

Nr 3(76) 2019

ISSN 2544-7068

BEZPIECZNY BANK

BFG Bankowy
Fundusz
Gwarancyjny

BEZPIECZNY BANK jest czasopismem wydawanym przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny od 1997 roku, poświęconym zagadnieniom stabilności systemu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem systemu bankowego.

KOMITET REDAKCYJNY

prof. Jan Szambelańczyk – Redaktor Naczelny
prof. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska
prof. Ryszard Kokoszczyński
prof. Monika Marcinkowska
prof. Krzysztof Opolski
dr Ewa Kulińska-Sadłocha
prof. Ewa Miklaszewska
Artur Radomski
Ewa Teleżyńska – sekretarz Redakcji

RADA PROGRAMOWO-NAUKOWA

Leszek Skiba – Przewodniczący
prof. Angel Berges Lobera
prof. Paola Bongini
prof. Santiago Carbo-Valverde
prof. Dariusz Filar
prof. Eugeniusz Gatnar
prof. Andrzej Gospodarowicz
prof. Marko Košak
prof. Anzhela Kuznetsova
prof. Edgar Löw
prof. Leszek Pawłowicz
prof. Krzysztof Pietraszkiewicz
prof. Andrzej Sławiński
Zdzisław Sokal
prof. Rafał Sura

Artykuły publikowane w BEZPIECZNYM BANKU są recenzowane.
Za publikację naukową w BEZPIECZNYM BANKU Minister Nauki i Szkolnictwa Wyższego przyznał dwadzieścia punktów.
BEZPIECZNY BANK (online) ISSN 2544-7068
Wcześniejsze wydania BEZPIECZNEGO BANKU miały numer ISSN 1429-2939

REDAKCJA

Krystyna Kawerska

WYDAWCA

Bankowy Fundusz Gwarancyjny
ul. Ks. Ignacego Jana Skorupki 4
00-546 Warszawa

SEKRETARIAT REDAKCJI

Ewa Teleżyńska
Telefon: 22 583 08 78
e-mail: redakcja@bfg.pl

Informacje dotyczące wymogów formalnych i edytorskich dla autorów publikacji znajdują się na stronie: **www.bfg.pl**



Opracowanie komputerowe:
Dom Wydawniczy ELIPSA
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa
tel. 22 635 03 01, e-mail: elipsa@elipsa.pl,
www.elipsa.pl

Krzysztof Kalicki*
ORCID: 0000-0003-3111-9461

Aleksandra Górska**

Rynek walutowy a oprocentowanie kredytów mieszkaniowych w walutach obcych

Streszczenie

Celem opracowania jest analiza procesów ustalania kursu na rynku walutowym w kontekście ingerencji Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów oraz sądów powszechnych w treść umów o udzielenie kredytów denominowanych lub indeksowanych do walut obcych. W szczególności dokonano analizy, czy średni kurs waluty – obowiązujący w danej chwili – może być uznany za korzystniejszy lub mniej korzystny dla jednej ze stron. Na tle tego dylematu rozważana jest ponadto racjonalność wyposażania konsumenta w narzędzia do weryfikowania sposobu ustalania kursu średniego przez dany bank w warunkach transparentnego i efektywnego rynku walutowego, z uwzględnieniem wiedzy i kompetencji klienta oraz – czy taka weryfikacja jest potrzebna *ex post*. Wyniki dowodzą, że kursy te różnią się marginalnie i mają charakter losowy. Wnioski prowadzą do stwierdzenia, że najważniejsze jest przestrzeganie zasad konkurencji rynkowej, co naturalnie eliminuje wszelkiego rodzaju odstępstwa od powszechnie przyjętej praktyki.

Słowa kluczowe: rynek walutowy, kredyty denominowane w walutach obcych, kredyty indeksowane do walut obcych, średni kurs walutowy, kurs kupna, kurs sprzedaży, spread.

JEL: E4, E5, G1, G2

* Dr hab., profesor Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie, Katedra Bankowości, Ubezpieczeń i Ryzyka.

** Radca prawny, Deutsche Bank Polska.

Functioning of the contemporary Foreign Exchange Market and its impact on the lending market in Poland

Abstract

The purpose of this material is an analysis of the processes of fixing the FX rate on the FX market in the context of the interference of the Polish Consumer Protection Authority and the courts in the content of mortgage loan contracts denominated or indexed in foreign currency. In particular, it was analyzed whether the average currency rate – binding in a particular moment – may be deemed to be more or less beneficial for any party. Empiric research confirms that in the conditions of contemporary market economy and effective FX market, it is neither possible nor beneficial to influence the FX rate for the benefit of any market participant. The conclusions are that the most important thing is to protect the rules of market competition in which all deviations from commonly accepted practice are naturally eliminated. This reflection should be always made during discussions on abusiveness questions and its excessive use for the benefit of one of the parties, in order not to forget about more general approach with respect to the consequences.

Key words: Currency market, foreign exchange market, FX market, loans denominated in foreign currency, loans indexed to foreign currency, average FX rate, bid rate, ask rate, spread.

Wstęp

Sposób funkcjonowania współczesnego rynku walutowego wywiera istotny wpływ na relacje zachodzące między bankami a ich klientami. Obrót walutowy odbywa się w bardzo zdywersyfikowanej strukturze instytucjonalnej, która wykształciła się w długiej perspektywie czasowej i w różnych reżimach prawnych silnie związanych z poziomem rozwoju rynku finansowego, zarówno co do kapitalizacji rynku, stopnia finansjalizacji gospodarki, jak i poziomu zaawansowania stosowanych instrumentów.

Nie pretendując do wyczerpania typologii można wskazać bogatą strukturę rynków finansowych. Według kryterium dychotomicznego wyróżnia się rynki pierwotne i wtórne, regulowane, w tym wielostronne – giełdowe oraz pozagiełdowe typu ASO (alternatywny system obrotu) lub platformy uznaniowe OTF (*organised trading facilities* – nieregulowane zorganizowane platformy obrotu), i nieregulowane (OTC – *over-the-counter*, czyli w obrocie niezorganizowanym), publiczne i niepubliczne. Kryterium specyfiki instrumentów będących przedmiotem obrotu na rynku pozwala wyróżnić rynki kapitałowe, pieniężne, walutowe, instrumentów pochodnych, towarowe, depozytowo-kredytowe etc., przy czym niezwykle istotne jest, że każdy z wyróżnionych rynków cechują specyficzne reguły funkcjonowania. Dotyczy to również bardzo zaawansowanych technologii, kwalifikacji kadr, obejmujących nie tylko znajomość obowiązujących regulacji, ale specjalistyczne metody gromadzenia, przetwarzania i oceny informacji, wreszcie podejmowania decyzji w warunkach ryzyka i niepewności. Wskazane cechy powodują, że mechanizmy funkcjonowania tych rynków są często trudne do zrozumienia dla nieprofesjonalnych uczestników. Używając obrazowego porównania, nowoczesne sposoby diagnozo-

wania i terapii w medycynie także nie są ani znane, ani zrozumiałe dla przeciętnego pacjenta, a pacjent ich systematycznie nie weryfikuje.

Powyższe cechy i prawidłowości dotyczą w całej rozciągłości kredytów hipotecznych udzielanych przez banki w walutach obcych. Łatwo obserwowanym przejawem trudności w zrozumieniu i jednoznacznej ocenie, przez podmioty bezpośrednio lub pośrednio uczestniczące w transakcji, są kontrowersje dotyczące treści umów kredytów hipotecznych udzielonych w walutach obcych, zawieranych przez banki z konsumentami. Jest to widoczne m.in. w różnego rodzaju debatach, a zwłaszcza *explicite* wyrażanych wątpliwościach i sprzecznych poglądach, które zależą przede wszystkim od posiadanej wiedzy w kwestii funkcjonowania rynku walutowego, a zwłaszcza zasad ustalania kursu wymiany przez dany bank. Spory toczą strony umowy kredytu, swoje racje przedstawiają także regulatorzy, instytucje ochrony konsumentów, wreszcie sądy powszechne rozpatrujące sprawy z udziałem kredytodawców i kredytobiorców. Szczególne znaczenie dla praktyki mają decyzje lub orzeczenia, z których treści wynika najczęściej wspieranie interesów konsumentów przy niezachowaniu zasady proporcjonalności, pominięciu uczciwej równowagi ekonomicznej w relacji stron, mogące doprowadzić nawet do zachwiania stabilności finansowej. Warto podkreślić, że rozstrzygnięcia preferujące konsumentów dokonywane są w sferze czysto prawnej, natomiast marginalizują lub abstrahują od pogłębionych analiz ekonomicznych, skutków finansowych, wreszcie należytego rozpoznania funkcjonowania rynków walutowych. Jednocześnie pomija się lub nie przywiązuje wagi do podstawowych mechanizmów gospodarki rynkowej, zasad działania rynków walutowych, w tym zwłaszcza ustalania kursów walutowych.

