

Rozwój giełdowych instrumentów pochodnych w Polsce na tle tendencji światowych

Agnieszka Grąt

Wprowadzenie

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie rozwoju rynku instrumentów pochodnych w Polsce na tle tendencji charakterystycznych dla rozwoju rynków pochodnych w skali międzynarodowej. Porównanie to wskazuje, że znaczne możliwości dalszego rozwoju giełdowego rynku instrumentów pochodnych w Polsce leżą głównie w zwiększaniu się możliwości wykorzystywania ich przez inwestorów instytucjonalnych.

Obroty na światowych rynkach instrumentów pochodnych

Finansowe instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu na rynku giełdowym i rynku pozagiełdowym (OTC). Jak wynika z tabeli 1, zdecydowanie największą popularnością cieszą się instrumenty rynku OTC. Jest tak dlatego, że można je łatwo dostosowywać do potrzeb ich nabywców. Instrumenty te są „szyte na miarę”. Warunki zawieranych transakcji są indywidualnie negocjowane, dzięki czemu mogą być dobrze dopasowane do potrzeb kupującego lub sprzedającego. Instru-

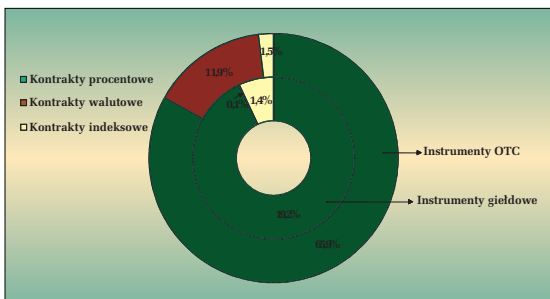
Tabela 1 *Finansowe instrumenty pochodne na świecie - struktura procentowa otwartych pozycji w latach 1996-2003 (w %)*

Instrument	1996	1999	2000	2001	2002	2003*
Instrumenty giełdowe	27,96	15,14	14,79	19,81	16,28	20,67
Kontrakty <i>futures</i>	17,48	9,24	8,66	8,06	7,06	7,53
Procentowe	16,79	8,82	8,20	7,72	6,80	7,27
Walutowe	0,14	0,04	0,08	0,05	0,03	0,04
Indeksowe	0,55	0,38	0,39	0,28	0,22	0,22
Opcje	10,48	5,90	6,13	11,75	9,22	13,13
Procentowe	9,28	4,18	4,91	10,41	8,04	11,91
Walutowe	0,13	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Indeksowe	1,07	1,69	1,20	1,31	1,16	1,20
Instrumenty OTC	72,04	84,86	85,21	80,19	83,72	79,33
Kontrakty procentowe	54,26	66,88	67,02	64,66	69,52	65,87
Kontrakty walutowe	4,41	15,96	16,24	13,96	12,63	11,95
Kontrakty indeksowe	13,37	2,01	1,96	1,57	1,58	1,51

* dane dotyczą czerwca 2003 r.

Źródło: obliczenia własne na podstawie „BIS Quarterly Review”, December 2003.

Wykres 1 Struktura światowego rynku finansowych instrumentów pochodnych (stan na koniec czerwca 2003 r.)



Źródło: „BIS Quarterly Review”, December 2003.

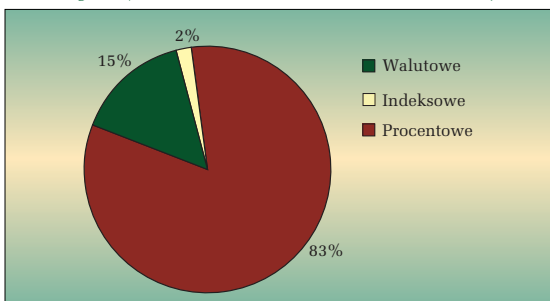
menty pochodne na giełdach podlegają ścisłej standaryzacji. Jedynym zmiennym elementem kontraktu jest jego data zapadalności.

Rynek OTC zaczął się dynamicznie rozwijać na przełomie lat 80. i 90. Przewaga zdobyta w tym okresie nad rynkiem giełdowym utrzymuje się do dzisiaj. W czerwcu 2003 r. instrumenty rynku OTC stanowiły 79% otwartych pozycji na światowych rynkach terminowych ogółem. Rynek giełdowy rozwijał się nadal, chociaż już wyraźnie wolniej.

Na giełdach terminowych i rynku pozagiełdowym największą popularnością cieszą się kontrakty na stopy procentowe. Są to kontrakty *futures*, opcje i swapy procentowe. Rynek giełdowych instrumentów pochodnych charakteryzuje się koncentracją obrotów na kilku rodzajach kontraktów. Obroty kontraktami pochodnymi, w przypadku których instrumentami bazowymi są instrumenty rynku pieniężnego, takie jak depozyty eurodolarowe, stopa Euribor, stopa funduszy FED oraz krótkoterminowe depozyty w funtach brytyjskich stanowią około 95% obrotów całkowitych¹. Ze względu na wartość obrotów największą popularnością cieszyły się kontrakty *futures* na krótkoterminową stopę depozytów eurodolarowych oraz na stopę Euribor. Wśród

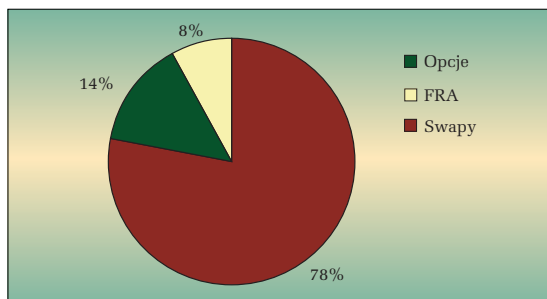
¹ „BIS Quarterly Review”, September 2002.

Wykres 3 Struktura światowego pozagiełdowego rynku finansowych instrumentów pochodnych (stan na koniec czerwca 2003 r.)



Źródło: „BIS Quarterly Review”, December 2003.

Wykres 2 Struktura światowego rynku procentowych instrumentów pochodnych (stan na koniec czerwca 2003 r.)



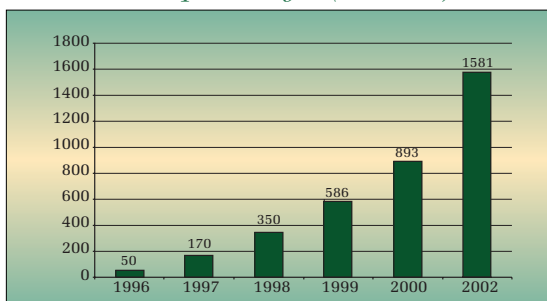
Źródło: „BIS Quarterly Review”, December 2003.

kontraktów na stopę długoterminową najczęściej nabywane/sprzedawane były kontrakty *futures* na 10-letnie niemieckie obligacje skarbowe (*Euro Bund futures*). Na rynku pozagiełdowym zdecydowanie dominującą pozycję utrzymują natomiast swapy procentowe (IRS), przede wszystkim denominowane w euro. Stanowią one bardzo ważny instrument umożliwiający inwestorom posiadającym papiery wartościowe oparte na kredycie hipotecznym (listy zastawne, obligacje hipoteczne) zabezpieczenie się przed ryzykiem wcześniejszej spłaty kredytu.

