rynków finansowych. Instrumenty, strategie, uczestnicy*. Warszawa: Wolters Kluwer, 2013

Copland Laurance, *Exchange Rates and International Finance*, wyd. VI FT Prentice Hall, 20014 ISBN: 978-0-273786047

Domagalski M., *TSUE orzekł korzystnie dla frankowiczów*, <https://www.rp.pl/orzecznictwo/art-19113871-tsue-orzekl-korzystnie-dla-frankowiczow>

Debelle Guy, The global foreign exchange committee and the FX global code Speech by Mr Guy Debelle, Deputy Governor of the Reserve Bank of Australia, at the FX Week Australia Webinar, virtual, 22 October 2020 BIS

Dictionary of Finance and Banking, Market House Books Ltd., Oxford, 2005, s. 321

Explaining the bid and ask price in the foreign exchange market, 06 Mar 2020 – <https://www.axiory.com/trading-resources/trading-terms/bid-ask-price-explained>

Fama Eugen, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of Finance*, 1970, vol 25, s.383-417 w 2013 roku Nagroda Nobla,

FX liquidity to diversify | Bloomberg Professional Services Grudziński Michał *Marże stosowane w transakcjach walutowych z klientami indywidualnymi przez wybrane banki działające w Polsce w latach 2009–2016* *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 5/2017 (89), cz. 2 DOI: 10.18276/frfu.2017.89/2-35 s. 427-438

https://www.accenture.com/_acnmedia/PDF-125/Accenture-Rynek-Wymiany-Walut-W-Polsce.pdf

https://www.accenture.com/_acnmedia/PDF-125/Accenture-Rynek-Wymiany-Walut-W-Polsce.pdf

<https://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln1.pdf>

<https://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln1.pdf>
<https://www.bbva.com/en/foreign-currency-market-work/>

<https://www.bloomberg.com/notices/currency-data/>
The Bloomberg BFIX rates are FX reference rates intended to represent FX market prices around publication times

<https://www.forex.com/ie/trading-platforms/overview/>

<https://www.euromoney.com/article/2907xwblcgk8ckjky3nk/foreign-exchange/fx-and-retail-investors-a-match-made-in-hell>

<https://www.euromoney.com/article/28og7vskv85yv8sgcg35s/treasury/multi-currency-wallets-find-favour-for-real-time-cross-currency-payments>

<https://www.euromoney.com/article/27v9fr5x2x0j1qbanfda8/foreign-exchange/fx-market-more-interested-in-liquidity-and-data-access-than-algo-risk>

<https://www.euromoney.com/reprints> w Euromoney FX Survey 2022

<https://www.euromoney.com/article/27iaj1dwsj0ggp71w4zcv/foreign-exchange/dealers-becoming-more-selective-on-fx-platforms>

<https://www.euromoney.com/article/28gkpodh7y-3lyqjqawtmo/foreign-exchange/fx-banks-make-trading-platforms-fit-for-homeworking>

<https://www.euromoney.com/article/28rpi432qkka-2t6u782yo/foreign-exchange/millennium-global-aims-to-cut-fx-costs-for-fund-managers-and-treasurers>

<https://www.euromoney.com/article/28c9a9ewncpxg435e3xts/foreign-exchange/the-growing-attraction-of-outsourced-fx-trading>



<https://www.euromoney.com/article/289axat-foc29zv1byjbpc/foreign-exchange/new-peer-to-peer-fx-platform-aims-to-simplify-trading>

<https://www.home.saxo/pl-pl/products/forex>

https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=74166&p_id=18

https://www.knf.gov.pl/dane_wspolne/zapytaj_eksperta/kredyty_hipoteczne_najciekawsze_pytania.html

<https://www.najlepszekonto.pl/bankowe-kantory-walutowe>

https://prnews.pl/wp-content/uploads/2019/09/Trendy-walut-w-Polsce_RAPORT-FINAL.pdf; https://prnews.pl/wp-content/uploads/2019/09/Trendy-walut-w-Polsce_RAPORT-FINAL.pdf