Przedmiotem i celem opracowania jest głównie rynek walutowy oraz wpływ decyzji administracyjnych lub sądowych, podejmowanych w oderwaniu od mechanizmów ekonomicznych, na funkcjonowanie sektora bankowego. Zakres analiz empirycznych obejmuje dane dzienne z polskiego rynku finansowego dotyczące banku podmiotu operującego na tym rynku w istotnej skali (ca. 8% wartości wolumenu kredytów walutowych zabezpieczonych hipotecznie) w okresie od 1 lutego 2008 r. do 4 marca 2019 r. Celem opracowania jest badanie procesów rynkowych na rynku walutowym z uwzględnieniem ingerencji podmiotów nierynkowych, tj. Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów oraz sądów powszechnych, w treść transakcji rynkowych. W szczególności dokonano analizy, czy średni – obowiązujący w danej chwili – kurs waluty ustalany na rynku i zastosowany przez jakikolwiek bank komercyjny może być uznany za korzystniejszy lub mniej korzystny dla jednej ze stron transakcji (dla banku lub klienta) w stosunku do kursu NBP. Na tle tego dylematu rozważana jest ponadto racjonalność wyposażania konsumenta w narzędzia do weryfikowania sposobu ustalania kursu średniego przez dany bank w warunkach transparentnego i efektywnego rynku walutowego, jak również kwestie związane z wiedzą i kompetencjami klienta, wreszcie – czy taka weryfikacja jest w ogóle potrzebna *ex post*.

1. Ogólna charakterystyka rynku walutowego

Rynek walutowy jest szczególnym rodzajem rynku finansowego, który – po pierwsze – jest nieregulowany, a po drugie – niezinstytucjonalizowany, czyli taki, na którym transakcje pomiędzy zainteresowanymi podmiotami dokonywane są w sposób swobodny i niezorganizowany – „bez nadzoru określonej centralnej instytucji”¹. Transakcje dokonywane na rynku walutowym przeprowadzane są dobrowolnie przez podmioty zainteresowane wymianą pieniądza krajowego na zagraniczny lub odwrotnie. „Cechą, która budzi wiele kontrowersji wśród inwestorów przyzwyczajonych do rynku giełdowego, jest względna niezależność notowań walut u poszczególnych brokerów”². Ponadto na wolnym rynku walutowym nie istnieje kategoria ceny oficjalnej, co wynika m.in. z tego, że nie jest on regulowany (ang. *over-the-counter*). Wyjątkiem są przypadki zdefiniowane w prawach dewizowych poszczególnych krajów. Charakterystyczne dla rynku walutowego jest: po pierwsze, rozproszenie podmiotów, tak po stronie popytu jak i podaży, po drugie ich powiązanie transakcyjne za pomocą sieci telekomunikacyjnej i sieci technologiczno-informacyjnych. Po trzecie, nie występuje ingerencja żadnych podmiotów trzecich (zwłaszcza regulacyjnych) w sposób uzgadniania kursu i wartości transakcji. Po czwarte, nie można także pomijać segmentacji rynku walutowego na segment hurtowy i detaliczny, przy czym marginalne znaczenie mają niskowartościowe transakcje detaliczne. Po piąte, rynek ten funkcjonuje z różną intensywnością 24 godziny przez 7 dni w tygodniu, choć w weekendy i dni ustawowo wolne od pracy skala transakcji znacząco spada, a rynek staje się mniej płynny. Po szóste, rynek walutowy jest homogeniczny.

Segment hurtowy tego rynku, zwany powszechnie w literaturze specjalistycznej i podręcznikowej FOREXem, obejmuje transakcje zawierane przez podmioty dokonujące operacji walutowych o dużej wartości (np. rządy, banki centralne, banki komercyjne, zakłady ubezpieczeń, specjalistyczne fundusze, korporacje, etc.³). Część tych transakcji dokonywana jest poprzez systemy dostępne na platformach typu Thomson Reuters, Bloomberg albo brokerów dewizowych, a także platformy walutowe globalnych instytucji finansowych, a nawet podmioty typu FinTech⁴. Rozbudowana i zróżnicowana infrastruktura rynku walutowego umożliwia dokonywanie transakcji handlowych, arbitrażowych czy spekulacyjnych, przez podmioty mogące wybrać partnera transakcji spośród ogromnej liczby kontrahentów, gotowych w każdej chwili zawrzeć z nimi transakcje walutowe. Określenie „w każdej chwili”

¹ K. Kochan, *FOREX w praktyce Vademecum inwestora walutowego*, Wyd. III, Onepress, Hellion, 2019, s. 21.

² *Ibidem*, s. 22.

³ Forex, FX – rynek walutowy o charakterze hurtowym, w ramach którego banki oraz inwestorzy instytucjonalni z różnych krajów świata przeprowadzają operacje wymiany walut (A.M. Chisholm, *Wprowadzenie do międzynarodowych rynków finansowych. Instrumenty, strategie, uczestnicy*, Wolters Kluwer, Warszawa 2013, s. 90–118 (dostęp: 10.07.2019)).

⁴ FinTech – (ang. *financial technology*), określenie wszelkiego typu innowacji technologicznych lub finansowych. Tego samego określenia używa się również jako nazwy firm, które oferują głównie innowacyjne rozwiązania dla sektora finansowego dotyczące instrumentów oraz usług finansowych (źródło: https://pl.wikipedia.org/wiki/Technologie_finansowe (dostęp: 10.07.2019)).

jest uzasadnione m.in. tym, że transakcje można zawierać nawet w interwałach milisekund. Tak wysoka płynność tego rynku powoduje, że uzyskanie na nim stałej czy choćby okresowej (w znaczeniu nawet relatywnie bardzo krótkiego czasu np. sekundowego) przewagi konkurencyjnej jest niemożliwe. Natomiast wybór partnera transakcji wynika głównie z wiarygodności (m.in. kredytowej), operacyjnej, płynnościowej podmiotu i konkurencyjności oferty – kursu kupna lub sprzedaży waluty⁵.

Trudność w zrozumieniu zasad działania rynku walutowego wynika głównie z niemożliwości „uchwycenia” jedności czasu, miejsca i akcji. Transakcje zawierane są przez wiele podmiotów pochodzących z różnych lokalizacji na całym świecie, miejsca ich wykonania nie można określić fizycznie, a transakcje realizowane są w każdej niemal milisekundzie przez nieustannie zmieniający się zbiór podmiotów. Oznacza to, że aby monitorować płynność rynku i uzyskać choćby przybliżony poziom kształtowania się kursów na rynku, kalkulujący średnie kursy mogą korzystać z różnych źródeł informacji, pochodzących z dostępnych platform, systemów brokerów, market-makerów, czy coraz silniej obecnych na rynku FinTechów. Powoduje to, że w każdej chwili na rynku funkcjonuje ogromna liczba średnich kursów. Przy czym te średnie kursy są bardzo do siebie zbliżone. Dzieje się tak dlatego, że arbitraż rynkowy oraz płynność rynku walutowego wykluczają zaistnienie zbyt dużych różnic pomiędzy nimi. Z tego względu nie da się bezwzględnie wykazać, że jakaś średnia może być uznana za lepszą lub gorszą ze względu na powyżej wspomniane atrybuty tego rynku. Natomiast ciągła zmienność liczby podmiotów i wykonywanych przez nie transakcji w każdym niemal interwale czasu powoduje, że technicznie nie jest możliwe odtworzenie przez osobę trzecią, działającą poza daną instytucją, historii ustalania przez tę instytucję kursu, ponieważ nie wszystkie czynności dealera wynikają z zawierania przez niego transakcji. Jedyne, co można dokładnie stwierdzić na podstawie dostępnych danych, to wysokość danego kursu średniego, kursu kupna czy kursu sprzedaży danej instytucji – w archiwum tych kursów.

Płynność rynku walutowego zależy od wielu czynników, z uwzględnieniem wymogów prawnych obowiązujących w ramach systemu dewizowego obowiązującego w danym kraju, w tym głównie od rodzaju waluty, czasu (lokalny kupującego i lokalny sprzedającego), wartości i częstotliwości transakcji, wykorzystywanej technologii przeprowadzania transakcji, a ponadto wpływu informacji o wydarzeniach ekonomicznych czy politycznych, w tym szoków oczekiwanych i nieoczekiwanych, wreszcie aspektów behawioralnych wpływających na decyzje sprzedających i kupujących⁶. Te czynniki, które można określić mianem głównych, decydują o tym, czy rynek walutowy w danym kontekście jest bardziej lub mniej płynny. Niemniej jednak zarówno w teorii jak i praktyce uważa się rynek walutowy za przykład naj-

⁵ K. Kochan, *FOREX w praktyce...*, op. cit., s. 21–34.