Jeśli chodzi o giełdowe walutowe instrumenty pochodne, to stanowiły one znikomą część otwartych pozycji. Zdecydowanie większą rolę odgrywają na rynku OTC, gdzie zajmują drugą pozycję pod względem liczby otwartych pozycji. Najpopularniejszymi kontraktami rynku pozagiełdowego są kontrakty *outright forward* oraz swapy walutowe.

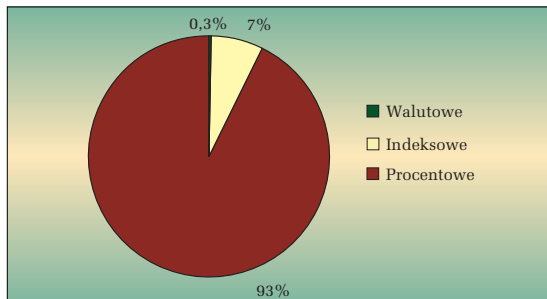
Przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym, oprócz wymienionych wyżej instrumentów, są również kredytowe instrumenty pochodne. Mimo że stanowią niewielką część całego rynku OTC, to w ostatnich latach jest to segment rozwijający się najbardziej dynamicznie. Około 45% kredytowych instrumentów pochodnych stanowią *credit default swaps* (CDS). Najważniejszymi uczestnikami rynku kredytowych instrumentów pochodnych są banki komercyjne (około połowa).

Wykres 4 Wielkość rynku kredytowych instrumentów pochodnych (mld USD)



Źródło: The British Bankers' Association (BBA) 1997/1998 Credit Derivatives Survey.

Wykres 5 Struktura światowego giełdowego rynku finansowych instrumentów pochodnych (stan na koniec czerwca 2003 r.)



Źródło: „BIS Quarterly Review”, December 2003.

wa udziału w rynku). Stosują one transakcje pochodne głównie w celu dywersyfikacji portfela kredytowego oraz redukcji ryzyka kredytowego. Innymi znaczącymi inwestorami są towarzystwa ubezpieczeniowe.

Ryzyko stopy procentowej zabezpieczane jest najczęściej za pomocą swapów procentowych (IRS), natomiast ryzyko kursowe przy wykorzystaniu walutowych kontraktów *forward* oraz swapów walutowych (*FX swaps*).

Podaż i popyt na światowych giełdach instrumentów pochodnych oraz na rynkach OTC

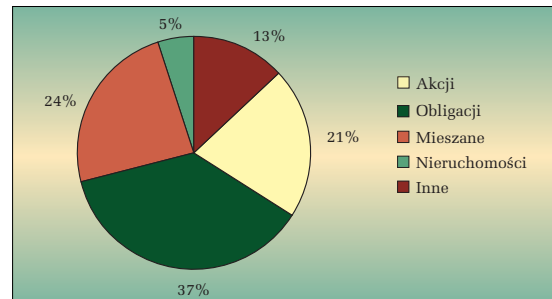
Uczestnikami (pośrednimi lub bezpośrednimi) giełdowych rynków instrumentów pochodnych mogą być inwestorzy indywidualni, przedsiębiorstwa, banki i inwestorzy instytucjonalni². Niektórych inwestorów instytucjonalnych cechuje duża awersja do ryzyka, podczas gdy inni gotowi są inwestować w aktywa bardziej ryzykowne, ale przynoszące wyższą stopę zwrotu. Ostatnio wzrosła liczba instytucji finansowych, które w zarządzaniu aktywami i pasywami wykorzystywały instrumenty pochodne. Zdaniem wielu zarządzających, finansowe instrumenty pochodne stosowane są ze względu na niższe niż na rynku kasowym koszty transakcyjne, wysoką płynność oraz szybkość zawierania transakcji. Dla dużych inwestorów długoterminowych, jakimi są przede wszystkim fundusze emerytalne, zmiana struktury aktywów może okazać się procesem długotrwałym i kosztownym. Instrumenty pochodne dają możliwości skrócenia tego procesu oraz znacznego obniżenia kosztów.

Zagraniczne fundusze inwestycyjne

W krajach Unii Europejskiej działalność otwartych funduszy inwestycyjnych podlega przepisom zawartym w

² Są to podmioty inwestujące oszczędności osób fizycznych oraz niefinansowych instytucji na rynkach finansowych. Do grupy tej należą głównie towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne, inwestycyjne i zabezpieczające.

Wykres 6 Struktura alokacji aktywów funduszy inwestycyjnych w strefie euro (stan na koniec III kwartału 2003 r.)



Źródło: ECB Investment fund statistics, January 2004.

Dyrektywie 2001/108/EC w sprawie przedsięwzięć dotyczących zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (z ang. *Undertakings for collective investment in transferable securities*, UCITS). Na podstawie tej Dyrektywy europejskie fundusze inwestycyjne mogą stosować instrumenty pochodne nie tylko w celu zabezpieczania się przed ryzykiem³. Przepisy europejskie zezwalają m.in. na inwestowanie w finansowe instrumenty pochodne, jeżeli:

- ma zostać osiągnięty ustalony cel finansowy funduszu,
- ma być zachowany profil ryzyka wskazany w statucie.

Dyrektywa wymienia kilka warunków, które muszą być spełnione przez fundusze inwestujące w finansowe instrumenty pochodne:

- instrumentem bazowym powinny być indeksy giełdowe, krajowe i zagraniczne stopy procentowe oraz kursy walut,
- ekspozycja na ryzyko generowane przez pozycję zajmowaną w instrumencie bazowym nie powinna przekraczać dopuszczalnych limitów,
- całkowita ekspozycja na ryzyko nie powinna przekraczać całkowitej wartości aktywów netto funduszu.

W celu zapewnienia ochrony interesów inwestorów wprowadzono limity maksymalnego zaangażowania funduszy w instrumenty pochodne. Jako górną granicę ustalono wartość aktywów netto poszczególnych funduszy⁴. Fundusze inwestycyjne mogą inwestować w instrumenty rynku regulowanego i pozagiełdowego. W przypadku inwestycji na rynku OTC wymagane jest, aby drugą stroną transakcji była instytucja podlegająca nadzorowi. Ponadto instrumenty pochodne rynku OTC muszą być codziennie wyceniane.

Fundusze inwestycyjne są narażone na różnego rodzaju ryzyko. Jednym z najważniejszych typów ryzyka jest ryzyko stopy procentowej. Wynika to stąd, że duża część środków lokowana jest w papiery dłużne. Najbar-

³ Art. 19 (1) ust. 21 Dyrektywy 2001/108/EC.

⁴ Wartość aktywów netto funduszu inwestycyjnego jest to wartość aktywów funduszu pomniejszona o jego zobowiązania.