<https://www.thetradenews.com/guide/fxall/>

https://www.360t.com/news_press/thomson-reuters-and-360t-extend-fx-collaboration/ June 2018

<https://www.bloomberg.com/markets/currencies/europe-africa-middle-east>

https://www.globalfx.org/docs/fx_global.pdf

<https://www.instaforex.eu/pl/ecn>

<https://www.tms.pl/tms-direct/webdirect>, www.tms.pl/tms-direct/mobidirect

<https://www.xm.com/pl>

<https://search.visymo.com/>

<https://www.revolut.com/pl-PL/about-revolut>

<https://finanse.uokik.gov.pl/tag/spready-walutowe>

<https://www.thomsonreuters.com/en/press-releases/2018/september/thomson-reuters-boosts-fx-trade-analysis-and-best-execution-capabilities.html>

<https://www.thomsonreuters.com/en/press-releases/2018/march/thomson-reuters-to-enhance-fx-trading-accuracy-by-adding-further-pricing-precision-for-aud-usd.html>

Jabłoński M., Koźmiński K., *Bankowe kredyty waloryzowane do kursu walut obcych w orzecznictwie sądowym*, Warszawa 2018

Jakubczyc Jerzy, *Finanse międzynarodowe*, Oficyna, Warszawa, 2012 ISBN 978-83-264-1568-5

Kalinowski, M. (2011). *Spread walutowy jako element ryzyka walutowego kredytobiorców w Polsce*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia, 37, s. 461–472

King Michael R., Carol Osler and Dagfinn Rime *Foreign exchange market structure, players and evolution* Working Paper Research Department ISSN 1502-8143 (online) ISBN 978-82-7553-616-5 (online) August 14, 2011

Kochan Krzysztof, *FOREX w praktyce. Vademecum inwestora walutowego*, Onepress ISBN: 978-83-283-5479-1 2019

Koźmiński K., *Czy sędziowie w sprawach frankowych łamią prawo*, <https://www.rp.pl/opinie-prawne/art19193801-krzysztof-kozminski-czy-sedziowie-w-sprawach-frankowych-lamia-prawo>, dostęp 26.05.2022 r.

Koźmiński K. (red.), Jabłoński M. (red.), *Procesy frankowe w Polsce po wyroku TSUE w sprawie C-260/18*, Warszawa 2020

Krasoń M.: *Banki nie straciły na rekomendacji S II*, www.openfinance.pl, 2010

Krohn Ingomar Sushko Vladyslav *FX spot and swap market liquidity spillovers by Monetary and Economic Department* November 2017 BIS Working Papers No 836 (revised June 2021)

Krugman Paul R., Obstfeld Maurice, Melitz Marc J. Pearson, *International Economics*, Pearson wyd 11. 2018 ISBN 1-292-23873-9

Luzak J., *Doprecyzowanie zasady transparentności w polskim prawie konsumenckim*, *Studia Prawa Prywatnego* 01/2020

MAR *Review report* 23 September 2020 ESMA70-156-2391 Art.2 Zakres MAR

Mikłaszewicz P., *Transparentność [w:] Obowiązki informacyjne w umowach z udziałem konsumentów na tle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008

NBP Komunikat Komitetu Stabilności Finansowej po posiedzeniu dotyczącym nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym. Data publikacji strony: 28-03-2022

NBP Wyniki badania obrotów w kwietniu 2019 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce, wrzesień 2019, NBP,

Obwieszczenie Prezesa NBP z dn. 21 lipca 2015 r. w sprawie jednolitego tekstu uchwały Zarządu NBP w sprawie sposobu wyliczania i ogłaszania bieżących kursów walut obcych (Dz. Urz. NBP z 2015r, poz. 11)

Ojczyk J., *TSUE: Klauzule waloryzacyjne mają być jasne, a sąd nie może ich naprawiać*, <https://www.prawo.pl/biznes/wyrok-tsue-w-sprawie-frankowej-z-18-listopada-c-21220,511820.html>

Ojczyk J., *Frankowicze zaczynają wygrywać, ale droga sądowa się wydłuża*, <https://www.prawo.pl/biznes/frankowicze-wygrywaja-ale-postepowanie-dluzsze,496910.html>, dostęp 26.05.2022 r.