⁶ P. Montiel, *Makroekonomia międzynarodowa*, Oficyna, Warszawa 2012, s. 353; K. Kochan, *FOREX w praktyce...*, op. cit., s. 21–34; E. Chrabonszczewska, K. Kalicki, *Teoria i polityka kursu walutowego*, SGH, Warszawa 1996.

bardziej efektywnego rynku⁷. Charakter, w tym zwłaszcza masowość transakcji, sprawia, że w praktyce występują losowe zmiany kursów walut. Losowość ta wynika m.in. z niejednolitego dostępu do informacji i czasu reakcji na nie niezależnych podmiotów, które mają na celu racjonalne zdyskontowanie znanego lub postrzeganego kontekstu sytuacyjnego. Innymi słowy „trafienie” w dany kurs wymiany w określonym momencie w przyszłości ma charakter losowy o trudno szacowanym prawdopodobieństwie, ponieważ wpływ na to mają nie tylko czynniki fundamentalne (np. poziom cen, tempo wzrostu gospodarczego, saldo bilansu płatniczego, stopy procentowe etc.), ale również czynniki behawioralne (np. panika, euforia, zachowania „stadne” lub grupowe itp.) oraz tzw. analizy techniczne⁸ (poszukiwanie odchyłeń kursów od fundamentalnego poziomu tzw. anomalii, za pomocą wykresów, analiz sygnałów, świec japońskich, analizy spreadów, trendów, wolumenów, budowanie poziomów wsparcia i oporu dla kursów, formacji, średnich ruchomych, oscylatorów etc.)⁹. Oznacza to, nie tylko w praktyce, ale i w teorii, że żaden podmiot rynkowy nie jest zdolny do stałego spekulacyjnego wykorzystania handlu na rynku walutowym celem „wygrywania z rynkiem”¹⁰.

Znane w literaturze teorie, jak np. teoria chaosu czy rynku koherentnego¹¹, nie spowodowały opracowania narzędzi pozwalających w praktyce systematycznie przewidywać zmiany kursów walutowych. Nawet współtwórca teorii behawioralnej – w odniesieniu do zachowań inwestorów, a jednocześnie krytyk teorii rynków efektywnych – R. Thaler, laureat nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii, twierdzi, że rynek raz reaguje za silnie, a innym razem za łagodnie, choć „niemal wszystkie rynki są efektywne niemal przez cały czas, tzn. co najmniej 90%”¹². Podobnie H. Marks, zwolennik teorii behawioralnych, nie uważa, aby cecha rynku pieniężnego, jaką jest efektywność, mogła być pomijana, a ponadto stawia pytanie, czy rzeczywiście jest możliwe, aby dany podmiot (także osoba) w takich warunkach zawsze wiedziała lepiej niż inni. W jego opinii prawdopodobnie nie, ponieważ nikt nie ma możliwości osiagania regularnie ponadprzeciętnych dochodów z handlu walutami¹³.

Przedstawiona bardzo syntetycznie charakterystyka rynku walutowego wskazuje na poważne ograniczenia, a w praktyce na niemożność wykorzystywania mechanizmu rynku walutowego dla uzyskiwania systematycznej przewagi konkurencyjnej przez jego uczestników, niezależnie od tego, czy podmiotem tym jest bank czy konsument. W szerszej perspektywie stanowi to także przesłankę kwestionowania

⁷ E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, vol. 25, s. 383–417.

⁸ K. Kochan, *FOREX w praktyce...*, op. cit., s. 159–241; P.R. Krugman, M. Obstfeld, M.J. Melitz, *International Finance, Theory and Policy*, Pearson, NY, 2018, s. 60–95.

⁹ K. Kochan, *FOREX w praktyce...*, op. cit., s. 77–157.

¹⁰ H. Marks, *The Most Important Thing, Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*, Columbia Business School, NY, 2011, s. 7–11; tak też: J. Bailliu, *What Drives Movements in Exchange Rates?* Bank of Canada Review, Autumn 2015, s. 2–37.

¹¹ E.E. Peters, *Teoria Chaosu a rynki kapitałowe*, WIG Press, Warszawa 1997.

¹² R.H. Thaler, *Zachowania niepoprawne. Tworzenie ekonomii behawioralnej*, Media rodzina, Poznań 2018, s. 320.

¹³ H. Marks, *The Most Important Thing...*, op. cit., s. 10.

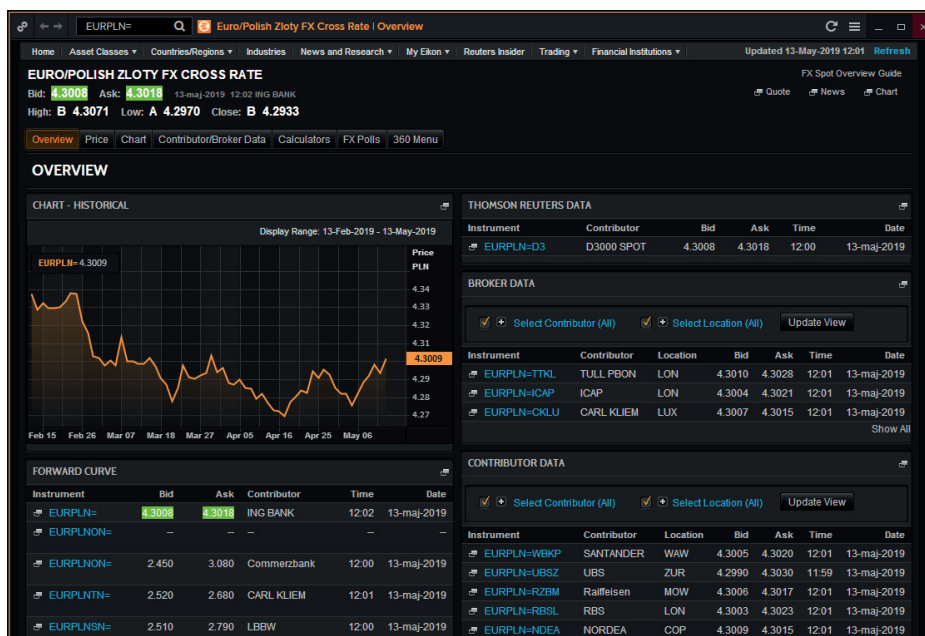
zasadności władczej ingerencji podmiotów pozarynkowych, jeżeli nie respektuje praw działania rynku. Preferowanie interesów jednej ze stron transakcji może mieć negatywne konsekwencje zarówno dla poszczególnych podmiotów rynkowych, jak i dla całej gospodarki, czy systemu finansowego w szczególności, zwłaszcza w dłuższej perspektywie. Nadto trzeba dodać, że wskazane cechy funkcjonowania rynku walutowego mogą powodować, iż leżące u podstaw interwencji cele – ze względu na faktyczny przebieg procesów kształtowania się kursów walutowych – będą skutkować nie tylko nieoczekiwanymi, ale także niepożądanymi rezultatami. Z kolei interwencje *ex post* będą naruszać zasadę pewności obrotu gospodarczego czy rudyment niedziałania prawa wstecz.

2. Ustalanie kursu wymiany na rynku walutowym

Podstawową metodą ustalania kursów średnich jest metoda próbkowania, tj. zebrania od wybranych, ale reprezentatywnych uczestników rynku, lub z odpowiednich platform, danych o wolumenie i poziomie kursów stosowanych w transakcjach, a następnie za pomocą metod statystycznych wyliczenie reprezentatywnej – w opinii danego podmiotu – średniej wartości kursu – jako referencyjnego do tworzenia tabeli kursowych w transakcjach detalicznych. Specyfika rynku walutowego powoduje, że technicznie może być tyle średnich, ile banków kalkuluje wartości średnie, ze względu na moment czasu, miejsce, panel podmiotów w danym procesie kalkulacji oraz zróżnicowanie źródła danych. Nie oznacza to jednak, że dla tego samego momentu w czasie kursy średnie poszczególnych podmiotów będą się istotnie różnić. Ze względu na charakterystykę metody kalkulacji oraz bardzo rozproszony charakter rynku, wreszcie dużą liczbę jego uczestników, prawdopodobieństwo, że kalkulowane średnie kursy poszczególnych banków będą dokładnie takie same, jest minimalne. Z drugiej jednak strony, efektywność rynku walutowego powoduje, że różnice wartości średnich pomiędzy bankami dla zbliżonego czasu i wiodących źródeł informacji są losowe i przede wszystkim marginalne (nieistotnie małe). Ilustrują to dane zamieszczone w tabeli 1.

Z danych zawartych w tabeli 1 wynika, że dla godziny 12.01/12.02 informacje o kursach kupna i sprzedaży waluty (EUR/PLN) dla różnych źródeł w Londynie i Luxemburgu wykazują zakres zmienności na poziomie 0,0007 dla transakcji Bid i 0,0013 dla transakcji Ask oraz 0,0008 dla kursu średniego. Natomiast dane dla Warszawy wynosiły odpowiednio: 0,0005 dla Bid, 0,0008 dla Ask i 0,00065 dla kursu średniego. Przytoczone dane obrazują, że różnice w kursach kupna i sprzedaży waluty z różnych źródeł są marginalne, i w takim właśnie stopniu wpływają na poziom wartości średniej. Dla konsumenta metoda wyboru kursów do policzenia wartości średniej kursu danego banku nie ma żadnego praktycznego znaczenia, ponieważ maksymalna różnica między źródłami (badanego banku i NBP) wynosi 0,08 grosza. Gdyby przyjąć hipotetyczną wartość raty kredytu na poziomie 1500 złotych, to różnica w kwocie zobowiązania wyniosłaby 1 złoty 20 groszy. Trudno uznać tę różnicę za istotną.

