

# Bogdan Radomski

---

## Instytucjonalna infrastruktura rynku dewizowego

---

International Journal of Management and Economics 21, 87-95

---

2007

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

**Bogdan Radomski**  
*Katedra Finansów Międzynarodowych*

## **Instytucjonalna infrastruktura rynku dewizowego**

### **Wprowadzenie**

Współczesne transakcje finansowe, a w szczególności transakcje dewizowe, mają charakter rynkowy; respektowanie prawa własności, jednakowy dostęp do informacji i prawo do wolnej konkurencji mają tu szczególne znaczenie. W tych okolicznościach tylko infrastruktura instytucjonalna rynku dewizowego w rozumieniu D. Northa gwarantuje płynność i bezpieczeństwo transakcji na rynkach dewizowych. We współczesnych warunkach rynkowe transakcje dewizowe winny mieć gwarancje równego dostępu do informacji dla wszystkich stron. Chociaż sama informacja jest przedmiotem transakcji rynkowych, niemniej jednak dla bezpieczeństwa transakcji dewizowych winny być stosowane także i normy ogólne dostępne dla wszystkich podmiotów na jednakowych warunkach.

### **Charakterystyka rynku dewizowego**

Rynek dewizowy to wirtualne miejsce, na którym całodobowo i całorocznie dokonuje się transakcji walutowych na olbrzymią skalę. Przedmiotem transakcji są środki płatnicze i instrumenty finansowe denominowane w walutach obcych. W przestrzeni ogólnoswiatowej rynek dewizowy tworzą rynki krajowe i regionalne. Obecnie technika elektronicznej transmisji danych pozwala prowadzić transakcje walutowe w sposób ciągły, bez dokonywania koniecznych dobowych przerw czasowych. Mimo tego intensywność i wartość dziennych transakcji nie rozkładają się równomiernie w skali globalnej. Nadal strefowe różnice czasu wywołują zjawisko falowania intensywności transakcji dewizowych i przesuwania się punktów najwyższych ze wschodu na zachód naszego globu – a zwłaszcza na jego półkuli północnej. Współczesna infrastruktura informatyczna już skutecznie neutralizować ewentualne nadzwyczajne korzyści i straty, jakie mogłyby ujawnić się u inwestorów operujących w różnych punktach globu z tytułu występowania zjawiska falowania popytu i podaży na waluty obce. Ale np. 20–30 lat temu informacje o transakcjach zamykających obroty dzienne w Azji i Europie dawały możliwość uczestnikom amerykańskiego rynku dewizowego uzyskiwać korzystniejszą pozycję konkurencyjną wobec kontrahentów w Azji czy w Europie.

Zasadnicze znaczenie dla funkcjonowania współczesnego rynku dewizowego ma zmiana zasad polityki monetarnej, otwarcie rynków kapitałowych i zniesienie ograniczeń instytucjonalnych w transakcjach walutami rozwiniętych krajów świata. Informacja na rynku dewizowym stała się bardziej symetryczna dla jego uczestników, jest bowiem przedmiotem wspólnej uwagi wielu krajów świata i organizacji międzynarodowych.

Przedmiot i miejsce transakcji dewizowych ma swoją odrębność. Przedmiotem kupna i sprzedaży na rynku dewizowym są występujące pod różnymi postaciami zagraniczne środki płatnicze – dewizy, czyli: banknoty i wysoce płynne instrumenty pieniężne denominowane w pieniądzu emitowanym poza krajem danej transakcji walutowej. Użyteczność poszczególnych kategorii dewiz jest zmienna w czasie. Jedne ustępują innym. Klasyczne formy dewiz z przeszłości: weksle zagraniczne czy czek bankowy, dzisiaj ustąpiły miejsca depozytom bankowym i nowoczesnym instrumentom finansowym.

Produkt będący przedmiotem transakcji na rynku dewizowym wytwarza dwojakiego rodzaju napięcia: może wzbudzać niepewność co do wiarygodności emitenta środka dewizowego, czyli mamy tutaj do czynienia z asymetrią informacji między sprzedawcą a nabywcą, oraz niepewność co do stabilności siły nabywczej waluty, w której denominowany jest dany instrument finansowy. W okresach krótkich, w istocie rzeczy, odnosi się to bardziej do oczekiwań wobec spodziewanej stopy zwrotu niż zmian w sile nabywczej. Tutaj infrastruktura instytucjonalna transakcji rynkowych niewiele jest przydatna.