Osajda K. (red. serii), Borysiak W. (red. tomu), *Kodeks cywilny. Komentarz. Wyd. 29*, Warszawa 2021.

Rekomendacja S (II) dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie KNF Warszawa 2008

Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych Warszawa, 23 lutego 2010 r. Uchwała z dn. 23.02.2010 r. nr 52/2010 Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie wydania Rekomendacji T Dz.Urz. KNF nr 2, poz. 12. 468

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie możliwych nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/124/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE EU 2014/596/oj

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 – ESMA the scope of MAR as defined by its Article 2 does not include foreign exchange spot transactions

Saha Shrabani , Zhaoyong *Do exchange rates affect consumer prices? A comparative analysis for Australia, China and India w: Mathematics and Computers in Simulation* Volume 93, July 2013, Pages 128-138

Samcik M. *Jutro Dzień Frankowicza. A ile banki do tej pory zarobiły na kredytach frankowych?* <http://samcik.blox.pl/2015/05/Jutro-Dzień-Frankowicza-A-ile-ban-ki-do-tej-pory.html>, dostęp 13.05.15

Scott **GORDON**, BELLUCCO-CHATHAM **AMANDA** *WHAT IS THE FOREIGN EXCHANGE MARKET?* [HTTPS://WWW.INVESTOPEDIA.COM/TERMS/FOREX/F/FOREIGN-EXCHANGE-MARKETS.ASP](https://www.investopedia.com/terms/forex/f/foreign-exchange-markets.asp)

SCHRIMPF ANDREAS, SUSHKO VLADYSLAV; *FX TRADE EXECUTION: COMPLEX AND HIGHLY FRAGMENTED*, BIS QUARTERLY REVIEW, DECEMBER 2019|08 DECEMBER 2019

SŁOWIK P., DZIUBAK, *I WSZYSTKO JASNE?*, [HTTPS://PRAWO.GAZETAPRAWNA.PL/ARTY-KULY/1447396,KREDYTY-FRANKOWE-SPRAWA-DZIUBAKOW.HTML](https://prawo.gazetaprawna.pl/artysty-kuly/1447396,kredyty-frankowe-sprawa-dziubakow.html), DOSTĘP 26.05.2022 R.

THALER RICHARD H., *ZACHOWANIA NIEPOPRAWNE. TWORZENIE EKONOMII BEHAWIORALNEJ*. MEDIA RODZINA, 2018 POZNAŃ

USTAWA DZ. U. 2021 POZ. 275 OBWIESZCZENIE MARSZAŁKA SEJMU RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ Z DNIA 22 STYCZNIA 2021 R. W SPRAWIE OGŁOSZENIA JEDNOLITEGO TEKSTU USTAWY O OCHRONIE KONKURENCJI I KONSUMENTÓW.

USTAWA Z DNIA 2 MARCA 2000 R. O OCHRONIE NIEKTÓRYCH PRAW KONSUMENTÓW ORAZ O ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SZKODĘ WYRZĄDZONĄ PRZEZ PRODUKT NIEBEZPIECZNY. DZ.U. 2000 NR 22 POZ. 271

USTAWA Z DNIA 30 MAJA 2014 R. O PRAWACH KONSUMENTA. DZ. U. 2014 POZ. 827

USTAWA DZ. U. 2021 POZ. 275 OBWIESZCZENIE MARSZAŁKA SEJMU RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ Z DNIA 22 STYCZNIA 2021 R. W SPRAWIE OGŁOSZENIA JEDNOLITEGO TEKSTU USTAWY O OCHRONIE KONKURENCJI I KONSUMENTÓW

USTAWA PRAWO BANKOWE. DZ. U. 1997 NR 140 POZ. 939 USTAWA Z DNIA 29 SIERPNIA 1997 R.