Tabela 1. Zrzut ekranu serwisu Thompson Reuters z dnia 13 maja 2019 r. w godz. 11.59–12.01



Źródło: Refinitiv Eikon z dnia 13 maja 2019 r.

Tabela 2. Kalkulacja zakresu zmienności i różnicy wartości średniego kursu EUR/PLN

Źródło informacji	Miejsce transakcji	Czas	Bid	Ask	Kurs średni w PLN	Kursy skrajne w PLN
Reuters		12.02	4,3008	4,3018	4,30130	
Broker 1	Londyn	12.01	4,3010	4,3028	4,30190	Max
Broker 2	Londyn	12.01	4,3004	4,3021	4,30125	
Broker 3	Luxemburg	12.01	4,3007	4,3015	4,30110	Min
Contributor1	Warszawa	12.01	4,3005	4,3020	4,30125	
Contributor2	Londyn	12.01	4,3003	4,3023	4,30130	
Średnia			4,3006	4,3021	4,3014	
Zakres zmienności			0,0007	0,0013	0,0008	

Źródło: obliczenia własne na podstawie tabeli 1.

Dlatego najbezpieczniejszą i najefektywniejszą metodą ustalania kursu walutowego jest wykorzystywanie danych rynkowych pochodzących od renomowanych i wyspecjalizowanych instytucji o globalnym zasięgu, które – na zasadzie samoregulacji oraz integracji systemów informatycznych – otrzymują notyfikacje o większości transakcji zawieranych na rynku, w tym cenach ofertowych (kursach), a następnie agregują te dane i w miarę na bieżąco wskazują na średnią wartość (tj. średnią cenę) kursów wymiany, po której dana para walut jest wymieniana na rynku międzybankowym. W praktyce służą do tego serwisy prowadzone pod markami Thomson Reuters i Bloomberg oraz wybrani brokerzy walutowi (np. Electronic Broking System oraz system Reuters Dealing 3000 Spot Matching – rynek FOREX)¹⁴. Zarówno Thomson Reuters jak i Bloomberg cieszą się zaufaniem uczestników rynku i prowadzą specjalistyczne serwisy dostępne on-line, które w miarę na bieżąco – choć z pewnym opóźnieniem w stosunku do czasu transakcji wykonywanych przez uczestników systemów transakcyjnych na rynku – przekazują informacje o przybliżonych średnich cenach transakcji realizowanych w ich systemach¹⁵. W ogólnie dostępnych serwisach nie są natomiast prezentowane dane historyczne o transakcjach poszczególnych podmiotów.

Uczestnicy systemów transakcyjnych wykorzystują dane z kwotowań uzyskiwanych z rynku jako źródła swoich informacji i podstaw dla decyzji. Przy czym niemal wszystkie podmioty prywatne na rynku (w tym banki w Polsce i za granicą), a także Narodowy Bank Polski (NBP)¹⁶ i Europejski Bank Centralny (EBC) korzystają z analogicznych lub podobnych metod¹⁷. Pozwala to na uzyskanie informacji o transakcyjnych kursach wymiany na rynku oraz trendach w tym zakresie w dowolnym momencie. Tabele kursów banków w Polsce są ustalane w sposób odpowiadający standardom rynkowym, zarówno krajowym, jak i międzynarodowym, a także wiedzy eksperckiej o rynkach walutowych, a przy tym jest to sposób praktycznie identyczny ze sposobem ustalania kursu średniego przez NBP. Na rynku w praktyce nie publikuje się średnich kursów banków komercyjnych, a jedynie kursy kupna i sprzedaży waluty. Transakcje wykonywane są według kursów bid/ offer (kupno/

¹⁴ J. Jakubczyc, *Finanse międzynarodowe*, OFICYNA, Warszawa 2012, s. 88, <http://www.liteforex.com>; M. Doman, R. Doman, *Dynamika zależności na globalnym rynku finansowym*, Difin, Warszawa 2014, s. 116 i 141.

¹⁵ 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 08.00–0:00 co 3 godziny. Dane w czasie rzeczywistym są dostępne w płatnych serwisach Thomson Reuters. Wg informacji podanych na stronie www.bloomberg.com/markets/currencies kursy walut podawane są z 5-minutowym opóźnieniem i odnoszą się do „Bloomberg generic composite”. Podane kursy nie pochodzą z transakcji, ale są ustalane na podstawie indykatywnych kursów dostarczanych przez uczestników rynku, z zastrzeżeniem, że nie są przeznaczone do transakcji. Data pobrania informacji 10.07.2019 r.

¹⁶ Uchwała Nr 51/2002 Zarządu NBP z dnia 23 września 2002 r. w sprawie sposobu wyliczania i ogłaszania bieżących kursów walut obcych 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) (dostęp: 10.07.2019).

¹⁷ <https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/exchange/Frameworkfortheeuroforeignexchangereferenceres.pl.pdf?a7a8a507591419819dd8c3a455b601a0> (dostęp: 10.07.2019).

sprzedaż) waluty, chociaż nie można wykluczyć umownego ustalenia przez strony odniesienia się do kursu średniego w specyficznych transakcjach finansowych.

Większość instytucji finansowych wykorzystuje dane pochodzące z przywołanych serwisów (zarówno na potrzeby bieżące, jak i ustalone dla innych potrzeb rozliczeniowych, np. do przeliczenia pozycji na koniec dnia) jako punkt odniesienia przy dokonywaniu walutowych transakcji dwustronnych, wycenie portfela swoich aktywów czy też rozliczania transakcji wielowalutowych oraz ustalania tabel kursowych danej instytucji. Dotyczy to w równej mierze banków, jak i instytucji niebankowych (np. funduszy inwestycyjnych, kantorów, FinTechów), ale także instytucji publicznych, w tym banków centralnych. Na to, że jest to przyjęta przez rynek praktyka, wskazują także regulacje i faktyczne czynności podejmowane w tym zakresie przez NBP, które opierają się na danych z serwisu informacyjnego Thomson Reuters lub Bloomberg celem określania średnich kursów walut (przy czym szczegółowa metodologia, podobnie jak w innych bankach, nie jest podana do wiadomości publicznej)¹⁸.

Kursy średnie banków ustalone w godzinach porannych w celu opracowania tabeli kursowej są bardziej uzasadnione jako podstawa do określania ich kursów kupna i sprzedaży walut w rozliczeniach transakcji rynkowych niż kurs średni NBP obliczany na godzinę 11.00. A to głównie dlatego, że kurs NBP służy innemu celowi, jakim jest przeliczanie pozycji bilansowych i pozabilansowych przedsiębiorstw na potrzeby rachunkowości¹⁹. Ponadto należy podkreślić, że kursy średnie NBP co do zasady nie służą rozliczaniu żadnych rynkowych transakcji gospodarczych w zakresie wymiany waluty (sprzedaży lub kupna waluty), natomiast w specyficznych transakcjach między klientami mogą być stosowane. Co więcej, spready stosowane przez NBP w Tabeli C ogłaszanej w godzinach 7:45–8.00, na podstawie kursów ustalanych o godz. 16 dnia poprzedniego, mają charakter administracyjny, natomiast kursy banków wynikają z kalkulacji rynkowej uwzględniającej koszty i ryzyko.

Rynek walutowy charakteryzuje się zmiennym w czasie stopniem płynności. Dlatego próba uchwycenia „kursu średniego” ma generalnie charakter pewnego przybliżenia na dany moment – i to kursu wynikającego z wypracowanej i stosowanej przez daną instytucję metodyki²⁰. W związku z tym twierdzenie, że bank stosuje arbitral-

¹⁸ Uchwała Nr 51/2002 Zarządu NBP z dnia 23 września 2002 r. w sprawie sposobu wyliczania i ogłaszania bieżących kursów walut obcych Dz. Urz. NBP.2015.11, w wersji zmienionej uchwałą Nr 25/2017 Zarządu NBP z dnia 20 kwietnia 2017 r. zmieniającą uchwałę w sprawie sposobu wyliczania i ogłaszania bieżących kursów walut obcych (Dz. Urz. NBP.2017.9), data pobrania 10.07.2019r., §4 uchwały.

¹⁹ J. Zając, *Polski rynek walutowy w praktyce*, wyd. 3, Warszawa 2001, s. 15–28. Kursy średnie stosowane są do „ujęcia w księgach rachunkowych aktywów i pasywów walutowych na dzień bilansu”, wypełnienia dokumentu SAD oraz zakazuje od 7.06.1999 r. stosowania kursu średniego w umowach kupna i sprzedaży dewiz, w których stronami są NBP i banki upoważnione do dokonywania czynności obrotu dewizowego, s. 25.

²⁰ M. Doman, R. Doman, *Dynamika zależności...*, *op. cit.*, s. 141. Intensywność handlu walutami zmienia się w ciągu doby i chociaż rynki działają ciągle to jednak zmienia się lokalne nasilenie transakcji. Największe nasilenie handlu walutami to: w Europie 8.00–12.00 CET, w USA 14.00–17.00 CET, w Azji 1.00–3.00 CET, s. 141. Dla walut peryferyjnych intensywność rynku jest jeszcze bardziej ograniczona.

ny, nie odpowiadający rynkowemu mechanizmowi sposób ustalania kursu średniego, albo uzależnia się od jednego źródła danych, nie odpowiada rzeczywistości.