Tabela 2 *Alokacja aktywów funduszy inwestycyjnych w strefie euro (w %)*

Nazwa instrumentu	IV kwartał 1999	IV kwartał 2000	IV kwartał 2001	IV kwartał 2002	III kwartał 2003
Depozyty	7,5	7,0	7,7	8,5	8,1
Papiery wartościowe inne niż akcje, w tym:	42,1	38,7	41,1	46,6	45,6
– do 1 roku	2,7	1,8	2,0	2,5	2,1
– powyżej 1 roku*	39,4	36,9	39,1	44,1	43,5
Akcje i inne papiery udziałowe	40,9	42,8	38,2	29,8	30,2
Udziały w funduszach inwestycyjnych	4,1	5,7	6,6	7,1	7,6
Aktywa o stałym dochodzie	2,6	3,0	3,4	4,3	4,1
Inne aktywa (w tym finansowe instrumenty pochodne)	2,8	2,8	3,1	3,7	4,5

* dane dotyczące obligacji

Źródło: ECB Investment fund statistics, Januarius 2004.

dziej popularne są fundusze obligacji (37%), fundusze akcji stanowią zaś 21% aktywów wszystkich funduszy.

Fundusze emerytalne

Wśród inwestorów instytucjonalnych, oprócz funduszy inwestycyjnych, znaczącą rolę odgrywają również fundusze emerytalne. Przykładem kraju, który może stanowić dobre porównanie z Polską, jest Kanada. Kanadyjskie fundusze emerytalne posiadają aktywa o wartości ponad 30 mld USD⁵. Rynek finansowy w tym kraju jest stosunkowo mały⁶. Istnieje więc znaczne prawdopodobieństwo, że zawierając duże transakcje, fundusze mogą wpłynąć na ceny instrumentów finansowych. Podobna jest sytuacja w Polsce. Aktywa OFE wyniosły w grudniu 2002 r. 31,6 mld zł (około 8 mld USD). Z ankiety przeprowadzonej w październiku 2000 r. w Kanadzie, dotyczącej inwestycji dokonywanych przez fundusze emerytalne, wynika, że około 40% z nich stosuje instrumenty pochodne. Są one postrzegane przez zarządzających funduszami jako bardzo użyteczne narzędzie

zarządzania portfelem inwestycyjnym. Stosując instrumenty pochodne, fundusze mają dostęp do instrumentów bazowych (np. akcji, obligacji) bez konieczności ich nabywania bądź sprzedawania. Ponadto zwrot z inwestycji na rynku terminowym jest często wyższy niż z inwestycji bezpośrednio w instrument bazowy. Dlatego też dzięki stosowaniu instrumentów pochodnych inwestycje funduszy są bardziej dochodowe i efektywne.

Kanadyjskie fundusze emerytalne wykorzystują finansowe instrumenty pochodne również do zarządzania ryzykiem, związanym przede wszystkim ze zmiennością stóp procentowych oraz kursów walut. Kanadyjskie fundusze emerytalne mogą dokonywać transakcji na rynku giełdowym lub pozagiełdowym. W celu zmniejszenia ryzyka kredytowego, na jakie mogą być narażone na rynku OTC, fundusze mogą zawierać transakcje tylko z podmiotami o wysokim ratingu (co najmniej „A”). Tabela 3 zawiera dane dotyczące instrumentów pochodnych, które znajdowały się w portfelu OMERS (fundusz emerytalny sektora publicznego w Ontario).

Fundusze emerytalne wykorzystują również instrumenty pochodne do kontrolowania ryzyka poprzez zmniejszanie bądź zwiększanie ekspozycji na ryzyko w

⁵ Dane na koniec 2002 r. „Investment Fund Asset Summary, OMERS, 31 December 2002, Canada.

⁶ Udział kapitalizacji giełdy akcji w Toronto w kapitalizacji giełd światowych stanowi mniej niż 5%.

Tabela 3 *Struktura portfela instrumentów pochodnych dla OMERS (w mln USD)*

Nazwa instrumentu	2001	2002
Swapy stopy procentowej (IRS)	954	923
Swapy na indeksy obligacji	304	578
Swapy na indeksy akcji	848	982
Swapy na akcje	15	70
Kontrakty <i>futures</i> na indeksy akcji	4.168	3.777
Opcje na akcje (sprzedane)	105	22
Opcje na obligacje (sprzedane)	100	-
Opcje na obligacje (kupione)	200	-
Transakcje <i>forward</i> walutowe	13.943	10.530
Razem	20.637	16.882

Źródło: „Investment Fund Asset Summary” OMERS, 31 December 2002, Canada.

Tabela 4 Wysokość depozytów początkowych (w procentach nominalnej wartości kontraktu)

Nazwa klasy instrumentu	Wysokość depozytu początkowego
Futures na WIG20	7,8
Futures na TechWIG	16,0
Futures na MIDWIG	4,2
Futures na EUR	3,6
Futures na USD	4,2
Futures na akcje	8,1 – 69,7*
Jednostki indeksowe (MiniWIG20)	7,8

* w zależności od rodzaju spółki

Źródło: Informacja o wysokości depozytów zabezpieczających na 31 grudnia 2002 r., za: KDPW www.kdpw.com.pl

stosunku do określonej klasy aktywów. Ponadto fundusze dokonują transakcji na rynkach terminowych w celu zmniejszenia kosztów (np. w przypadku planowanej dużej zmiany struktury portfela inwestycyjnego bez konieczności sprzedaży papierów wartościowych). Strategia polegająca na zakupie kontraktów *futures*, opcji sprzedaży (*put*) bądź opcji kupna (*call*) jest stosowana w zarządzaniu przepływami pieniężnymi. W zarządzaniu ryzykiem rynkowym fundusze mogą stosować strategię polegającą na kupnie opcji sprzedaży *put*, dzięki czemu zostaje ustalona minimalna wartość aktywów bazowych. W sytuacji gdy cena danego instrumentu spadnie poniżej ceny wykonania opcji, jej posiadacz otrzyma wypłatę różnicy między cenami. Wykorzystanie instrumentów pochodnych umożliwia również alokację aktywów przy znacznie niższych kosztach i o wiele szybciej niż w przypadku zakupu bądź sprzedaży papierów na rynku kasowym.

Towarzystwa ubezpieczeniowe

Znaczącymi inwestorami na rynkach instrumentów pochodnych są również towarzystwa ubezpieczeniowe. Najczęściej wykorzystywanymi przez nie instrumentami pochodnymi są swapy procentowe. Podmioty te, stosując swapy procentowe, mogą efektywnie zarządzać terminami zapadalności swoich portfeli inwestycyjnych. Kontrakty *futures*, głównie indeksowe, są wykorzystywane do właściwej alokacji aktywów. Ponadto towarzystwa ubezpieczeniowe stały się znaczącymi inwestorami na rynku kredytowych instrumentów pochodnych, dzięki czemu dywersyfikują swe portfele aktywów.

Z ankiety przeprowadzonej przez bank inwestycyjny Goldman Sachs, dotyczącej wykorzystania instrumentów pochodnych przez duże towarzystwa ubezpieczeniowe (tzn. o wartości aktywów powyżej 10 mld USD), wynika, że:

- 57% wykorzystuje swapy procentowe,
- 50% wykorzystuje kontrakty *futures*,
- 42% wykorzystuje opcje,
- 29% wykorzystuje kontrakty *floors*,
- 29% wykorzystuje kontrakty *caps*⁷.