USTAWA Z DNIA 29 LIPCA 2011 R. O ZMIANIE USTAWY – PRAWO BANKOWE ORAZ NIEKTÓRYCH INNYCH USTAW (DZ. U. Z 2011 R. NR 165, POZ. 984



WALTON JAMIE, FUNDER RAIDNE IS FINANCIAL TECHNOLOGY COMPANY DELIVERING INDEPENDENT QUANTITATIVE SURVEILLANCE AND BEST-EXECUTION TO THE BUY-SIDE AND THE SELL-SIDE. „SIREN HAS BEEN SPECIFICALLY CONSTRUCTED TO ACT AS A RATE THAT CAN BE DEALT UPON,” SAYS RAIDNE CO-FOUNDER JAMIE WALTON. [HTTPS://WWW.EUROMONEY.COM/ARTICLE/28N8CVHMRR4F-9HG698RUO/FOREIGN-EXCHANGE/FX-BENCHMARK-HOPES-MARKET-PARTICIPANTS-WILL-SPOT-THE-DIFFERENCE](https://www.euromoney.com/article/28N8CVHMRR4F-9HG698RUO/FOREIGN-EXCHANGE/FX-BENCHMARK-HOPES-MARKET-PARTICIPANTS-WILL-SPOT-THE-DIFFERENCE)

Warsaw University of Life Sciences – SGGW Institute of Economics and Finance Department of Econometrics and Statistics QUANTITATIVE METHODS IN ECONOMICS METODY ILOŚCIOWE W BADANIACH EKONOMICZNYCH Volume XXI, No. 2 Warszawa 2020 QUANTITATIVE METHODS IN ECONOMICS Received: 15.12.2020 Volume XXI, No. 2, 2020, pp. 71 – 79 Accepted: 22.12.2020 <https://doi.org/10.22630/MIBE.2020.21.2.7> THE RISK PREMIUM IN THE FOREIGN EXCHANGE MARKET. THE APPLICATION OF ARCH-IN-MEAN MODEL Katarzyna Czech <https://orcid.org/0000-0002-0660-7124> Institute of Economics and Finance Warsaw University of Life Sciences – SGGW

Welfens P. JJ, Foreign Financial Deregulation under Flexible and Fixed Exchange Rates: A New Trilemma Diskussionsbeitrag 238 Wuppertal, Germany October 25, 2017, ISSN 1430-5445 s.9

Węgrzynowski Ł, *Przejrzystość i wykładnia umowy kredytu frankowego z perspektywy dyrektywy 93/13. Glosa do wyroku TS z dnia 18 listopada 2021 r., C-212/20*, LEX/el. 2021

Żukowski Paweł, Rynek walutowy jako przykład rynku wirtualnego, NAUKI O FINANSACH FINANCIAL SCIENCES 1(18) • 2014, ISSN 2080-5993

ANEKS 1



Dla wychwycenia dokonujących się zmian na rynkach walutowych prezentowane są podobne co do zakresu tabele za lata 1995-2010

Tabela. Struktura obrotów dziennych na rynku walutowym w ujęciu geograficznym za lata 1995-2010