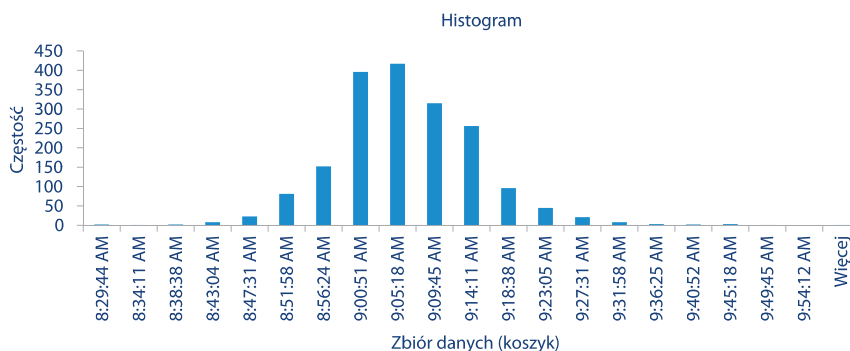
Scharakteryzowana metoda i wskazane procedury operacyjne dostarczają silnych argumentów dla twierdzenia, że przeciętny konsument w praktyce funkcjonowania rynku walutowego, bez ponoszenia znaczących kosztów dostępu do dedykowanych systemów i baz danych dostępnych danej instytucji, nie będzie ani mógł, ani potrafił odtworzyć wyliczenia kursu średniego stosowanego przez konkretny bank, którego jest klientem. Wystarczy wskazać, że koszty dostępu do serwisów transakcyjnych ponoszone przez banki są bardzo wysokie. W najbardziej podstawowej wersji sięgają kilkudziesięciu tysięcy złotych rocznie za jeden terminal przypisany danej osobie. Trzeba również pamiętać, że dostęp do danych transakcyjnych w tych serwisach jest z zasady bardzo ograniczony do instytucji mogących dokonywać transakcji na rynkach walutowych. Porównanie takich kwot z racjonalnością ekonomiczną nakładów poszczególnego klienta czy nawet grupy homogenicznych, z analizowanego punktu widzenia, klientów – kredytobiorców, wskazuje na nieefektywność takiego rozwiązania. Tym bardziej, że – jak wywiedziono wcześniej – zarówno płynność rynku, jak i jego efektywność, wynikająca z masowości procesów arbitrażu walutowego, prowadzi do marginalnych różnic w stosowanych kursach w poszczególnych segmentach rynku, co szczególnie widoczne jest na rynku hurtowym. Nadto nie jest też możliwe ani celowe wskazanie konkretnego co do momentu ustalenia kursu, który byłby uchwytany dla konsumenta, ponieważ sytuacja na rynku walutowym jest dynamiczna, a płynność zmienna, z częstością milisekundową. Konsument ma możliwość zaobserwowania różnic między kursami oferowanymi przez różne instytucje dla klientów indywidualnych, i na tej podstawie podjęcia decyzji co do wyboru oferenta.

Na tle przedstawionych rozważań i analizy empirycznej przyjmowanie założenia, że kurs średni z danego momentu jest korzystny bądź niekorzystny dla banku, jest w istocie kontrfaktyczne, sprzeczne z istotą rynku *per se*, a w szczególności z zasadami działania rynków walutowych. Tylko nieznanie rzeczy pozwala przyjmować, że bank, obliczając średni kurs do przygotowania tabeli kursowej, może manipulować swoim kursem średnim w celu osiągnięcia korzyści. Aby taki zarzut miał podstawy faktyczne, trzeba by udowodnić, że kursy walutowe są dla danego banku przewidywalne – choćby na krótkie okresy. Jednak na podstawie ugruntowanej teorii, a także analizy empirycznej, jest to niewykonalne, z wyjątkiem przypadków losowych. Próby budowania prognoz na rynku walutowym nawet zaawansowanych modeli strukturalnych nie dawały lepszych wyników niż losowość krocząca (*random walk*)²¹. Prawdopodobnie tylko w nadzwyczajnych okolicznościach lub w odniesieniu do banku mającego dominującą pozycję na rynku globalnym (tzw. globalnie systemowo znaczącej instytucji finansowej – G-SII) w bardzo krótkim okresie możliwe jest wpływanie na kierunek zmian, ale nie na szczegółową wartość kursu. Nie trzeba dodawać, że nie dotyczy to żadnej polskiej instytucji finansowej na

²¹ M.D. Evans, R.K. Lyons, *Meese-Rogoff Redux: Micro-Based Exchange Rate Forecasting*, Working Paper 11042 NBER, January 2015.

rynku globalnym. Przedstawione rozważania dowodzą, że ani konsument ani bank nie mają zdolności precyzyjnego przewidzenia zmiany kursu wymiany nie tylko w dłuższej, ale nawet w najkrótszej perspektywie. Kursy zmieniają się w milisekundach pod wpływem napływających nieustannie na rynek informacji lub niekiedy rynkowych emocji. Zatem teza, że bank powinien stworzyć jakiś algorytm i zawrzeć w umowie postanowienia pozwalające konsumentowi na samodzielne obliczenie kursu, jest z gruntu wadliwa i stojąca w sprzeczności z praktyczną wykonalnością. W warunkach konkurencyjnego rynku klient ma do wyboru prostsze i znacznie mniej kosztowne rozwiązanie. Klient ma prawo i realną możliwość, korzystając z tabel kursów banków, kantorów, FinTechów, Internetu – porównać na rynku różnych oferentów i na podstawie dostępnych powszechnie danych podjąć decyzję, gdzie i po jakim kursie dokona transakcji. Gdy zechce, może dokonać samodzielnej oceny konkurencyjności oferty danego banku w stosunku do innych oferentów za pomocą analizy własnej albo łatwo dostępnych porównywarek kursów walut (np. <https://www.bankier.pl/waluty/porownaj-kantory-internetowe>). Co więcej, przykładowo, klient banku stanowiącego przedmiot analiz w tym opracowaniu, spłacający kredyt walutowy, jest informowany dwa dni robocze przed dniem spłaty raty, po jakim kursie bank przeliczy dokonywaną przez niego spłatę raty kredytu (kwotowanie transakcji SPOT). Konsument, wedle swojego wyboru, ma zatem możliwość spłaty raty w wybranej walucie (PLN lub walucie obcej), może również zweryfikować zaproponowane przez bank kursy kupna lub sprzedaży waluty – z kursami obowiązującymi w innych instytucjach i dokonać kupna lub sprzedaży waluty po kursie dla klienta najbardziej korzystnym.

Rysunek 1. Rozkład momentu ustalania średniego kursu walutowego EUR/PLN w analizowanym banku dla lat 2008–2015



Źródło: dane z systemu ewidencyjnego analizowanego banku.

Istotnym uzupełnieniem powyższych rozważań jest analiza rozkładu momentów wyboru średnich kursów walutowych przez badany bank. Jak wynika z analizy, średni moment wyboru kursu w latach 2008–2015 wskazuje godzinę 9:04:09, a mediana – godzinę 9:03:23. Różnice są praktycznie nieznaczące. Rozkład wyboru

momentów zaprezentowany na rysunku 1 wskazuje, że odchylenia są po pierwsze symetryczne, po drugie niewielkie i po trzecie – co niezwykle istotne – losowe.

Jak wynika z histogramu, 89% notowań zostało technicznie przeprowadzonych między godziną 8:48 a 9:14. Uwzględniając wiedzę o praktyce pracy dealerów banku i stosowanych technologiach bankowych (systemy informatyczne, procedury operacyjne, zarządzanie płynnością, czas pracy dealerów, przygotowanie i publikacja tabeli kursów), można stwierdzić, że rozkład momentów wyboru kursu ma charakter losowy. Z tego wynika, że konsument nie jest w stanie w praktyce replikować kursu średniego ustalonego przez bank i *de facto* nie ma to istotnego znaczenia dla konsumenta w warunkach efektywnego rynku walutowego. Dlatego kreowanie takiego wymogu przez sądy czy też UOKiK poprzez kwestionowanie klauzul przeliczeniowych jest nieporozumieniem.

Zgodnie z logiką i mechanizmem funkcjonowania gospodarki rynkowej jakiegokolwiek próby manipulowania przez bank kursem walutowym na konkurencyjnym rynku finansowym, dla osiągnięcia korzyści kosztem klienta, szybko mogłyby doprowadzić do utraty dochodów, a w dłuższej perspektywie nawet klientów. Ci ostatni bowiem korzystając z dostępnych informacji mogliby zakupić walutę w innej instytucji, a ponadto znaleźć korzystniejszą ofertę usług i zmienić bank.