„Instytucje to reguły gry występujące w społeczeństwie, lub bardziej formalnie to wprowadzone przez człowieka ograniczenia, które regulują stosunki międzyludzkie”<sup>1</sup>. Definicja instytucji podana przez D. Northa wskazuje, że istnieją pozatechniczne czynniki (akumulacja kapitału rzeczowego, *know-how*, infrastruktura produkcyjna), które winny być brane pod uwagę, czyli także „reguły gry”, jakie ustanawia państwo dla uczestników rynku. Wynika zatem, że państwo i jego instytucje nie mogą być całkowicie neutralne wobec rynku. Zadaniem państwa nie jest bezpośrednie zastępowanie rynku, ale zapewnienie wszystkim jego uczestnikom jednakowych warunków, a zwłaszcza dostępu do informacji.

Zainteresowanie tak rozumianymi instytucjami wzrosło, gdy stały się potrzebne dokładniejsze informacje na temat skuteczności programów stabilizacyjnych wprowadzanych w różnych krajach rozwijających się. Tradycyjne modele wzrostu oparte o koncepcje Solowa bazujące na akumulacji kapitału nie pozwalały wyjaśnić, dlaczego jedne kraje osiągają postęp ekonomiczny (Daleki Wschód), a inne o podobnych parametrach akumulacji kapitału stale tkwią w stagnacji (Ameryka Łacińska). Zwrócono tym samym uwagę na inne czynniki stymulujące wzrost gospodarczy, a mianowicie na jakość instytucji i organizacji występujących w różnych krajach<sup>2</sup>. Wiele do przemyślenia dały analizy przyczyn kryzysów walutowych na Dalekim Wschodzie. W dyskusjach wskazywano niedorozwój infrastruktury instytucjonalnej gospodarki tych krajów, zwłaszcza w sektorze finansowym, jako źródło kryzysu walutowego i finansowego<sup>3</sup>.

Współcześnie wiarygodność emitenta instrumentu dewizowego – podobnie zresztą jak i całej plejady instrumentów rynku kapitałowego – jest w trosce o symetrię infor-

macji obwarowana licznymi normami prawnymi i regulacjami. Mimo to nadal często przywołuje się przypadek upadku banku Herstatt z 1974 r. jako przestrożę przed zbytnią wiarą w doskonałość rozwiązań instytucjonalnych na rynku dewizowym<sup>4</sup>.

Drugie źródło napięć, czyli stabilność siły nabywczej pieniądza indywidualnego kraju, a zwłaszcza walut transakcyjnych i rezerwowych, jest bardziej skomplikowanym problemem. Odnosi się to w rzeczywistości do celów polityki pieniężnej, która jak wiadomo jest domeną niezależnych banków centralnych. A na nich spoczywa dbałość o stabilność siły nabywczej pieniądza. Przewidywalność polityki monetarnej banku centralnego pozwala inwestorom łatwiej zorientować się co do przyszłych zmian siły nabywczej danej waluty, a także konsekwencji dla gospodarki. Otóż banki centralne mają kłopot z ustaleniem relacji między celem inflacyjnym a stabilizacją tempa wzrostu gospodarczego w granicach możliwości danego kraju i stąd wywodzi się pewna oszczędność banku centralnego w udzielaniu informacji o swoich zamierzeniach. Ważna jest tutaj rola banku centralnego: czy przywiązuje on większą wagę do stabilizowania inflacji, tak jak Europejski Bank Centralny, czy też dbałość o stabilizację inflacji i wzrost gospodarczy kraju są jednakowo ważne, jak w przypadku Systemu Rezerwy Federalnej<sup>5</sup>.

Sam fakt oszczędnego formułowania przyszłych zamiarów udziału banku centralnego w stabilizacji wzrostu gospodarczego jest niczym innym, jak „asymetrią informacji”. Bardzo ciekawa jest propozycja neutralizacji tego problemu. „W krajach mających dobrze rozwinięte rynki finansowe banki centralne mogą w dużym stopniu przewyżczać te trudności, ponieważ mogą liczyć na „sojusznika”, jakim jest efektywność rynków finansowych. W sytuacji, gdy na rynku finansowym danego kraju lub danego obszaru walutowego – tak jak w strefie euro – stale jest dokonywana duża liczba transakcji, jednostkowe błędy oczekiwań inwestorów znoszą się wzajemnie, dzięki czemu rynki efektywne wyceniają przyszły poziom krótkoterminowych stóp procentowych, niwelując ewentualne słabości polityki informacyjnej banków centralnych”<sup>6</sup>.