Country	1995	1998	2001	2004	2007	2010
United Kingdom	29.3	32.6	32.0	32.0	34.6	36.7
United States	16.3	18.3	16.1	19.1	17.4	17.9
Japan	10.3	7.0	9.0	8.0	5.8	6.2
Singapore	6.6	6.9	6.1	5.1	5.6	5.3
Switzerland	5.4	4.4	4.5	3.3	5.9	5.2
Hong Kong SAR	5.6	3.8	4.0	4.1	4.2	4.7
Australia	2.5	2.3	3.2	4.1	4.1	3.8
France	3.8	3.7	2.9	2.6	3.0	3.0
Denmark	1.9	1.3	1.4	1.6	2.1	2.4
Germany	4.8	4.7	5.4	4.6	2.4	2.1
Canada	1.9	1.8	2.6	2.3	1.5	1.2
Sweden	1.2	0.8	1.5	1.2	1.0	0.9
Korea		0.2	0.6	0.8	0.8	0.9
Russia		0.3	0.6	1.1	1.2	0.8
Luxembourg	1.2	1.1	0.8	0.6	1.0	0.7
Belgium	1.7	1.3	0.6	0.8	1.2	0.6
Finland	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.6
Spain	1.1	1.0	0.5	0.5	0.4	0.6
Italy	1.5	1.4	1.0	0.9	0.9	0.6
India		0.1	0.2	0.3	0.9	0.5

Note: Country percentage shares of daily average global total in April. Country volumes are adjusted for local inter-dealer double-counting, but not cross-border (i.e., "net-gross" basis according to terminology of the BIS Triennial survey). Countries are sorted based on 2010 market share. Source: BIS Triennial FX Survey.

Tabela. Struktura walutowa według wiodących walut w latach 1992-2010

	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010
USD	72	71	78	84	85	79	80
EUR*	69	75	58	43	44	42	46
JPY	20	22	24	26	21	20	20
GBP	14	9	12	11	13	15	14
CHF	9	8	7	7	7	9	6
AUD/CAD/NOK/NZD	4	5	5	9	10	12	15
BRL/RUB/INR/CNY			1	2	3	4	3
All others	12	10	15	18	17	19	15
Total	200	200	200	200	200	200	200

Note: Total spot volume in a currency as percentage share of total global spot volume. First four rows show the G4-currencies. EUR includes legacy currencies. The total equals 200 since two currencies are involved in each transaction. "BRL/RUB/INR/CNY" represent the Brazilian real, Russian ruble, Indian rupee, and Chinese renminbi (the "BRIC" currencies). Source: BIS Triennial FX Survey.

Tabela. Struktura rynku walutowego według rodzajów transakcji – średnie dzienne obroty w mln \$ oraz w ujęciu procentowym.

	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010
Total	857	1135	1713	1480	2013	3296	3981
a) Shares (%)							
Spot	51	42	37	31	33	30	37
FX swaps	42	46	48	53	49	52	44
Forwards	8	8	8	11	11	11	12
Currency swaps		0	1	1	1	1	1
Options and others	4	3	6	5	6	6	5
b) Growth (%)							
Total		33	51	-14	36	64	21
Spot		9	34	-28	42	52	50
FX swaps		47	57	-5	27	71	4
Forwards		44	54	9	40	65	32
Currency swaps			207	-23	156	42	37
Options and others		16	148	-27	74	69	-1
c) Growth contribution (%)							
Spot		14	28	75	37	26	72
FX swaps		60	52	17	39	55	10
Forwards		10	9	-5	12	11	17
Currency swaps			1	1	3	1	2
Options and others		2	10	12	10	7	0

Note: Total is measured in USD billions, calculated at constant rates. Shares are percentage share out of total, $\frac{x}{Tot} \cdot 100$. Growth rates are calculated as $\Delta x_t = (x_t - x_{t-1}) / x_{t-1}$. Contribution to total growth is calculated as $(x_1 - x_0) / (Tot_1 - Tot_0)$. Source: BIS Triennial FX Survey.