3. Kurs średni banku komercyjnego i NBP – analiza empiryczna

W kontekście celów niniejszego opracowania poddano analizie empirycznej kursy średnie walut NBP oraz badanego banku w latach 2008–2019. Hipoteza badawcza, sformułowana na gruncie teorii efektywnego rynku walutowego, zakłada, że kursy średnie ustalone przez bank w godzinach porannych – na skutek losowej zmienności w czasie – nie różnią się istotnie i systematycznie od kursu średniego NBP. Potwierdzenie tej hipotezy pociąga za sobą przynajmniej następujące wnioski praktyczne z punktu widzenia zarówno klienta, jak i banku:

- 1) kurs średni NBP może być tylko losowo korzystny lub niekorzystny, a różnice są nieistotne dla klienta detalicznego,
- 2) korzystanie z tych samych źródeł informacji na platformie FOREX przez NBP i banki dla obliczania kursów średnich nie powoduje istotnych i systematycznych odchyleń między oboma kursami.

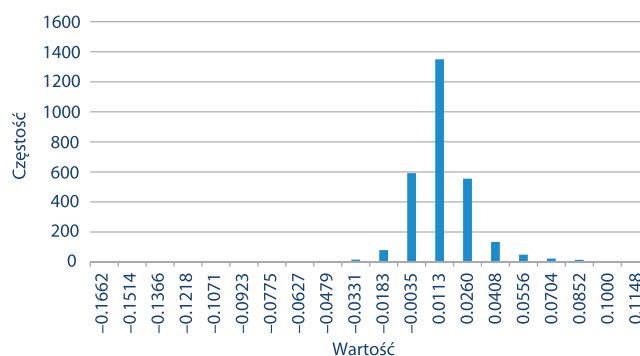
W analizie wykorzystano dane dla okresu od 1 lutego 2008 r. do 4 marca 2019 r.

Analizowane dane rzeczywiste o odchyleniach kursu średniego NBP od kursu średniego badanego banku dowodzą, że:

- średnia wartość odchyleń w analizowanym okresie wynosi 0,0057 PLN – czyli niewiele ponad pół grosza – jest *de facto* pomijalna z punktu widzenia konsumenta detalicznego; co więcej, kurs średni NBP był w analizowanym okresie wyższy od kursu banku komercyjnego, co w przypadku stosowania kursu NBP byłoby niekorzystne dla konsumenta;

- wartość mediany wynosi 0,0034 PLN i jest bliska średniej (0,057 PLN), co potwierdza, że rozkład jest symetryczny i kurs średni NBP był zarówno okresowo minimalnie korzystniejszy lub minimalnie gorszy od kursu banku – co w dłuższym okresie jest neutralne dla wartości rozliczanego zobowiązania;
- odchylenie standardowe różnic kursów NBP i badanego banku wynosi tylko 0,0176;
- wariancja z próby ma marginalną wartość i wynosi 0,00031;
- maksymalne odchylenie kursu średniego NBP i analizowanego banku wyniosło 0,1296 PLN, a minimalne -0,1662 PLN; czyli odchylenia te były bardzo zbliżone; natomiast w ciągu 10 lat maksymalna różnica odchyleń wyniosła 0,2958 PLN;
- suma wszystkich odchyleń za lata 2008–2019, czyli suma różnic przeliczonych kwot spłat zobowiązań, wynosi łącznie 16,12 PLN na niekorzyść kursu średniego NBP (*sic!*);
- częstość odchyleń spłat rat „na korzyść klientów” wystąpiła 699 razy, a na ich „niekorzyść” 2132 razy.

Rysunek 2. Odchylenie kursu średniego EUR/PLN NBP od kursu średniego badanego banku

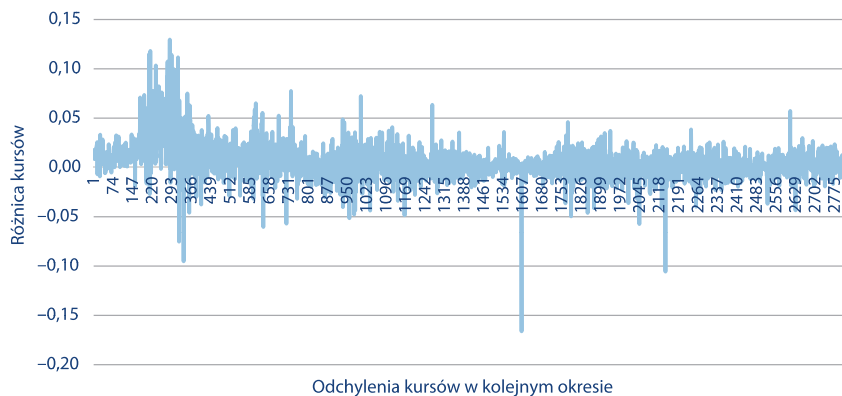


Źródło: Dane banku i NBP obliczenia własne.

Wyniki przeprowadzonej analizy różnic kursu walutowego NBP i badanego banku komercyjnego pozwoliły pozytywnie zweryfikować postawioną hipotezę. W praktyce oznacza to, że obciążenie konsumentów realizujących swe zobowiązania z tytułu zaciągniętych kredytów według kursów wymiany badanego banku komercyjnego, w porównaniu do kursów NBP, nie były dla nich niekorzystne. Jednocześnie podważa to obiektywizm ocen podmiotów rozpatrujących skargi klientów i falsyfikuje stereotyp o manipulacji banków kursami wymiany na niekorzyść klientów.

Ważne znaczenie dla badanego problemu ma rozkład różnic kursów walutowych badanego banku i NBP.

Rysunek 3. Różnica średniego kursu NBP i badanego banku komercyjnego w okresie 1 lutego 2008 r. – 4 marca 2019 r.



Źródło: dane banku i NBP obliczenia własne.

Rysunek 3 pokazuje, że różnice kursów walutowych NBP i badanego banku komercyjnego miały przez cały okres charakter losowy. Potwierdza to hipotezę silnie efektywnego rynku walutowego. Konkludując, oznacza to, że kurs średni obliczany przez badany bank – na podstawie takich samych źródeł danych, z których korzysta NBP (choć o innych godzinach), różni się nieznacznie i ma w zasadzie charakter losowy, a ponadto rozkład różnic jest symetryczny. Stanowi to pośredni, ale jednocześnie bardzo silny dowód na to, że bank komercyjny nie może przewidzieć, nawet w perspektywie sekundy czy kolejnych minut w ciągu całego dnia, czy kursy rynkowe wzrosną czy spadną. Natomiast w praktyce oznacza to, że bank, publikując w godzinach rannych tabelę kursową obowiązującą do końca dnia, musi w spreadzie uwzględnić wolatylność (ang. *volatility*) kursu. Wynika to z konieczności zarządzania ryzykiem, a w szczególności kosztami ryzyka swojej oferty poza relatywnie dobrze przewidywalnymi kosztami zatrudnienia, majątku trwałego, technologii, kapitału, regulacji oraz finansowania tzw. zasobów pogotowia płynności. Warto dodać, że w podobnym ujęciu szacuje koszty ryzyka NBP dodając do średniego kursu o godz. 16 odpowiednio skwantyfikowany spread.

W świetle wyników powyższej analizy postulat regulatora, aby bank upublicznił narzędzie pozwalające sprawdzić, czy dany kurs średni nie był ustalany w sposób korzystny dla banku, a jednocześnie niekorzystny dla klienta, jest nieuzasadniony, ponieważ nie uwzględnia specyfiki rynku walutowego i ma w zasadzie charakter populistyczny. Jak wykazano uprzednio, weryfikacja procesu ustalania kursu walutowego przez klienta celem określenia swojej pozycji w stosunku do banku jest praktycznie niewykonalna, a nakłady w celu dokonania takiej weryfikacji zdecydowanie przekroczą ewentualne korzyści. Tym bardziej, że jak pokazuje rysunek 3, odchylenia kursu banku od kursu NBP następują w obie strony, a w dłuższym okresie prowadzą do neutralności zysków i strat.

Nie można również lekceważyć mechanizmu rynkowego, który w normalnych warunkach funkcjonowania rynku finansowego, z uwzględnieniem regulacji ostrożnościowych i prokonsumenckich, stanowi silną gwarancję równoważenia interesów stron. Wobec powyższego, zarzut „manipulowania kursami średnimi” jest bezzasadny, nie ma podstaw faktycznych, a posługiwanie się nim wprowadza konsumentów w błąd co do istoty funkcjonowania rynku i działalności prowadzonej przez instytucje finansowe. Co więcej, zasady ustalania kursów stosowane w umowach czy regulaminach przez banki i określone we wzorcach umownych odnoszące się do działania rynku walutowego FOREX nie powinny być uznawane za rażąco naruszające interesy konsumentów w rozumieniu art. 385 (1) Kodeksu cywilnego.

To, co mogłyby uczynić regulator i instytucje z otoczenia systemu finansowego, to promowanie edukacji i odpowiedzialnych postaw klientów w stosunku do zachowań na tym rynku, z uwzględnieniem ryzyka zaciągania zobowiązań i ich konsekwencji dla dobrostanu klientów oraz ograniczania moralnego hazardu.