## Transakcje dewizowe

Rynek dewizowy jest – jak wskazaliśmy wyżej – rynkiem wirtualnym, najszybciej wykorzystującym elektroniczne systemy transmisji o danych transakcjach i ich zabezpieczeniach. Na tym rynku praktycznie dominują banki handlowe i instytucje brokerów walutowych, a w ich tle zaznacza się dyskretna obecność banków centralnych i międzynarodowych instytucji finansowych.

Przypuszczalnie ilościowo najwięcej transakcji zawiera się na rynku detalicznym w transakcjach gotówkowych, ale wartość tych transakcji jest niższa niż na rynku hurtowym. Kupuje się i sprzedaje głównie banknoty i czeki podróżne w stosunkowo małych kwotach. Transakcje na rynku detalicznym dokonywane w okienkach bankowych czy w wydzielonych punktach transakcji walutowych (w Polsce: kantory) praktycznie są

najbezpieczniejsze, gdyż z punktu widzenia sposobu ich prowadzenia każda z tych transakcji jest ostateczna i nieodwracalna. Powrót do sprzedanej waluty może nastąpić tylko drogą transakcji odwrotnej – czyli jej kupna. Ten typ transakcji nie wymaga żadnych gwarancji bezpieczeństwa i jest najczystsza formą wolnej transakcji rynkowej z idealnym systemem rozliczeń – płatności ostatecznych. Istniejące ograniczenia transakcyjne mają charakter techniczny, np. ograniczane zasobami pogotowia kasowego w danej walucie<sup>7</sup>. Często w tego typu transakcjach detalicznych można znaleźć ślady zasad podwójnej koincydencji wymiany – zwłaszcza w detalicznych punktach skupu i sprzedaży walut. Kupuje się tylko te waluty, na które ma się dostatecznie dużą gwarancję znalezienia nabywców dla nich. Transakcje na rynku detalicznym regulowane są licznymi normami prawa stosowanymi w życiu gospodarczym, a zwłaszcza prawa dewizowego, regulacji banku centralnego i instytucji nadzoru finansowego.

W transakcjach hurtowych, gdzie przedmiotem obrotu są aktywa pieniężne banków, dużych instytucji finansowych, agencji rządowych czy osób fizycznych, przebieg transakcji dewizowych ma inny charakter. Transakcja gotówkowa ma tutaj tryb inkasowy, a sprzedający i kupujący muszą mieć pewność, że transakcja ostatecznie zmaterializuje się na warunkach przez nich przyjętych. Najczęściej stroną dla kupującego lub sprzedającego waluty jest bank, który dzięki wielu stosowanym regulacjom minimalizuje asymetrię informacji wobec swoich klientów. Stabilność rozliczeń gwarantują systemy wielostronnych kompensat, które działają w formie krajowych izb rozliczeniowych z możliwością współpracy z partnerami zagranicznymi (np. SWIFT, FedWire czy CHAPS)<sup>8</sup>. Ponieważ nie ma możliwości zastosowania prawa podwójnej koincydencji wymiany, bo przedmiotem transakcji jest pieniądz, przeto należy szukać rozwiązań instytucjonalnych w formie prawnych gwarancji nieodwracalności transakcji i gwarancji płynności zarówno partnerów, jak i w systemie rozliczeń. Wysiłki organizacji krajowych i międzynarodowych idą w kierunku zminimalizowania ryzyka systemowego. Obstrukcje w systemach rozliczeń mogą prowadzić od utraty płynności pojedynczych podmiotów do wywołania efektu domino, czyli utraty płynności nawet w całym systemie, przez co instytucjonalne gwarancje pełnej dostępności do informacji są szczególnie ważne.