⁷ F. Jones: *Monitoring the Risk of Derivatives: Good Management versus Regulation*, www.chicagofed.org.

W krajach Unii Europejskiej istnieje kilka regulacji dotyczących możliwości wykorzystywania instrumentów pochodnych przez towarzystwa ubezpieczeniowe. Są nimi przede wszystkim: regulacja S.I. No. 359 z 1994 r., dotycząca majątkowych towarzystw ubezpieczeniowych, oraz regulacja S.I. No. 360 z 1994 r. dotycząca towarzystw ubezpieczeń na życie⁸. Określają one warunki, które muszą zostać spełnione przy stosowaniu instrumentów pochodnych. Warunki te są następujące:

- towarzystwa ubezpieczeniowe mogą wykorzystywać pochodne giełdowe i znajdujące się w obrocie na rynku pozagiełdowym, jakkolwiek w tym ostatnim przypadku druga strona transakcji powinna być powszechnie uznaną instytucją kredytową,
- zastosowanie instrumentu pochodnego ma na celu zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego lub umożliwić efektywne zarządzanie portfelem.

Rynek giełdowy finansowych instrumentów pochodnych w Polsce

W Polsce funkcjonują dwie giełdy, na których przedmiotem obrotu są m.in. finansowe instrumenty pochodne. Są to Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) oraz Warszawska Giełda Towarowa (WGT). W ofercie GPW znajdują się takie produkty, jak: indeksowe kontrakty *futures* (na indeksy WIG20, TechWIG oraz MIDWIG), walutowe kontrakty *futures* (na kurs dolara i euro), kontrakty na akcje pojedynczych spółek giełdowych, jednostki indeksowe MiniWIG20 oraz warranty. Z kolei WGT wprowadziła do obrotu walutowe kontrakty *futures* (na kurs dolara, euro, euro/dolara i franka szwajcarskiego), procentowe kontrakty *futures* (na stopę 1M WIBOR, 3M WIBOR oraz 2-, 3- i 5-letnie obligacje skarbowe), a także opcje na walutowe kontrakty *futures*.

Pomiędzy oferowanymi przez obie giełdy instrumentami pochodnymi istnieje kilka podstawowych różnic, dotyczących m.in. nominalnej kwoty kontraktu,

⁸ S.I. No. 359 oraz S.I. No. 360 są wytycznymi Wspólnoty Europejskiej do Dyrektyw w sprawie działalności towarzystw ubezpieczeniowych.

Tabela 5 Wysokość depozytów początkowych wg klasy instrumentu dla inwestora (w zł)

Nazwa klasy instrumentu	Wysokość depozytu początkowego
Futures na USD, EURO	900
Futures na CHF	540
Futures na EUR/USD	950
Futures na 1M WIBOR, 3M WIBOR	1.000

Źródło: Informacja o wysokości depozytów początkowych wymaganych przez WGT, www.wgt.com.pl

sposobu rozliczenia oraz sposobu naliczania depozytu zabezpieczającego. Na GPW kontrakty terminowe rozliczane są wyłącznie pieniędznie. Na WGT istnieje natomiast możliwość rozliczenia także poprzez fizyczną dostawę (dotyczy to kontraktów *futures* na obligacje skarbowe)⁹. Na obu giełdach odmienny jest również sposób naliczania depozytu początkowego. Dla kontraktów będących przedmiotem obrotu na GPW depozyt początkowy ustalany jest procentowo przez Izbę Rozrachunkową Instrumentów Pochodnych (IRIP), działającą jako odrębny organ przy KDPW. Wysokość depozytu początkowego, w zależności od rodzaju kontraktu, przedstawia tabela 4.

Na WGT depozyt początkowy ma stałą wartość wyrażoną w polskich złotych. Przykładowe stawki depozytów początkowych na WGT przedstawia tabela 5.

Porównując wysokości depozytów początkowych podobnych kontraktów walutowych, będących przedmiotem obrotu na obu giełdach, można zauważyć, że na WGT są one znacznie niższe. Mimo tej przewagi obrót kontraktami terminowymi na waluty na WGT utrzymywał się na niskim poziomie. Banki i inne podmioty gospodarcze preferują pozagiełdowy rynek kontraktów *outright-forward*, który jest uznawany za bardziej płynny, efektywny i tańszy.

Charakterystyka rynku

Najbardziej rozwiniętym segmentem regulowanego rynku instrumentów pochodnych jest rynek kontrak-

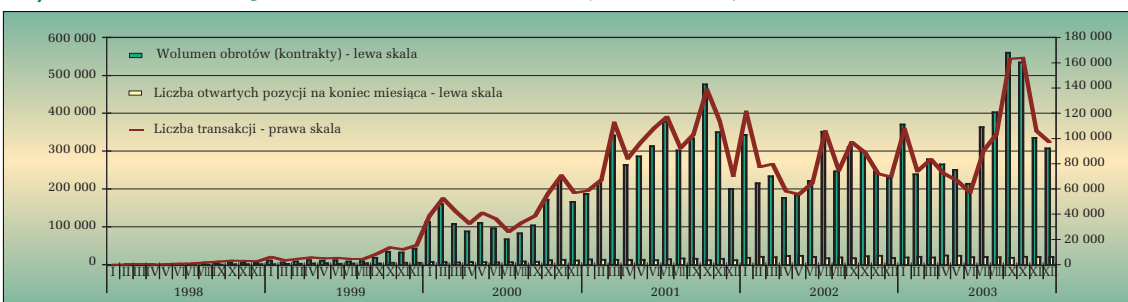
tów *futures* na indeksy giełdowe. Ich udział w całkowitych obrotach na rynku terminowym GPW wyniósł w 2003 r. 98%. Drugi co do wielkości udział miały kontrakty akcyjne (1,5%), w przypadku których odnotowano wzrost obrotów o 32% w stosunku do 2002 r. Wzrosły również obroty kontraktami indeksowanymi (o 51%) oraz walutowych (9%). Obroty jednostkami indeksowymi MiniWIG20 spadły natomiast o 45% mimo ich dynamicznego wzrostu w 2002 r. (o 928%).

Spośród kontraktów indeksowych najpopularniejsze były kontrakty terminowe na indeks WIG20, mimo że ich obroty spadły o 20% w stosunku do 2001 r. Jedną z przyczyn tego spadku może być malejąca zmienność cen akcji wchodzących w skład indeksu WIG20 (stabilizacja cen przez OFE).

Wprowadzenie do obrotu kontraktów *futures* na indeks WIG20 okazało się prawdziwym sukcesem warszawskiej giełdy. Ten segment rynku terminowego rozwija się bardzo dynamicznie mimo pogarszającej się płynności na rynku kasowym akcji. Od początku II półrocza 2001 r. można obserwować wyraźne przenoszenie się inwestorów indywidualnych z rynku akcji na rynek kontraktów terminowych. W ostatnim okresie charakteryzował się on znacznie większą płynnością niż rynek akcji. Oprócz większej płynności przewaga rynku terminowego leży w tym, że ułatwia on dokonywanie krótkiej sprzedaży w okresach spadku cen akcji.