Tabela. Największe platformy multibankowe w 2011 roku

Platforma	Miejsce 2010	Miejsce 2011	Udział w %
FXFall	1	1	28,58%
Reuters Dealing 3000 Direct	2	2	21,27%
FX Trading on Bloomberg	6	3	12,45%
FX Connect	4	4	10,87
360 Treasury System	5	5	10,48%
Currenex	3	6	8,33%
Hotspot FXi	8	7	3,45%
Integral-FX Inside	7	8	2,05%
SaxoTrader	11	9	1,18%
Lava FX	10	10	0,82%
SUMA obrotów FX 16 bln\$ (US Trillion)		Suma obrotów FX 21 bln \$ (US Trillion)	

Źródło: Euromoney – za: Bloomberg challenges FX multi-dealer incumbents | Euromoney

Aneks 2



Tabela: orzecznictwo sądów w okresie poprzedzającym Wyrok TSUE, łączące abuzywność klauzul przeliczeniowych z odeślaniami do tabel kursowych banków

„Nie zostały również określone w tych postanowieniach zasady ustalania kursu waluty obcej stosowanego przez Bank (co było niezbędne do przewalutowania), nie wskazano, na jakiej podstawie będzie ustalana wysokość rat uiszczanych przez powodów. Tak naprawdę zasady przewalutowania jednostronnie określał Bank. Tego typu postanowienie kształtuje prawa i obowiązki konsumenta w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami, w rażąco sposób naruszając jego interesy. Te okoliczności przesądzały o oczywistej abuzywności spornych postanowień.”¹²¹

„W ocenie Sądu Najwyższego, szczegółowość treści analizowanej klauzuli nie jest jednak wystarczająca. Nietrudno zauważyć, że pozwanemu Bankowi znane są wszystkie parametry pozwalające określić poziom spłacanej raty kredytowej w odpowiednim czasie. (...) Ten stan rzeczy oznacza wyraźną nierówność informacyjną obu partnerów. Szczegółowy sposób określenia kursu Bank zachowuje dla siebie w celu zachowania tajemnicy przedsiębiorstwa bankowego i utrzymania jego konkurencyjności na rynku w obszarze usług związanych z obrotem walutowym. (...) Za koniecznością utrzymania kwestionowanej klauzuli dotyczącej spreadu walutowego nie przemawia wskazywana w skardze praktyka tworzenia przez pozwanego Bank uniwersalnych podmiotowo tabel kursów walut, skierowanych zarówno do konsumentów, jak i innych podmiotów, aktualnych w zakresie wszystkich transakcji handlowych. (...) W konsekwencji należy stwierdzić, że postanowienia umowne zawarte w załączniku do umowy kredytu hipotecznego kształtują prawa i obowiązki kontrahenta banku w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami i rażąco naruszają jego interesy w omawianym typie stosunków kredytowych (art. 385(1) § 1 zdanie pierwsze k.c.).”¹²²

„Ukształtowanie przez pozwanego indeksacji było nieprawidłowe. Sąd Apelacyjny nie przeprowadził analizy, jak kształtowałyby się sytuacja powódki, gdyby podstawą indeksacji był kurs kupna i sprzedaży ustalany obiektywnie przez niezależny od pozwanego NBP albo kurs kupna i sprzedaży określany przez pozwanego, ale bez elementu zysku, skoro różnica pomiędzy tymi kursami miała doprowadzić do zrównoważenia interesów stron.”¹²³

„Definicja bankowej tabeli kursów walut dla kredytów dewizowych oraz indeksowanych kursem walut, zawarta w § 6 ust. 1 umowy nie wskazywała obiektywnie sprawdzalnych mierników prawidłowości kalkulacji zawartych w niej kursów. (...) Tak określony sposób ustalania jednego z podstawowych czynników rzutujących na rozmiar świadczenia głównego kredytobiorcy i to praktycznie na wszystkich etapach realizacji umowy, Sąd uznał za niepoddający się kontroli i umożliwiający ustalenie wysokości kursu przez pozwanego, a w następstwie także wysokość zadłużenia i rat kredytowych, w sposób arbitralny, nieprzewidywalny dla konsumenta i umożliwiający pozwanemu uzyskanie dodatkowego wynagrodzenia, którego powodowie nie mogli oszacować. W konsekwencji konsument ponosił nie tylko ryzyko zmian kursu waluty, na które się godził, zawierając umowę kredytu indeksowanego do waluty obcej, ale dodatkowo ryzyko dowolnego kształtowania kursów wymiany przez kredytodawcę. W ten sposób pozwany bank wykorzystał swoją silniejszą pozycję. (...)”¹²⁴