Skalę problemu niech obrazują dane o wartości transakcji na tym rynku. Wartość dziennych transakcji na rynku dewizowym w kwietniu 1989 r. wynosiła 430 mld USD, z tego tylko 5% stanowiły transakcje walutowe wywołane potrzebami handlu zagranicznego, pozostała część transakcji walutowych wywołana była transakcjami na rynkach kapitałowych<sup>9</sup>. Dynamika transakcji walutowych jest bardzo silna, bowiem w kwietniu 1992 roku dzienne obroty na rynkach dewizowych wynosiły 916 mld USD, co stanowiło 80% wartości PKB Niemiec i 80% wartości wszystkich rezerw walutowych banków centralnych krajów OECD<sup>10</sup>.

Zachowania różnych podmiotów na rynku dewizowym są wyznaczone warunkami, jakie ten rynek stwarza dla transakcji walutowych<sup>11</sup>. Jako warunki rozumie się swobodę i bezpieczeństwo w zawieraniu kontraktów walutowych, co w świetle ekonomii instytu-

cyjnej należy także rozumieć jako ochronę prawa własności i prawa zawierania kontraktów. Takie warunki mogą być sformułowane tylko dla rynku, na którym stosuje się reguły równego dostępu do informacji i gwarancje bezpieczeństwa transakcji jednakowe dla wszystkich jego uczestników. Nie ma także reglamentacji w obrocie walutami.

Transakcje walutowe na reglamentowanym rynku walutowym są w istocie rzeczy rozdzielnictwem walutowym według jakichś przyjętych zasad. Reguły reglamentacyjne zapewniają państwu monopol w dystrybucji walut i prawo do rezygnacji ze stosowania reguł rynkowych. Reglamentacja dewizowa stosowana była zawsze w czasie wojen i kryzysów ekonomicznych w krajach zachodnich, a w dawnych krajach socjalistycznych była jedną z fundamentalnych zasad gospodarczych i politycznych. Współcześnie, mamy jeszcze do czynienia z reglamentacją dewizową w Korei Północnej, na Kubie oraz w bardzo biednych krajach afrykańskich.

Dla rynkowych transakcji dewizowych „koherentność reguł gry”, narzuconych przez państwo, ma fundamentalne znaczenie. Współcześnie jest to szczególnie ważne, bo jak wynika z tabeli 1, rośnie liczba krajów, które wybierają rynkowe reguły gry w transakcjach walutowych.

**Tabela 1. Systemy kursów walutowych krajów rozwijających się w latach 1976–1989**  
(w % ogólnej liczby krajów)

Wyszczególnienie	1976	1979	1983	1989
Sztyny stały w stosunku do:	86,0	75,2	71,7	66,4
• jednej waluty	62,6	52,1	43,5	38,2
– dolara USA	43,0	35,0	29,0	23,7
– franka francuskiego	12,1	12,0	10,5	10,7
– innych walut	7,5	5,1	4,0	3,8
• zestawu walut	23,4	23,1	28,2	28,2
– SDR	10,3	11,1	11,3	5,3
– koszyka walut	13,1	12,0	16,9	22,9
Płynny sterowany	14,0	24,8	28,3	33,6
<b>Razem</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Liczba krajów	107	117	124	131

Uwaga: Bez byłych krajów socjalistycznych w Europie Środkowej i nowych krajów powstałych po rozpadzie Związku Radzieckiego. Lista ta nie obejmuje krajów najwyżej rozwiniętych, one bowiem stosowały kursy płynne.

Źródło: E.M. Claassen, *Global Monetary Economics*, Oxford University Press, New York 1996, s. 7.

Dane przedstawione w tabeli 1, choć już nieco nieaktualne, pokazują pewne instytucjonalne zależności na rynku walutowym. Rok 1976 jest ważny, wtedy bowiem odbyła się konferencja MFW w Kingston (Jamajka), gdzie formalnie odrzucono reguły systemu z Bretton Woods poprzez odpowiednie poprawki w Statucie MFW. Interesujące jest to, co



działo się w okresie późniejszym. W chwili ostatecznego odstąpienia od reguł systemu Bretton Woods 86% krajów rozwijających się stosowało sztywne kursy walutowe, co z punktu widzenia rynku walutowego oznaczało, że instytucje tego rynku były ściśle podporządkowane instytucjom o charakterze egzogenicznym i trudno transakcje tego typu nazwać rynkowymi. Rosnący w ciągu prezentowanych tutaj 13 lat udział kursu płynnego oznacza zwrot na rynku walutowym w kierunku wykorzystywania instytucji endogenicznych. Jest to bardzo interesujący zwrot w polityce dewizowej wielu krajów świata.