Rolę animatorów obrotów na rynku instrumentów pochodnych GPW odgrywają biura maklerskie, które na mocy podpisanej z GPW umowy zobowiązane są do stałego kwotowania cen kupna i sprzedaży instrumentów pochodnych. Podmioty te działają we własnym imieniu i na własny rachunek. W 2002 r. funkcję animatora rynku pełniło 6 największych domów maklerskich.

⁹ Rozliczenie gotówkowe lub dostawa fizyczna przedmiotu kontraktu mogą mieć miejsce w sytuacji, gdy pozycje w tych kontraktach nie zostały zamknięte w wyniku transakcji rynkowych.

Wykres 7 Kontrakty *futures* na WIG20 na GPW (liczba sztuk)

Źródło: GPW.

Tabela 7 Wskaźniki roczne kontraktów terminowych notowanych na GPW

Kontrakty terminowe (ogółem)						
	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Liczba transakcji na sesję	5.049	4.229	4.953	2.163	359	63
Wartość obrotu ogółem (mln zł)	116.201	77.334	98.646	58.612	6.368	602
Średni obrót na sesję (tys. zł)	462.951	310.576	394.583	234.447	25.575	2.406
Średni wolumen na sesję	16.860	12.755	15.019	6.064	836	97
Liczba otwartych pozycji (na koniec roku)	22.535	19.283	12.815	11.952	5.360	699
Liczba serii (na koniec roku)	51	46	40	16	13	7
Kontrakty terminowe na WIG20						
	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Liczba transakcji na sesję	4.722	3.874	4.650	2.101	355	63
Wartość obrotu ogółem (mln zł)	113.662	75.246	95.932	57.390	6.015	597
Średni obrót na sesję (tys. zł)	452.836	302.194	383.728	229.560	24.058	2.386
Średni wolumen na sesję	16.410	12.278	14.586	5.960	815	97
Liczba otwartych pozycji (na koniec roku)	20.163	17.539	11.412	11.116	4.845	675
Wskaźnik płynności (%)	207	171	179,5	68,6	15,2	2,2
Liczba serii (na koniec roku)	3	3	3	3	3	2
Kontrakty terminowe na TechWIG						
	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Liczba transakcji na sesję	12	42	97	119	---	---
Wartość obrotu ogółem (mln zł)	43	130	636	545	---	---
Średni obrót na sesję (tys. zł)	172	524	2.544	5.190	---	---
Średni wolumen na sesję	17	52	134	172	---	---
Liczba otwartych pozycji (na koniec roku)	39	203	146	606	---	---
Wskaźnik płynności (%)	0,2	0,8	2,2	1,3	---	---
Liczba serii (na koniec roku)	3	3	3	3	---	---
Kontrakty terminowe na MIDWIG						
	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Liczba transakcji na sesję	33	30	---	---	---	---
Wartość obrotu ogółem (mln zł)	215	144	---	---	---	---
Średni obrót na sesję (tys. zł)	857	668	---	---	---	---
Średni wolumen na sesję	38	36	---	---	---	---
Liczba otwartych pozycji (na koniec roku)	111	124	---	---	---	---
Wskaźnik płynności (%)	4,1	3,6	---	---	---	---
Liczba serii (na koniec roku)	3	3	---	---	---	---
Kontrakty terminowe na akcje						
	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Liczba transakcji na sesję	267	271	185	---	---	---
Wartość obrotu ogółem (mln zł)	1.758	1.332	923	---	---	---
Średni obrót na sesję (tys. zł)	7.003	5.347	3.909	---	---	---
Średni wolumen na sesję	371	370	257	---	---	---
Liczba otwartych pozycji (na koniec roku)	1.972	1.291	779	---	---	---
Wskaźnik płynności (%)	3,7	3,6	2,3	---	---	---
Liczba serii (na koniec roku)	32	27	24	---	---	---
Kontrakty terminowe na euro						
	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Liczba transakcji na sesję	10	8	16	7	3	---
Wartość obrotu ogółem (mln zł)	357	235	565	424	168	---
Średni obrót na sesję (tys. zł)	1.422	944	2.258	1.695	1.148	---
Średni wolumen na sesję	16	12	30	21	13	---
Liczba otwartych pozycji (na koniec roku)	165	53	266	168	375	---
Liczba serii (na koniec roku)	5	5	5	5	5	---
Kontrakty terminowe na USD						
	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Liczba transakcji na sesję	6	7	15	5	2	0
Wartość obrotu ogółem (mln zł)	166	247	590	253	186	5
Średni obrót na sesję (tys. zł)	661	990	2.362	1.012	744	75
Średni wolumen na sesję	8	12	28	11	9	1
Liczba otwartych pozycji (na koniec roku)	85	73	212	62	140	24
Liczba serii (na koniec roku)	5	5	5	5	5	5

Źródło: dane GPW.

Tabela 8 Wymagania wynikające z umowy o pełnienie funkcji animatora rynku instrumentów pochodnych na GPW

Nazwa instrumentu	Wymagania	
	maksymalny spread*	minimalna wielkość
Futures na WIG20, MIDWIG	w zależności od fazy notowań i terminu wygaśnięcia 20 – 40 punktów	w zależności od terminu wygaśnięcia 5 lub 10 kontraktów
Futures na akcje	5% średniej ceny zamknięcia instrumentu bazowego dla danego kontraktu z ostatnich 20 sesji przed pierwszym dniem danego kwartału	5 kontraktów
Futures walutowe	w zależności od terminu wygaśnięcia 2,5 – 6,0 zł	w zależności od terminu wygaśnięcia 2 lub 5 kontraktów
Jednostki indeksowe	1,5% lub 3%	300 lub 500 jednostek indeksowych

* Maksymalny spread oznacza różnicę pomiędzy najniższą ceną w zleceniu sprzedaży a najwyższą ceną w zleceniu kupna.

Źródło: GPW.

Animatorzy rynku w zamian za wypełnianie swoich obowiązków mają określone przywileje. Jednym z nich jest zwolnienie z opłat na rzecz KDPW z tytułu dokonywanych operacji. Podobne rozwiązania są stosowane na zagranicznych giełdach instrumentów pochodnych. Na włoskiej giełdzie instrumentów pochodnych IDEM oprócz zwykłych animatorów rynku (kwotują tylko na żądanie) działają również tzw. podstawowi animatorzy (*primary market makers*), których obowiązkiem jest podawanie cen w notowaniach ciągłych.

Oprócz kontraktów terminowych na GPW notowane są również warranty. W 2003 r. znajdowały się w obrocie warranty na akcje, indeksy oraz kontrakty terminowe. Największą popularnością cieszą się europejskie warranty akcyjne oraz amerykańskie - na kontrakty terminowe. Strukturę obrotu tymi instrumentami przedstawia wykres 8.

Mimo różnorodności oferowanych warrantów skala obrotów jest niska. Jedną z przyczyn braku rozwoju tego segmentu rynku może być szeroki *spread* pomiędzy cenami kupna i sprzedaży warrantów emitowa-

nych przez banki będące animatorami rynku. Efektem tego było wycofanie się inwestorów i spadek płynności rynku.