„mechanizm ustalania przez bank kursów waluty, który pozostawia bankowi swobodę, jest w sposób oczywisty sprzeczny z dobrymi obyczajami i rażąco narusza interesy konsumenta, a klauzula, która nie zawiera jednoznacznej treści i przez to pozwala na pełną swobodę decyzyjną przedsiębiorcy w kwestii bardzo istotnej dla konsumenta, dotyczącej kosztów kredytu, jest klauzulą niedozwoloną w rozumieniu art. 385(1) § 1 k.c.”¹²⁵

„zdecydowanie dominuje pogląd, zgodnie z którym analizowane klauzule mają charakter abuzywny, czyli kształtują prawa i obowiązki konsumenta w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami, rażąco naruszając jego interesy. Sprzecznosc z dobrymi obyczajami i naruszenie interesów konsumenta polega w tym przypadku na uzależnieniu wysokości świadczenia spełnianego przez konsumenta od swobodnej decyzji przedsiębiorcy. Zarówno przeliczenie kwoty kredytu na CHF w chwili jego wypłaty, jak i przeliczenie odwrotne w chwili wymagalności poszczególnych spłacanych rat, służy bowiem określeniu wysokości świadczenia konsumenta”¹²⁶

121 Wyrok SN z 7.11.2019 r., IV CSK 13/19, LEX nr 2741776.

122 Wyrok SN z 22.01.2016 r., I CSK 1049/14, OSNC 2016, nr 11, poz. 134.

123 Wyrok SN z 1.03.2017 r., IV CSK 285/16, LEX nr 2308321.

124 Wyrok SN z 24.10.2018 r., II CSK 632/17, LEX nr 2567917.

125 Wyrok SN z 13.12.2018 r., V CSK 559/17, LEX nr 2618543; tak też Wyrok SN z 27.02.2019 r., II CSK 19/18, LEX nr 2626330; Wyrok SN z 4.04.2019 r., III CSK 159/17, LEX nr 2642144.

126 Wyrok SN z 9.05.2019 r., I CSK 242/18, LEX nr 2690299.



„W rozpoznawanej sprawie nie powinno budzić wątpliwości, że klauzule umowne zawarte w ust. 2 i 4 Załącznika nr 7 do umowy kredytu należy uznać za niedozwolone postanowienia umowne w rozumieniu art. 385(1) § 1 k.c. (...) Odwołanie do kursów walut zawartych w „Tabeli kursów” ogłaszanych w siedzibie banku oznacza naruszenie równorzędności stron umowy przez nierównomierne rozłożenie uprawnień i obowiązków między partnerami stosunku obligacyjnego. W konsekwencji jest niewątpliwe, że w rozpatrywanej sprawie powodowy Bank przyznał sobie prawo do jednostronnego regulowania – na gruncie zawartej umowy – wysokości rat kredytu waloryzowanego kursem franka. Jednocześnie prawo banku do ustalania kursu waluty nie doznawało żadnych umownych ograniczeń w postaci skonkretyzowanych, obiektywnych kryteriów zmian stosowanych kursów walutowych. (...)”¹²⁷