To, że instytucje mają istotny wpływ na rynek walutowy można wykazać na przykładzie relacji między rynkowym kursem walutowym a parytetem siły nabywczej pieniądza (PPP) w długim okresie. W latach 1973–2000 kurs rynkowy funta brytyjskiego do USD bardzo rzadko był zbieżny z kursem parytetowym obu walut. Pewną zbieżność wykazywał pod koniec lat 70., aby potem przez prawie całą dekadę lat 80. wykazywać zupełnie odwrotną tendencję, niż wykazywał kurs parytetowy. Podobnie zresztą jak i w latach 90., z tym że – mimo znacznych rozbieżności – jednostkowa wahliwość obu kursów była znacznie mniejsza<sup>12</sup>. Jeżeli wieloletnie indeksy cen mają silny związek z dynamiką rozwoju gospodarczego kraju i zmianach w jego otoczeniu, czyli czynnikami fundamentalnymi, to rynkowe zmiany kursu waluty silnie reagują raczej na czynniki, którymi zajmuje się analiza techniczna zmian kursów na rynku. Dealerzy rynków walutowych „grają na ogół z trendem” – „trend jest twoim przyjacielem” – czyli nie biorą pod uwagę czynników fundamentalnych gospodarki, lecz trendy zmian kursowych<sup>13</sup>. Jednakże infrastruktura instytucjonalna rynku dewizowego jest na tyle sprawna, że transakcje rynkowe mogą być przeprowadzane z pominięciem czynników fundamentalnych. W miarę przewidywalne reguły polityki ekonomicznej, ograniczona obecność państwa także i na rynku dewizowym, silna konkurencja i krajowe oraz międzynarodowe gwarancje bezpieczeństwa rozliczeń transakcji – sprawiają, jak się wydaje, że trend może być przyjacielem dealera. W przeszłości istotne znaczenie dla transakcji walutowych miały instytucje zewnętrzne. One bowiem często wyznaczały zasady instytucjonalne dla poszczególnych krajów. Jako przykład możemy wymienić system z Bretton Woods, porozumienia walutowe w jednoczącej się Europie czy zasady wyznaczone w statucie dla członków Międzynarodowego Funduszu Walutowego<sup>14</sup>.

Instytucje to nie tylko formalne „reguły gry”, ale także i nieformalne normy, zwyczaje i postanowienia<sup>15</sup>. Otóż zwrot w kierunku endogenicznych czynników instytucjonalnych stał się możliwy dlatego, że najwyższej rozwinięte kraje świata wraz z innymi mniej rozwiniętymi, przyjęły podobne reguły stabilizacji i ochrony siły nabywczej własnych walut – czyli ochrony gospodarek przed inflacją. Reguły wspólnie stosowane nie są skodyfikowane w formie np. zapisu w Statucie MFW, normach OECD, Traktacie z Maastricht czy innych organizacji międzynarodowych. Mogą one przybierać formę typu porozumienia waszyngtońskiego zawartego w 1990 roku między Departamentem Skarbu USA, MFW i Bankiem Światowym<sup>16</sup>. Normą międzynarodową norma stały się oficjalne i nieoficjalne spotkania prezesów banków centralnych i kierownictwa tych banków z wielu krajów świata.

Ponadnarodowe formalne i nieformalne porozumienia odnoszące się do transakcji walutowych przekładają się na praktykę krajową i tworzą instytucjonalną infrastrukturę dla transakcji walutowych. W sumie jednak sprowadza się to do zapewnienia dbałości o rzetelne wykonanie transakcji przez strony w niej uczestniczące. Nie można jednak uniknąć kosztów transakcji na poziomie rynku dewizowego.