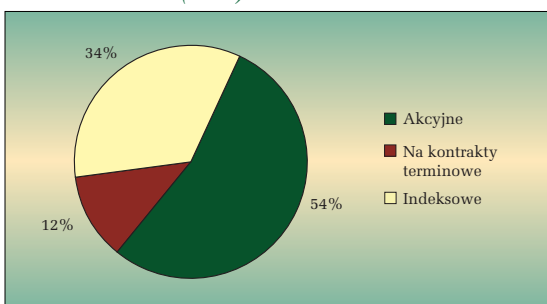
Inwestorzy

Od początku wprowadzenia do obrotu kontraktów terminowych zdecydowaną większość jego uczestników stanowili inwestorzy indywidualni. Ich udział w obrotach ogółem kształtował się na poziomie 80%. W 2002 r. zaobserwowano zwiększone zainteresowanie rynkiem instrumentów pochodnych ze strony krajowych inwestorów instytucjonalnych. Z badań ankietowych przeprowadzonych przez GPW wynika, że wzrost ten jest spowodowany głównie zwiększoną aktywnością animatorów rynku (w ankiecie są oni zaliczani do inwestorów instytucjonalnych).

Otwarte fundusze emerytalne

Działalność lokacyjna otwartych funduszy emerytalnych (OFE) podlega ustawie o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (art. 141-144)¹⁰ z późniejszymi zmianami oraz Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 12 maja 1998 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne¹¹. Od stycznia 2004 r. zaczęły obowiązywać przepisy ustawy o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz

Wykres 8 Struktura obrotu warrantami na GPW w 2003 r. (w %)



Źródło: GPW.

¹⁰ Dz.U. nr 139 poz. 934 z dnia 28.08.1997 r. (wraz z późniejszymi zmianami)

¹¹ Dz.U. nr 63 poz. 407 z dnia 12.05.1998 r.

niektórych innych ustaw¹². Zgodnie ze zmienionym art. 141 ustawy, OFE mogą dokonywać lokat w instrumenty pochodne przy spełnieniu następujących warunków:

- celem lokaty w instrumenty pochodne jest wyłącznie ograniczenie ryzyka inwestycyjnego związanego z lokowaniem aktywów funduszu,
- powinny być dostępne instrumenty umożliwiające zmniejszenie ryzyka,
- wycena tych instrumentów powinna być możliwa w każdym momencie.

Do czasu wejścia w życie nowych przepisów OFE mogły lokować środki w instrumenty pochodne wyłącznie w celu ograniczenia ryzyka kursowego związanego z inwestycjami zagranicznymi. Był to jednak przepis martwy, ponieważ nie zostały wydane odpowiednie przepisy wykonawcze.

Z punktu widzenia funduszy emerytalnych ważną kwestią pozostaje sprawa limitów inwestycyjnych oraz poszerzenie katalogu dostępnych instrumentów finansowych. Portfele OFE, składające się w 70–80% ze skarbowych papierów wartościowych, są silnie narażone na ryzyko stopy procentowej. Mimo to OFE nie mogą zabezpieczać się przed niekorzystnymi zmianami stóp procentowych ze względu na obowiązujące przepisy prawne. Pomimo że Ustawa tego nie zabrania, nie ma odpowiednich przepisów wykonawczych. Z drugiej strony w Polsce nie istnieje rozwinięty regulowany rynek procentowych instrumentów pochodnych. Na początku września 2002 r. WGT wprowadziła do obrotu nowy produkt – *futures* na obligacje skarbowe, ale nie cieszy się on dużym zainteresowaniem inwestorów. Również GPW planuje poszerzyć swoją ofertę produktową o kontrakty *futures* na obligacje skarbowe. Ten segment rynków finansowych mógłby się rozwinąć, jeśli zostaną zniesione przepisy zabraniające dokonywania takich transakcji.

W przypadku małej płynności na rynku *futures* na obligacje OFE mogłyby się zabezpieczać przed ryzykiem stopy procentowej na rynku swapów procentowych (IRS). Zawarcie transakcji swap powoduje taki sam skutek dla inwestora jak stworzenie syntetycznej obligacji. Rynek swapów procentowych charakteryzuje się dużą płynnością. Obecnie obowiązujące przepisy prawne nie zezwalają OFE na dokonywanie transakcji zamiany. Dlatego zasadne wydaje się umożliwienie funduszom zabezpieczania się na rynku swapów procentowych.

Fundusze inwestycyjne

Według ustawy o funduszach inwestycyjnych z 28 sierpnia 1997 r. możliwe jest tworzenie pięciu typów funduszy inwestycyjnych. Są to:

- fundusze inwestycyjne otwarte (FIO),
- specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO),
- fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ),
- specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte (SFIZ),
- fundusze inwestycyjne mieszane.

W Polsce istnieją wszystkie wymienione powyżej typy funduszy. Oprócz formy prawnej fundusze różnią się od siebie przede wszystkim rodzajem instrumentów kupowanych do portfela aktywów. Fundusze inwestycyjne otwarte w zależności od prowadzonej polityki inwestycyjnej mogą nabywać m.in. instrumenty rynku pieniężnego, akcje, obligacje oraz instrumenty pochodne. Inwestowanie w prawa pochodne z praw majątkowych będących przedmiotem lokat funduszu oraz transakcje terminowe dozwolone jest wyłącznie w celu ograniczenia ryzyka inwestycyjnego i przy uwzględnieniu celu inwestycyjnego funduszu, zapisanego w statucie. W przypadku funduszy zamkniętych dozwolone są również transakcje terminowe mające charakter spekulacyjny.

Otwarte fundusze inwestycyjne (OFI) mogą bez zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPiWiG) inwestować w instrumenty pochodne wyłącznie w celu zabezpieczenia przed ryzykiem spadku wartości posiadanych papierów wartościowych. OFI nie mogą natomiast kupować kontraktów terminowych w celu zabezpieczenia zakupu akcji planowanego w przyszłości (ryzyko wzrostu cen). Zarządzający funduszami są zdania, że zezwolenie na zawieranie tego typu transakcji zmniejszyłoby problemy związane z małą płynnością na GPW¹³. Przepisy prawne bardziej liberalnie traktują specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte. Mogą one inwestować w instrumenty pochodne, pod warunkiem że instrumentem bazowym są zakupione przez fundusz papiery wartościowe. Transakcje terminowe muszą być zawierane na rynkach regulowanych, na których depozyty zabezpieczające są rozliczane codziennie. W przypadku instrumentów pochodnych jako warunki ustalono, że:

- instrument pochodny powinien być przedmiotem obrotu na rynku regulowanym,
- powinna być zapewniona dostępność ofert kupna i sprzedaży danych kontraktów w każdym dniu wyceny aktywów funduszu.

Przykładem tego typu funduszy są fundusze arbitrażowe. Na polskim rynku działają dwa tego typu fundusze: Pioneer i Millennium. Pioneer Arbitrażowy Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty realizując swoją strategię może m.in. dokonywać arbitrażu pomiędzy cenami akcji wchodzących w skład indeksu WIG20 na rynku kasowym a cenami kontraktów *futures*

¹² Dz.U. nr 170 poz. 1651 z dnia 30.09.2003 r.

¹³ W sytuacji małej płynności spółek notowanych na GPW duże zlecenie zakupu akcji złożone przez fundusz może niekorzystnie wpłynąć na poziom cen.

na WIG20 na rynku terminowym. Podobną politykę inwestycyjną stosuje Fundusz Millennium.