4. Znaczenie spreadu dla klienta instytucji finansowej

W analizie rynku walutowego i problematyce kursów walutowych należy odróżnić kwestie kursu średniego i różnicy między kursem kupna i sprzedaży waluty zwanej spreadem. Z punktu widzenia banku jako pośrednika w kupnie lub sprzedaży waluty między rynkiem a klientem spread jest, w sensie ekonomicznym, kosztem świadczenia usługi, w tym ryzyka utrzymywania ciągłej gotowości do realizowania zleceń klienta dotyczących kupna i sprzedaży – czy to w transakcjach hurtowych, czy dla konsumenta detalicznego według odpowiedniej tabeli kursów²².

Spread, będący elementem ceny usługi lub produktu, ma charakter kalkulacyjny i bywa zróżnicowany dla poszczególnych oferentów. Jego poziom zależy od wielu czynników, jak np. koszty osobowe, 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. To sprawia, że na rynku jest tyle spreadów, ile jest podmiotów obsługujących klientów. Z tych również względów spready są inne na rynku hurtowym i detalicznym, dla tabel całodziennych i zmieniających się na bieżąco (np. w kantorach), a także zmieniają się dynamicznie, gdy rosną koszty finansowania lub zmienia się wolatylność kursów na rynkach globalnych.

Ta skomplikowana problematyka w warunkach rynków efektywnych nie ma znaczenia dla klienta – pod warunkiem, że ma swobodę zakupu lub sprzedaży waluty w warunkach wolnej konkurencji podmiotów oferujących te usługi. Konkurencja

²² „Przynajmniej jedną ze stron ogromnej większości transakcji jest z reguły pełniący funkcję animatora rynku bank albo broker finansowy, a zatem podmioty dysponujące na tyle wysokimi zasobami, aby przyjąć nieporównywalnie większą ekspozycję niż byłby w stanie to zrobić inwestor indywidualny czy korporacyjny” – to implikuje koszty utrzymywania zasobu, zarządzania, ryzyka etc. pokrywane spreadem walutowym, K. Kochan, *FOREX w praktyce...*, op. cit., s. 25.

zmusza uczestników do takiego ustalania kursów kupna i sprzedaży walut, aby nie wypaść z rynku. Klient detaliczny zainteresowany dokonaniem transakcji walutowej nie śledzi poziomu i dynamiki spreadu, interesuje go natomiast konkretny kurs kupna albo konkretny kurs sprzedaży. Jest oczywiste, że wysokie kursy sprzedaży walut albo zbyt niskie kursy ich zakupu w jednych bankach pozbawiają je przychodów z transakcji dewizowych na rzecz podmiotów konkurencyjnych. W interesie wszystkich uczestników rynku, w tym konsumentów, jest, aby rynek był możliwie konkurencyjny, a ewentualne interwencje administracyjne powinny mieć miejsce jedynie w sytuacji, gdy konkurencyjność ta jest zagrożona (np. oligopol bankowy, zmony cenowe etc.). Próba administracyjnego kształtowania kursów (tj. w istocie cen), podobnie jak koncepcja sztywnych kursów walut, typowa dla gospodarek nierynkowych, grozi doprowadzeniem do powrotu do gospodarki centralnie planowanej czy systemu nakazowo-rozdziałczego.

Tego typu administracyjna ingerencja urzędników lub instytucji państwa w ceny lub mechanizm ustalania kursów walutowych banków działających na rynku, w intencji ochrony konsumenta (populizm, rzekomo motywowany dobrymi intencjami) wprowadza zaburzenia, a w gospodarce rynkowej nie powinna mieć miejsca.

5. Analiza decyzji UOKiK i orzeczenia Sądu Najwyższego w sprawie klauzul dotyczących ustalania kursu walut w umowach kredytu hipotecznego

Stosowanie postanowień umownych odnoszących się do kursu walutowego w umowach kredytu hipotecznego lub mieszkaniowego z konsumentami od lat jest przedmiotem kontrowersji. U podstaw tych kontrowersji, a w konsekwencji skarg lub pozwów konsumentów będących kredytobiorcami, leży przede wszystkim nieznanostwo specyfiki funkcjonowania rynku walutowego. Dodatkowo problem komplikuje stereotyp nadużywania przewagi profesjonalnej przez instytucję świadczącą usługi finansowe nad nieprofesjonalnym klientem korzystającym z tych usług. Nie kwestionując występowania przypadków, w których klient nieświadomie akceptuje w umowie z bankiem rozwiązania obarczone ryzykiem, którego zmaterializowanie skutkuje dla niego niechcianymi konsekwencjami finansowymi, trzeba jednak przykładać właściwą miarę do takich przypadków – w stosunku do zdecydowanie dominującej tendencji.

Wykorzystując rozważania przedstawione w poprzednich punktach tego opracowania, poddano analizie decyzję Prezesa Urzędu Konkurencji i Konsumentów²³ („UOKiK” lub „Urząd”), w której zarzucono badanemu bankowi, że zapis w jego umowach kredytu hipotecznego w walucie obcej – zawieranych z konsumentami w brzmieniu: „*stosowane przez Bank kursy walut wyznaczone są w oparciu o średni*

²³ Decyzja Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów z dnia 31.12.2018 r., DOZIK-9/2018, https://decyzje.uokik.gov.pl/bp/dec_prez.nsf

kurs z rynku walutowego (FOREX), ustalany najpóźniej do godziny 9.30 (...)” zawiera wiele nieprawidłowości, a mianowicie brak definicji sformułowania „średni kurs z rynku walutowego” pozostawiającego wątpliwości interpretacyjne; po drugie, w odniesieniu do kursu średniego Urząd wskazał, że: „*wyrażenie FOREX nie jest zatem wskazaniem konkretnego serwisu tylko nazwą rynku walutowego*”, co sprawia, że: „*Bank posługuje się niejednoznacznym, niezrozumiałym i niejasnym dla konsumentów wyrażeniem*”. Nadto zdaniem Urzędu: „*Konsumenci nie mają możliwości, na podstawie kwestionowanych klauzul, samodzielnego ustalania, w oparciu o które konkretne serwisy bank dokonuje wyliczeń*”, wreszcie klienci: „*nie mogą zatem zweryfikować prawdziwości i poprawności danych prezentowanych przez Bank*”. Według UOKiK niejednoznaczne znaczenie mają także pojęcia „*rynek międzybankowy*” i „*rozliczenia międzybankowe*”. W konkluzji UOKiK uznał, że takie zapisy w umowach kredytowych rodzą uzasadnione ryzyko, „*że kursy dewiz są ustalane przez Bank w arbitralny i nieprzewidywalny dla konsumentów sposób*.”

Profesjonalna znajomość praktyki działania rynku walutowego nie pozwala podzielić opinii Prezesa Urzędu, że bank, wskazując graniczną godzinę czasu ustalenia kursu średniego (np. do 9.30 danego dnia), czyni to po to, aby umożliwić sobie: „*dowolny i arbitralny wybór danych, na podstawie których wyznacza kursy walut obowiązujące Bank*”. Tymczasem taki obowiązek jest efektem systemu regulacji obowiązującego w sektorze bankowym w Polsce i na świecie, w tym procedur opisywanego banku. Natomiast merytorycznie ustalenie granicznej godziny ustalenia kursu wynika przede wszystkim z konieczności zabezpieczenia się banku przed nadzwyczajnymi zdarzeniami na rynku walutowym i ryzykiem operacyjnym, wreszcie ze względów organizacyjnych (w tym godziny pracy pracowników). Tymczasem zdaniem Urzędu: „*rodzi to ryzyko, że Bank będzie wybierał takie dane, które będą najbardziej korzystne ekonomicznie dla niego*”, co jest fundamentalnym nieporozumieniem. W praktyce działalności banku tabele kursowe były i są publikowane ok. godziny 9, czyli codziennie o zbliżonej porze, co wynika z uwarunkowań technicznych oraz celu, któremu mają służyć (kursy kupna i sprzedaży obowiązują przez cały dzień). Już fakt publikowania kursów o zbliżonej w każdym dniu godzinie przeczy tezie postawionej przez Urząd, że bank może sobie wybrać „*korzystniejszy kurs*”, który obowiązuje do końca dnia. Aby założenie Urzędu mogło być uznane za prawdziwe, bank musiałby mieć nadzwyczajną wiedzę o kierunku i momencie zmian kursu w czasie jego publikowania, co jest oczywiście kontrfaktyczne i zostało dowiedzione w poprzednich częściach artykułu. Żaden bank ani żaden uczestnik rynku nie mogą przewidzieć nie tylko konkretnej wartości kursu, ale nawet kierunku jego zmian w ciągu kolejnych godzin.

W odwołaniu do charakterystyki rynku walutowego trzeba z mocą podkreślić, że zarówno w teorii jak i w praktyce, i to nie tylko polskiej, ale również zagranicznej, międzynarodowej czy globalnej, rynek walutowy nie jest rynkiem ani regulowanym ani zinstytucjonalizowanym, na którym transakcje są wystandaryzowane i zawierane na jednej jedynej zinstytucjonalizowanej platformie. Praktyka działania rynku walutowego wykazuje, że średnie kursy walut, o których mowa w decyzji Prezesa

UOKiK, są ustalone w wyniku wielu transakcji wykonywanych przez uczestników rynku, a jednocześnie te podmioty mogą korzystać z wielu źródeł informacji i systemów zawierania transakcji.