Powszechnie – wzorem rynków kapitałowych – na rynku dewizowym także przyjmuje się, że asymetria informacji jest główną siłą sprawczą kosztów transakcji na rynku walutowym. Asymetria informacji może negatywnie wpływać na funkcjonowanie rynku kapitałowego, prowadzi bowiem do występowania „syndromu używanego samochodu”, „efektu gapowicza”, a w konsekwencji obniżenia standardów jakości funkcjonowania rynku kapitałowego<sup>17</sup>. Na rynku kapitałowym asymetria informacji prowadzi do deformacji tego rynku, gdyż w wyniku „występowania syndromu używanego samochodu” ustala się przeciętna cena instrumentów finansowych, która w pełni faworyzuje sprzedawców ryzykownych instrumentów finansowych. Asymetryczność wiedzy o danym instrumencie finansowym sprawia, że tylko jego właściciel wie, jaka jest jego rzeczywista wartość i zatem przeciętna cena rynkowa zadowala go, bo jest korzystniejsza od wartości rzeczywistej. Co więcej, „efekt gapowicza” może sprawić, że coraz trudniej będzie zapewnić sobie rzetelną wiedzę na temat jakości instrumentów finansowych, gdyż ośrodki badawcze nie mogą sprzedać swoich ekspertyz i wychodzą z rynku.

Remedium na taki stan rzeczy są odpowiednie regulacje rządowe i kwalifikacje różnego rodzaju pośredników transakcji kapitałowych – czyli rozwiązania instytucjonalne.

Transakcje wysoce płynnymi instrumentami finansowymi denominowanymi w walutach obcych, czyli dewizami, mają wiele cech podobnych z transakcjami na rynkach kapitałowych. Przedmiot transakcji – dewizy – mogą mieć cechy instrumentu finansowego, którego rzeczywista wartość znana jest np. tylko jego posiadaczowi. Ale jeżeli przedmiotem transakcji dewizowych są waluty zagraniczne zgromadzone na rachunkach bankowych, to wraz z odpowiednimi zabezpieczeniami rozliczeń transakcji otrzymujemy prawie pełną symetryczność informacji. Wydaje się, że wybór miejsca transakcji (bank, broker walutowy, itp.) daje także dostateczny dostęp do informacji o postępowaniu w zawieraniu i rozwiązywaniu transakcji. Normy regulujące transakcje walutowe mają charakter standardów międzynarodowych i podmioty dokonujące transakcji mogą łatwo poznać wszystkie procedury. Warunki wstępne do wykonania zlecenia kupna lub sprzedaży walut za pośrednictwem banku są bardzo rygorystyczne zarówno dla pośrednika, jak i dla kontraktorów, ale strony mają gwarancje dostępu do pełnej informacji. Problem leży zatem nie w samym przebiegu transakcji, ale w rodzaju waluty wybranej do dokonania transakcji. W tym przypadku wszyscy uczestnicy rynku znajdują się w podobnej sytuacji. Zdolność odczytywania kierunku zmian trendu, skłonność do ryzyka i łut szczęścia, hedging walutowy – oto ważne czynniki, które mają wpływ na postawy uczestników rynku walutowego.



---

## Przypisy

<sup>1</sup> D.C. North, *Institutions, Institutional Changes, and Economic Performance*, Cambridge University Press, New York 1990, s. 3.

<sup>2</sup> Por.: S. Borner, F. Bodmer, M. Kobler, *Institutional Efficiency and its Determinants – The Role of Political Factors In Economic Growth*, OECD 2004, s. 14 i dalsze.

<sup>3</sup> Por.: J. Stiglitz, *Globalisation and its Discontents*, Penguin Books, London 2002.

<sup>4</sup> Bank Herstatt był bankiem niemieckim operującym na rynku dolarowo-markowym. Z powodu strat handlowych w Niemczech stał się niewypłacalny i został postawiony w stan upadłości na koniec dnia roboczego. Zamknięto transakcje w markach niemieckich w Niemczech, ale dokonywał nadal transakcji na rynku dolarowym w Nowym Jorku, wybierając te, które były korzystne dla banku i odmawiając transakcji niekorzystnych. Bankructwo banku Herstatt pozbawiło płynności jego kontrahentów, wptacając bowiem marki do banku, liczyli na otrzymanie dolarów USA.

<sup>5</sup> A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 139.

<sup>6</sup> *Ibidem*, s. 140.

<sup>7</sup> W kantorze czy w okienku bankowym nie można kupić dowolnej ilości walut obcych. Banki czy kantory nie trzymają dużych kwot walutowych w formie pogotowia kasowego. Także ograniczenia w wywozie lub wwozie walut obcych i własnych nie świadczą o odchodzeniu od obrotu wolnorynkowego i istnieniu instytucjonalnych ograniczeń transakcji dewizowych. Występują one wtedy, gdy władze finansowe państwa wprowadzają drogą aktów normatywnych lub dyskrecjonalnie ograniczenia w obrocie dewizowym rynkowym i hurtowym. Wtedy nie możemy już mówić o wolnorynkowym obrocie.

<sup>8</sup> Por.: B. Radomski, *Zarządzanie płatnościami bankowymi*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 1994.

<sup>9</sup> J.A. Frankel, K.A. Froot, *Chartists, Fundamentalists and Trading in the Foreign Exchange Markets*, „*American Economic Review*” Papers and Proceedings, 1990.

<sup>10</sup> *Annual Report of the Bank of International Settlements*, Basil 1992.

<sup>11</sup> Przyjmujemy, że będzie to tylko rynek hurtowy.

<sup>12</sup> Por.: F.S. Mishikin, S.G. Eakins, *Financial Markets and Institutions*, wyd. 4, Addison Wesley, 2003, s. 317.

<sup>13</sup> A. Sławiński, *op.cit.*, s. 154.

<sup>14</sup> Oczywiście odróżniamy instytucje od organizacji. Instytucje wprowadzają reguły współpracy między ludźmi, a organizacje służą wprowadzeniu tych reguł w życie (por. D. North, *op.cit.*, s. 5). Dlatego też Międzynarodowy Fundusz Walutowy jest organizacją, a jego Statut instytucją.

<sup>15</sup> D. North, *op.cit.*, s. 4.

<sup>16</sup> Por. J. Stiglitz, *op.cit.*, s. 67 i dalsze. Dotyczy to porozumienia między MFW, Bankiem Światowym i Departamentem Skarbu USA w sprawie polityki ekonomicznej wobec krajów mniej zamożnych korzystających z pomocy rządów i organizacji międzynarodowych. Więcej na ten temat: [wikipedia.org/wiki/washington\\_consensus/](http://wikipedia.org/wiki/washington_consensus/).

<sup>17</sup> Por. F.S. Miskin, op.cit., s. 377–380. Zjawiska te znajdują pełny opis w pracy: G. Akerlof, *The Market for „Lemons” Quality. Uncertainty and the Market Mechanism*, „Quarterly Journal of Economics” 1970, s. 488–500.

\* \* \*

## **Institutional infrastructure of the foreign exchange (Summary)**

Contemporary financial transactions, including foreign exchange transactions, are of market character, therefore they are submitted to laws concerning ownership, equal access to information, and the right to free competition. In these circumstances, only institutional infrastructure of foreign exchange market as explained by D. North guarantees liquidity and safety of transactions on foreign exchange markets. In contemporary conditions, market foreign exchange transactions should be guaranteed equal access of all parties to information. However, the information itself is an object of market transactions, nevertheless, in order to ensure safety of foreign exchange transactions, there should be also applied the general norms available for all entities (subjects) under equal conditions.

The Author characterises foreign exchange market and exchange transactions concluded on this market. A scale of the problem is well illustrated by the data on the value of transactions on the world's foreign exchange markets. In April 1989, the value of daily transactions on the foreign exchange markets amounted to 430 milliard US dollars; only 5 % of them constituted foreign exchange transactions caused with the needs of foreign trade. The remaining part resulted from transactions on the capital markets. The dynamics of foreign exchange transactions is very strong, as in April 1992 daily turnover on foreign exchange markets already amounted to 916 milliard US dollars, which constituted 80% of GNP of Germany and 80% of the value of all foreign currency reserves of the OECD countries' central banks.

The norms regulating foreign exchange transactions have the character of international standards. The entities concluding transactions may learn all procedures easily. Preliminary conditions for carrying out the order to buy or sell foreign currency with the bank intermediation are very strict for both: the intermediate as well as the contractor. The parties are quarantined access to complete information, as it comes from the public institutions, such as the central bank or banking inspection. Therefore, the problem does not consist in transactions proceedings, but in the kind of currency chosen for concluding transactions. In this cases all parties participating in the market are in similar situation. The ability to anticipate directions of changes, tendency toward risk, and a little bit of luck, foreign exchange hedging – they are important factors that influence attitudes of the participants in the foreign exchange market.