W czerwcu 2002 r. oprócz wymienionych wyżej podmiotów otwarte pozycje na rynku terminowym miało 12 funduszy inwestycyjnych. W większości z nich celem zawierania transakcji było ograniczenie ryzyka inwestycyjnego. Najczęściej stosowanymi instrumentami pochodnymi były kontrakty *futures* na WIG20 oraz transakcje *forward* na kurs euro i dolara¹⁴.

Banki komercyjne

Ważną grupą inwestorów na rynkach terminowych są banki komercyjne. Wartość transakcji pochodnych dokonywanych przez banki komercyjne systematycznie wzrasta. Największym zainteresowaniem banków cieszyły się instrumenty pochodne na stopę procentową oraz kurs walutowy. Natomiast instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu giełdowego mają niewielki udział w transakcjach banków.

Bariery rozwoju giełdowego rynku instrumentów pochodnych w Polsce

Giełdowy rynek instrumentów pochodnych w Polsce napotyka wiele barier rozwojowych. Należą do nich m.in.:

- słaba znajomość rynków pochodnych,
- bariera psychologiczna inwestorów,
- konkurencja rynku międzybankowego,
- niska płynność rynku,
- brak popytu ze strony inwestorów instytucjonalnych,
- bariery prawne,
- wysokie koszty transakcyjne.

¹⁴ R. Bieńkowski, D.Krupa: *Instrumenty pochodne w portfelach funduszy inwestycyjnych*. „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 5 (149), maj 2003 r.

Tabela 9 Wartość transakcji banków zawieranych na rynkach instrumentów pochodnych (w mld zł)

Wyszczególnienie	Grudzień 2002			Wrzesień 2003		
	A	B	C	A	B	C
Transakcje terminowe, w tym:	893,44	8,06	885,39	1.248,36	10,50	1.237,85
– stopy procentowej	482,77	1,80	480,97	823,20	1,74	821,47
– walutowe	408,07	6,12	401,95	421,99	8,60	413,40
– papierów wartościowych	2,60	0,14	2,46	3,16	0,17	2,99
Opcje, w tym:	42,99	1,72	41,27	58,41	4,35	54,06
– giełdowe	0,88	0,00	0,88	0,18	0,01	0,17
– pozagiełdowe	42,11	1,72	40,39	58,22	4,33	53,89
Inne instrumenty, w tym:	3,47	0,00	3,47	2,89	0,00	2,89
– giełdowe	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
– pozagiełdowe	3,47	0,00	3,47	2,89	0,00	2,89
Razem	939,91	9,78	930,13	1.309,66	14,85	1.294,81

Objaśnienia: A – ogółem, B – zabezpieczające, C – spekulacyjne.

Źródło: *Sytuacja finansowa banków w I kwartale 2003 r. Synteza*. GINB, Warszawa lipiec 2003 r.

Słaba znajomość rynków pochodnych

Rynki finansowe w Polsce powstały dopiero niedawno. Dlatego znajomość mechanizmów funkcjonowania tych rynków jest w Polsce nadal stosunkowo niewielka. Wśród większości dyrektorów finansowych w przedsiębiorstwach panuje przekonanie, że stosowanie instrumentów pochodnych jest ryzykowne. Wynika to głównie z braku dobrej orientacji w działaniu rynków terminowych. Instrumenty pochodne są skutecznymi narzędziami ograniczania ryzyka. Jednak ich efektywne stosowanie wymaga od zarządzających odpowiedniej wiedzy i umiejętności. Istotne jest więc zwiększenie wiedzy przedsiębiorstw o tym, jakie możliwości dają finansowe instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem.

Bariera psychologiczna

Jak wspomniano, w Polsce zawieranie transakcji na rynkach terminowych postrzegane jest przez wiele osób jako bardzo ryzykowne. Mit ten jest stale podtrzymywany przez media, które każde większe bankructwo instytucji finansowej wiążą z inwestycjami na rynkach terminowych. Jest to tylko część prawdy. Główną przyczyną ponoszonych strat były przede wszystkim nieumiejętne i niewłaściwe zastosowanie strategii zabezpieczających oraz spekulacja. Ponadto, co było szczególnie widoczne przy upadku angielskiego banku inwestycyjnego Barrings, powodem bankructwa był brak nadzoru nad osobami dokonującymi transakcji na rynkach instrumentów pochodnych.

Konkurencja

Z punktu widzenia ryzyka kredytowego rynek giełdowy, dzięki istnieniu izby rozliczeniowej, ma zdecydowaną przewagę nad rynkiem pozagiełdowym. W praktyce jednak poziom ryzyka generowanego przez np. swapy procentowe jest niewielki, ponieważ podmioty

Tabela 10 Wielkość wskaźnika płynności dla indeksowanych i akcyjnych kontraktów futures notowanych na GPW (w %)

Nazwa instrumentu	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Futures na WIG20	2,2	15,2	68,6	179,5	171,0	207,0
Futures na TechWIG	-	-	1,3	2,2	0,8	0,2
Futures na MIDWIG	-	-	-	-	3,6	4,1
Futures na akcje	-	-	-	2,3	3,6	3,7

Objaśnienia: A – ogółem, B – zabezpieczające, C – spekulacyjne.

Źródło: Sytuacja finansowa banków w I kwartale 2003 r. Synteza. GINB, Warszawa lipiec 2003 r.

dokonujące transakcji zamiany charakteryzują się wysokim ratingiem (są to z reguły duże banki).

Rynek pozagiełdowy procentowych instrumentów pochodnych, kontraktów FRA i swapów procentowych, charakteryzuje się dużą płynnością. Istnienie płynnego rynku międzybankowego stanowi jeden z powodów braku regulowanego rynku instrumentów pochodnych na stopę procentową. W 2002 r. WGT wprowadziła do obrotu kontrakty terminowe na 2-, 5- i 10-letnie obligacje skarbowe, ale liczba zawartych kontraktów jest niewielka. Rozwój rynku FRA sprawił, że zupełnie wygasł popyt na kontrakty giełdowe na krótkoterminową stopę procentową.

Również GPW planuje wprowadzenie do obrotu w IV kwartale br. na platformie elektronicznej CeTO kontraktów terminowych na 5-letnie obligacje skarbowe. Rynek ten miałby być dostępny dla uczestników elektronicznego rynku skarbowych papierów wartościowych (ERSPW) i stanowiłby jego uzupełnienie. Kontrakty te byłyby rozliczane poprzez fizyczną dostawę obligacji na zasadach określonych przez KDPW. W celu zapewnienia płynności na rynku działałoby na nim animatorzy obrotu. Koszty działania na tym rynku byłyby dla banków niskie (jako depozyt mogą być składane skarbowe papiery wartościowe). Wydaje się, że rynek kontraktów futures na obligacje skarbowe ma szansę na rozwój. Szczególnie zainteresowane są nim fundusze emerytalne, głównie te największe. Dzięki pośrednictwu KDPW w rozliczaniu transakcji byłby to rynek przejrzysty. Ponadto, w przeciwieństwie do rynku międzybankowego, ryzyko kredytowe byłoby zminimalizowane.

Brak płynności na rynku giełdowym

Jednym z podstawowych problemów krajowego rynku giełdowych instrumentów pochodnych jest niska płynność kontraktów, z wyjątkiem futures na indeks WIG20. GPW publikuje roczne wskaźniki płynności dla kontraktów indeksowych i kontraktów na akcje poszczególnych spółek. Wskaźnik ten jest liczony jako relacja wartości obrotów na rynku terminowym do wartości obrotów na rynku kasowym. Kształtowanie się wskaźnika płynności dla poszczególnych typów kontraktów terminowych przedstawia tabela 10.

W związku z niską płynnością większość kontraktów futures inwestorzy instytucjonalni nie są obecnie zainteresowani zawieraniem na GPW transakcji terminowych. Niska płynność uniemożliwiłaby składanie zleceń bez wpływu inwestorów instytucjonalnych na ceny rynkowe, co mogłoby doprowadzić do strat.

Barierę prawne dotyczące inwestorów instytucjonalnych

Istotnym czynnikiem rozwoju rynku pochodnych w Polsce może stać się również zwiększenie popytu na te instrumenty ze strony inwestorów instytucjonalnych, przede wszystkim funduszy inwestycyjnych i otwartych funduszy emerytalnych. Obecnie obowiązujące przepisy zezwalają na dokonywanie transakcji na rynkach terminowych w bardzo wąskim zakresie. Ich celem może być tylko zabezpieczenie się przed ryzykiem. W odniesieniu do OFE dotyczy to ryzyka inwestycyjnego związanego z lokowaniem aktywów funduszy, natomiast w przypadku funduszy inwestycyjnych odnosi się do ryzyka zmiany cen akcji i indeksów giełdowych. Sytuacja ta jednak może się jednak zmienić ze względu na trwające prace nad nowelizacją przepisów.

Instytucje polskiego rynku kapitałowego podejmowały wiele działań w celu ułatwienia rozwoju giełdowego rynku instrumentów pochodnych. Czynnikiem, który przyczynił się do wzrostu obrotów na rynku kontraktów terminowych, było stopniowe obniżanie przez KDPW i GPW opłat transakcyjnych oraz zniesienie opłaty ponoszonej przez animatorów rynku. W marcu 2001 r. KDPW zezwoliło biuram maklerskim na przyjmowanie akcji wchodzących w skład indeksu WIG20 jako zabezpieczenia kontraktów futures na WIG20¹⁵.

W 2002 r. KPWiG we współpracy ze Stowarzyszeniem Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych (STFI) rozpoczęła prace nad zmianą ustawy o funduszach inwestycyjnych. Nowe przepisy mają być zgodne z regulacjami obowiązującymi w Unii Europejskiej, zezwalającymi m.in. na inwestycje w instrumenty pochodne.

Zakończono również prace, zapoczątkowane w 2002 r., nad zmianą ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Znowelizowana ustawa umożliwi funduszom zabezpieczanie się przed różny-

¹⁵ Uchwała nr 115/01 z dnia 02.03.2001 r.

mi rodzajami ryzyka inwestycyjnego, związanymi z działalnością lokacyjną funduszy, na rynku instrumentów pochodnych.

Wysokie koszty transakcyjne

Ważnym czynnikiem powodującym relatywnie małe zainteresowanie zawieraniem transakcji terminowych są wysokie prowizje biur maklerskich stosowane wobec inwestorów indywidualnych. Do łącznych kosztów należy zaliczyć również opłaty na rzecz KDPW i GPW. Duże znaczenie ma również brak oprocentowania środków znajdujących się na rachunkach depozytowych.

Zakończenie

W ostatnich latach Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie wprowadziła do obrotu wiele instrumentów pochodnych na indeksy akcji, kursy akcji poszczególnych spółek i kursy walut. Mimo tych prób płynnym segmentem rynku pochodnych jest tylko rynek kontraktów *futures* na indeks WIG20. Na pozostałych segmentach rynku obroty są niewielkie.

Szansę na rozwój rynku giełdowych instrumentów pochodnych zależą od kilku czynników. Najważniejszym z nich wydaje się zwiększenie popytu ze strony

inwestorów instytucjonalnych. Aktywa towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych i emerytalnych systematycznie rosną. Instytucje te będą dysponowały coraz większymi środkami przeznaczanymi na inwestycje na rynkach finansowych. W ich portfelach inwestycyjnych znaczącą pozycję zajmują skarbowe papiery wartościowe. Ze względu na ekspozycję na ryzyko stopy procentowej inwestorzy instytucjonalni będą poszukiwali instrumentów pozwalających zabezpieczyć swoje portfele przed niekorzystnymi zmianami cen na rynku. Istnieją zatem szanse, że w niedalekiej przyszłości rozwinie się rynek kontraktów *futures* na obligacje. Inwestorzy instytucjonalni mogą przyczynić się również do rozwoju rynku kontraktów *futures* na akcje. W portfelach inwestycyjnych papiery udziałowe zajmują drugą pozycję pod względem wartości.

Duże znaczenie dla rozwoju rynku pochodnych będą miały dwie nowelizowane ustawy: pierwsza – o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz druga – o funduszach inwestycyjnych. W nowych ustawach znalazły się przepisy dotyczące możliwości zawierania transakcji na rynku instrumentów pochodnych przez fundusze inwestycyjne i emerytalne. Jeśli przepisy te zaczną obowiązywać, to istnieją duże szanse, że rynek pochodnych w Polsce zacznie się dynamicznie rozwijać.

Bibliografia

1. R. Bieńkowski, D. Krupa: *Instrumenty pochodne w portfelach funduszy inwestycyjnych*. „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 5 (149), maj 2003.
2. P.E. Davis: *Pension Funds, Financial Intermediation and the New Financial Landscape*. Discussion Paper PI-2010, July 2000, The Pension Institute, London.
3. P.E. Davis: *Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds*. Discussion Paper PI-0101, January 2001, The Pension Institute, London.
4. F. Jones: *Monitoring the Risk of derivatives: Good Management versus Regulation*. Federal Reserve Bank of Chicago, March 14, 1997, www.chicagofed.org/publications/derivativesandpublicpolicy
5. K. Jackowicz: *Pochodne instrumenty kredytowe (II). Zastosowania pochodnych instrumentów kredytowych i związane z tym problemy*. „Bank i Kredyt” nr 4/2001.
6. *Supervisory Standard on Derivatives*. International Association of Insurance Supervisors, October 1998.
7. *Guidelines for Insurance Companies on the Risk Management of Derivatives*. Dillon Eustace, June 2002.
8. *Trends in the European Investment Fund Market*. FEFSI, December 2001.
9. *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2002 and Results for Full-Year 2002*. FEFSI, March 2003.
10. “BIS Quarterly Review”, September 2002.
11. “BIS Quarterly Review”, December 2002.
12. “Monthly Bulletin”, ECB, January 2003.
13. *Investment Fund Asset Summary*, OMERS, Canada, 31 December 2001.
14. *Sytuacja finansowa banków w okresie styczeń – wrzesień 2002. Synteza*. NBP, GINB, styczeń 2003.