Na tle wniosków z wcześniejszych analiz omówionych w tym artykule, warto odnieść do pojawiającego się w orzecznictwie pojęcia „kurs teoretyczny”. Zarówno w literaturze, jak i na podstawie badań empirycznych dowiedziono, że kurs teoretyczny waluty nie istnieje w warunkach konkurencyjnego rynku walutowego, a posługiwanie się nim prowadzi do kontrowersji i sporów. W analizie orzeczeń sądów I i II instancji Sąd Najwyższy (SN)²⁴, kierując sprawę do ponownego rozpoznania, posłużył się pojęciem „kurs teoretyczny”, ustalonym jakoby na podstawie informacji z międzynarodowego rynku walutowego. Wprawdzie SN nie odnosi się do wyjaśnienia pojęcia „kurs teoretyczny” (trudno jest zdefiniować zjawisko, które nie istnieje w praktyce rynku walutowego), używanego przez sądy niższych instancji, niemniej jednak zamiast je odrzucić w rozważaniach, odnosi się do niego, wskazując 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 czynność prawna zastrzega inaczej”*. Przepis ten służy SN jako wskazówka w rozwiązaniu sporów dotyczących ustalenia kursu waluty właściwego dla danego zobowiązania i wskazywania kursu średniego NBP jako właściwszego do zastosowania w umowie kredytu od tego, który występuje w umowie klienta z bankiem. Natomiast kurs walutowy, który służy ustaleniu wartości aktywów i pasywów, nie jest tożsamy z kursem rozliczenia transakcji stosowanym na rynku walutowym.

Na tle kontrowersji o kursie walutowym w umowach kredytu z klientami detalicznymi sens orzeczenia SN można kolokwialnie nazwać salomonowym. Jednak gruntowna analiza tego rozwiązania, na tle zasad funkcjonowania rynku walutowego wskazuje, że sędziowie nie postrzegają tych zasad jako adekwatnych dla klauzul w umowach klienta z bankiem preferując średni kurs NBP. A tymczasem kurs średni NBP nie może być *a priori* ani lepszy ani gorszy od kursów średnich ustalanych przez banki. A to dlatego, że są one ustalane na tych samych zasadach, a przede wszystkim na podstawie dostępnych danej instytucji kwotowań. Co więcej, do 2017 roku NBP ustalał kursy średnie na podstawie danych uzyskanych od banków komercyjnych pełniących funkcję dilerów rynku pieniężnego²⁵. W tym kontekście preferowanie kursu średniego NBP – będącego co do zasady kursem referencyjnym – przez sądy jest wysoce kontrowersyjne, a podstawy tej oceny przedstawiono w punkcie 4 niniejszego opracowania.

²⁴ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27.02.2019 r., sygn. akt II CSK 19/18; <http://www.sn.pl/sites/orzecznictwo/Orzeczenia3/II%20CSK%2019-18-1.pdf> (dostęp: 10.07.2019).

²⁵ Uchwała nr 51/2002 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 23 września 2002 r. w sprawie sposobu wyliczania i ogłaszania bieżących kursów walut obcych Dz. Urz. NBP.2015.11.

Podsumowanie

Banki ustalają kurs waluty na zasadach obowiązujących wszystkich uczestników rynku finansowego, w tym NBP. Nie jest możliwe ustalenie kursu korzystnego dla jednej ze stron transakcji sprzedaży waluty, jak również nigdy nie wiadomo, w jakim kierunku nastąpi jego zmiana po ogłoszeniu tabeli. Nie ma też żadnego uzasadnienia twierdzenie, że kurs średni ustalony przez NBP (co do zasady służący do wyceny, a nie do wykonywania transakcji) jest „lepszy” lub „gorszy” dla konsumenta od kursu proponowanego przez dany bank do spłaty przez klienta zobowiązania.

Ani konsument, ani bank nie są w stanie przewidzieć rynkowej ceny waluty po ogłoszeniu obowiązującej w danym okresie tabeli, ani krótkoterminowo, ani długoterminowo, ponieważ nikt nie wie, jaka informacja wypłynie w kolejnym przedziale czasu, ani jak zostanie zdyskontowana na globalnym rynku walutowym. Nie ma znaczenia, czy dotyczy to kredytów mieszkaniowych czy transakcji handlowych, gdyż wartość waluty jest w danym czasie ustalana na podstawie obowiązujących na rynku standardów. Z tych względów nie ma żadnego uzasadnienia uznawanie postanowień umownych odwołujących się do stosowania rynkowych zasad ustalania kursów za abuzywne w rozumieniu przepisów o ochronie konsumentów.

Kurs teoretyczny może istnieć tylko w wymiarze modeli ekonomicznych, ale nie istnieje w warunkach realnej gospodarki rynkowej. Ceny, w tym ceny walut zagranicznych, reguluje konkurencyjny rynek. Ceny w Polsce nie są regulowane. Nie jest też możliwa zmiana mechanizmów rynkowych na podstawie decyzji administracyjnej lub wyroku sądu, a jeśli takie zaistnieją, to dotyczą one poszczególnych umów, a mimo to, jako że są nieuzasadnione ekonomicznie, mają jednak poważne konsekwencje dla banków, które tych praw ekonomii muszą przestrzegać. Zatem postulaty niektórych regulatorów sformalizowania procedur ustalania kursów walutowych są sprzeczne z zasadami gospodarki rynkowej i niosą w sobie ryzyko powrotu administrowanych kursów walut znanych z gospodarki centralnie planowanej, ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami.

Klient nie jest w stanie samodzielnie obliczyć i zweryfikować kursu średniego, ustalonego przez bank dla potrzeb tworzenia tabeli kursów dla transakcji detalicznych. Natomiast bez większych nakładów i koniecznych specjalistycznych kwalifikacji może sprawdzić, który z banków lub innych instytucji finansowych jest w tym względzie bardziej konkurencyjny. Dla klienta bowiem konkurencyjność kursów kupna i sprzedaży, które z oczywistych względów muszą się różnić od empirycznie estymowanych kursów średnich, jest najważniejsza.

Autorzy wyrażają nadzieję, że powyższe rozważania oparte na analizie teorii, jak i na danych empirycznych, będą stanowiły istotny wkład w debatę publiczną dotyczącą funkcjonowania rynków walutowych i ich przełożenia na ustalania kursów waluty w transakcjach zawieranych przez banki z klientami, w tym konsumentami, oraz ułatwią zrozumienie procesów zachodzących na rynku, co spowoduje wyeliminowanie nieporozumień wprowadzających w błąd uczestników rynku, a przede wszystkim konsumentów.

Bibliografia

- Bailliu J., *What Drives Movements in Exchange Rates? Bank of Canada Review*, Autumn 2015.
- Chrabonszczewska E., Kalicki K., *Teoria i polityka kursu walutowego*, SGH, Warszawa 1996.
- Doman M., Doman R., *Dynamika zależności na globalnym rynku finansowym*, Difin, Warszawa 2014.
- Evans M.D.D., Lyons R. K., *Redux Meese-Rogoff: Micro-Based Exchange Rate Forecasting*, Working Paper 11042 NBER, January 2015.
- Fama E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, vol 25.
- Jakubczyc J., *Finanse międzynarodowe*, OFICYNA, Warszawa 2012.
- Kochan K., *FOREX w praktyce Vademecum inwestora walutowego*, Wyd III, Onepress, Hellion, 2019.
- Krugman P.R., Obstfeld M., Melitz M.J., *International Finance, Theory and Policy*, Pearson, NY 2018.
- Marks H., *The Most Important Thing, Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*, Columbia Business School, NY 2011.
- Montiel P., *Makroekonomia międzynarodowa*, Oficyna, Warszawa 2012.
- Peters E.E., *Teoria Chaosu a rynki kapitałowe*, WIG Press, Warszawa 1997.
- Thaler R.H., *Zachowania niepoprawne. Tworzenie ekonomii behawioralnej*, Media rodzina, Poznań 2018.
- Zając J., *Polski rynek walutowy w praktyce*, wyd. 3, Warszawa 2001.
- Uchwała Nr 51/2002 Zarządu NBP z dnia 23 września 2002 r. w sprawie sposobu wyliczania i ogłaszania bieżących kursów walut obcych 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).
- Zasady dotyczące referencyjnych kursów walut obcych do euro <https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/exchange/Frameworkfortheeuroforeignexchangereferencerates.pl.pdf?a-7a8a507591419819dd8c3a455b601a0>
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27.02.2019 r., sygn. akt II CSK 19/18; <http://www.sn.pl/sites/orzecznictwo/Orzeczenia3/II%20CSK%2019-18-1.pdf>
- Decyzja Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów z dnia 31.12.2018 r., DO-ZIK-9/2018, https://decyzje.uokik.gov.pl/bp/dec_prez.nsf
- <http://www.liteforex.com>
- www.reuters.pl
- www.bloomberg.com