„Sąd Najwyższy podziela ostateczny wniosek Sądu Apelacyjnego odnośnie abuzywności kwestionowanych przez powodów postanowień kontrolowanych wzorców umownych, które określają wysokość należności obciążającej konsumenta z odwołaniem do tabel kursów ustalanych jednostronnie przez bank, bez wskazania obiektywnych kryteriów. Tak należy ocenić użyte we wzorcach niedookreślone zwroty typu „bieżące notowania kursów wymiany walut”, „rynek międzybankowy”, „rynek krajowy”, „różnica stóp inflacji”, „różnica stóp procentowych”, „płynność rynku walutowego”, czy też „stan bilansu płatniczego i handlowego”. Słusznie podniósł Sąd Apelacyjny, że z tych postanowień wzorca nie wynika, z jakich konkretnie źródeł Pozwany pozyskuje informacje, na podstawie których ustala kursy walut. Takie nietransparentne postanowienia, które uprawniają pozwaną (...) Bank SA do jednostronnego ustalenia kursów walut, pozostawiają pole do arbitralnego działania banku i w ten sposób obarczają kredytobiorcę nieprzewidywalnym ryzykiem oraz naruszają równorzędność stron”¹²⁸

„Postanowienia umowy (regulaminu), określające zarówno zasady przeliczenia kwoty udzielonego kredytu na złotówki przy wypłacie kredytu, jak i spłacanych rat na walutę obcą, pozwalające bankowi swobodnie kształtować kurs waluty obcej, mają charakter niedozwolonych postanowień umownych. Postanowienia podobne do ocenianych w tej sprawie były już wielokrotnie przedmiotem badania Sądu Najwyższego (zob. np. wyroki Sądu Najwyższego: z 22 stycznia 2016 r., I CSK 1049/14; z 4 kwietnia 2019 r., III CSK 159/17). Dominuje trafny pogląd, że takie klauzule mają charakter abuzywny, bowiem kształtują prawa i obowiązki konsumenta w sposób sprzeczny z dobrymi obyczajami, rażąco naruszając jego interesy. Sprzeczność z dobrymi obyczajami i naruszenie interesów konsumenta polega w tym przypadku na uzależnieniu wysokości świadczenia banku oraz wysokości świadczenia konsumenta od swobodnej decyzji banku. Zarówno przeliczenie kwoty kredytu na złotówki w chwili jego wypłaty, jak i przeliczenie odwrotne w chwili wymagalności poszczególnych spłacanych rat, służy bowiem określeniu wysokości świadczenia konsumenta. **Takie uregulowanie umowne należy uznać za niedopuszczalne, niezależnie od tego, czy swoboda przedsiębiorcy (banku) w ustaleniu kursu jest pełna, czy też w jakiś sposób ograniczona, np. w razie wprowadzenia możliwych maksymalnych odchyień od kursu ustalonego z wykorzystaniem obiektywnych kryteriów (wyrok Sądu Najwyższego z 22 stycznia 2016 r., I CSK 1049/14).** Takie postanowienia, które uprawniają bank do jednostronnego ustalenia kursów walut, są nietransparentne i pozostawiają pole do arbitralnego działania banku. W ten sposób obarczają kredytobiorcę nieprzewidywalnym ryzykiem oraz naruszają równorzędność stron”¹²⁹

„W niniejszej sprawie uznane za niedozwolone klauzule umowy nie odwoływały się do ustalonego w sposób obiektywny kursu waluty, do obiektywnych wskaźników, na które żadna ze stron nie miała wpływu, lecz poprzez nietransparentny mechanizm wymiany waluty pozwalały kształtować ten kurs w sposób dowolny Skarżącemu. Takie ukształtowanie stosunku prawnego z naruszeniem zasady równości stron i brak jasnych mechanizmów określania zobowiązania niewątpliwie pozostaje w sprzeczności z dobrymi obyczajami.”¹³⁰

127 Wyrok SN z 29.10.2019 r., IV CSK 309/18, OSNC 2020, nr 7-8, poz. 64.

128 Wyrok SN z 30.09.2020 r., I CSK 556/18, LEX nr 3126114.

129 Wyrok SN z 2.06.2021 r., I CSKP 55/21, LEX nr 3219740.

130 Wyrok SN z 28.09.2021 r., I CSKP 74/21, LEX nr 3283262.



—Wiß

**PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY**

Raport opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości