

AGATA JOŃCZYK

ROZWÓJ POZAGIELDOWEGO RYNKU INSTRUMENTÓW POCHODNYCH W POLSCE W PRZECIĄGU OSTATNIEJ DEKADY

Wprowadzenie

Rynek instrumentów pochodnych jest najmłodszym rynkiem zawierającym w swojej złożoności stosunkowo młode instrumenty finansowe, które na globalnych rynkach zyskują szybko uznanie inwestorów. W ciągu ostatnich 20 lat podbił światowe rynki oraz zyskał miano najefektywniej rozwijającego się rynku.

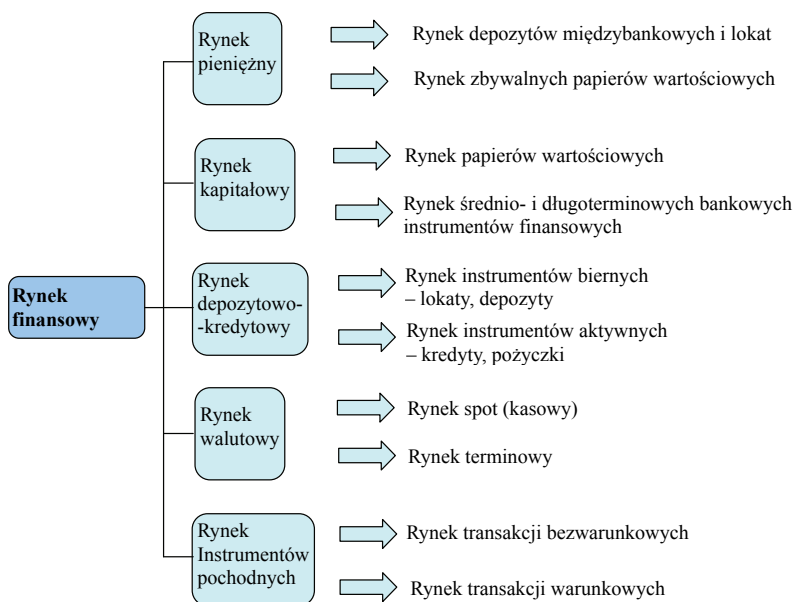
Celem artykułu jest próba analizy kierunku rozwoju oraz struktury rynku instrumentów pochodnych w Polsce. Pierwsza część zawiera ogólny zarys całego systemu finansowego oraz wskazanie, gdzie znajduje się rynek instrumentów pochodnych, następnie są przedstawione zasady działania oraz podział tych instrumentów. Ostatnia część dotyczy analizy sytuacji na rynku w przeciągu ostatniej dekady.

Rynek instrumentów pochodnych jako obszar rynku finansowego

Rynek finansowy jest to rynek, na którym dokonuje się transakcji instrumentami finansowymi¹. Większość definicji bierze pod uwagę rodzaj instrumentu finansowego, dzieląc ten rynek na 5 segmentów: pieniężny, kapitałowy, walutowy, instrumentów pochodnych oraz depozytowo-kredytowy. Należy podkreślić jednak, że podział na te segmenty nie jest rozłączny, niektóre instrumenty rynku pieniężnego i rynku kapitałowego bądź instrumentów pochodnych mogą być również zaliczone do rynku walutowego lub odwrotnie. Schemat 1 przedstawia ogólną strukturę rynku finansowego z punktu widzenia rodzaju instrumentu finansowego.

Rynek pieniężny, nazywany rynkiem instrumentów krótkoterminowych, to segment rynku finansowego, na którym dokonywane są transakcje kupna-sprzedaży instrumentów finansowych o największym stopniu płynności i terminie wykupu do jednego roku. Mogą to być bony skarbowe, pieniężne i komercyjne, certyfikaty depozytowe, weksle handlowe oraz lokaty międzybankowe.

¹ M. Wypych: *Finanse i instrumenty finansowe*, Absolwent, Łódź 2001, s 15.



Rys. 1. Struktura rynku finansowego

Źródło: opracowanie własne.

Drugi segment to rynek kapitałowy. Głównym czynnikiem odróżniającym rynek pieniężny od rynku kapitałowego jest termin zapadalności instrumentów finansowych. Na rynku kapitałowym obraca się średnio- i długoterminowymi aktywami finansowymi, przeznaczonymi zazwyczaj na finansowanie inwestycji. Na rynek ten składa się rynek lokat i kredytów bankowych średnio- i długoterminowych (rynek bankowy) oraz rynek papierów wartościowych, które mogą mieć charakter udziałowy (np. akcje, udziały, certyfikaty inwestycyjne) lub dłużny (np. obligacje skarbowe, przedsiębiorstw, komunalne oraz listy zastawne).

Rynek depozytowo-kredytowy to segment detalicznych transakcji zindywidualizowanych między bankami a podmiotami, które nie mają dostępu do rynku pieniężnego lub kapitałowego jako pożyczkobiorcy.

Kolejny rynek – walutowy tworzony jest przez wszelkiego rodzaju transakcje wymiany walut (ew. dewiz). W wyniku działania popytu i podaży w transakcjach na rynku międzybankowym ustalane są kursy walutowe (kurs wymiany), które odzwierciedlają stosunek ceny między dwoma walutami. Handel może odbywać się zarówno na rynku kasowym (wymiana jest dokonywana natychmiast), jak i na rynku terminowym (wymiana zostanie dokonana w późniejszym, ściśle określonym terminie).

Ostatni segment rynku finansowego dotyczy transferu ryzyka, na którym są wykorzystywane instrumenty pochodne. Instrumenty te charakteryzuje uzależnienie rynku fi-

nansowego od poprzednio wyemitowanych papierów wartościowych, dzięki czemu stanowią one niezwykle pożyteczne narzędzie redukcji ryzyka².

Trzy pierwsze rynki oraz częściowo rynek walutowy są rynkami operacyjnymi, ostatni natomiast segment – instrumentów pochodnych – jest rynkiem pozwalającym uczestnikom operacji finansowych na zabezpieczenie się przed negatywnymi skutkami ryzyka finansowego związanego głównie ze zmianami stóp procentowych, wahaniami cen papierów wartościowych oraz kursów walutowych (terminowy rynek walutowy). W ostatnich latach derywaty wykazały niezwykle dynamikę wzrostu. Pozwalają one menadżerom korporacji, przedsiębiorstw oraz banków komercyjnych lepiej zarządzać finansami, a także ułatwiają przepływy funduszy pieniężnych od indywidualnych i instytucjonalnych inwestorów do końcowych odbiorców, którzy je przetwarzają w inwestycje krajowe i zagraniczne³.

Instrumenty pochodne, a także terminowe transakcje walutowe mogą być przedmiotem obrotu zarówno na rynku giełdowym, jak i poza nim (OTC – over the counter market). Rynek giełdowy charakteryzuje się większą przejrzystością i standaryzacją, natomiast na rynku pozagiełdowym instrumenty nie są aż tak usystematyzowane, cechuje je elastyczność i możliwość lepszego dopasowania podmiotów transakcji. Przedmiotem zainteresowania tego artykułu będzie pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych, a także terminowy rynek walutowy w Polsce.

Rodzaje instrumentów pochodnych na rynku pozagiełdowym

Instrumenty pochodne na szerszą skalę na rynkach finansowych pojawiły się w latach siedemdziesiątych. Główną przyczyną tego był upadek systemu z Bretton Woods w 1971 roku, co doprowadziło do uwolnienia kursów walutowych, a tym samym znacznego wzrostu ryzyka walutowego. Również na rynku depozytów i obligacji doszło do zwiększenia zmienności stóp procentowych, na co wpływ miały takie wydarzenia, jak: zmiana na przełomie lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych celów pośrednich w amerykańskiej polityce pieniężnej oraz powstanie rynku depozytów eurodolarowych⁴. Podmioty gospodarcze, chcąc zlikwidować lub przynajmniej ograniczyć ponoszone ryzyko, zmuszone były do zabezpieczenia posiadanych pozycji poprzez instrumenty pochodne.

Na rynku są dostępne trzy podstawowe kategorie instrumentów pochodnych:

- kontrakty terminowe (*forwards*),
- transakcje wymiany (*swaps*),
- opcje (*options*).

² F.S. Mishkin: *Ekonomika pieniądza bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 450.

³ K. Zabielski: *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 277.

⁴ A. Napiórkowski: *Charakterystyka, wycena i zastosowanie wybranych opcji egzotycznych*, Warszawa 2001, s. 7.

Transakcje terminowe typu forward to porozumienia zawierane pomiędzy dwiema stronami, które zobowiązują się zawrzeć transakcję finansową w określonym przyszłym terminie⁵. Przedmiotem kontraktu forward są najczęściej:

- waluty – *outright forward* – czyli wymiana określonej waluty na inną po określonym kursie uzgodnionym w momencie zawierania transakcji,
- stopy procentowe – *FRA – forward rate agreement* – transakcja przyszłej stopy procentowej polega na kupnie bądź sprzedaży kontraktu depozytowego w określonej walucie, o określonym nominale i poziomie stopy procentowej.

Swapy to kontrakty finansowe, w których obie strony zgadzają się wymienić strumienie płatności w przyszłości⁶. Istnieją trzy podstawowe rodzaje swapów:

- walutowy – *FX swap* – polega na tym, że strony przekazują sobie wzajemnie, w momencie zainicjowania operacji, określone równoważne sumy wyrażone w dwóch różnych walutach i zwracają je sobie w czasie obowiązywania umowy według ustalonego wcześniej planu wyszczególniającego zasady i terminy płatności odsetek oraz amortyzacji kapitału⁷,
- procentowy – *IRS – interest rate swaps* – jednowalutowa transakcja wymiany płatności odsetkowych, która zobowiązuje obie strony do wymiany, w jednej walucie, okresowych płatności odsetkowych od określonej kwoty nominalnej przez uzgodniony okres,
- walutowo-procentowy – *CIRS – Cross Currency Interest Rate Swap* – dwuwalutowa transakcja wymiany płatności, która zobowiązuje obie strony do wymiany okresowych płatności odsetkowych od określonej kwoty nominalnej w ciągu uzgodnionego okresu oraz wymiany kwoty nominalnej (po wcześniej uzgodnionym kursie) w dniu zakończenia kontaktu.

Opcje to instrumenty, które dają nabywcy prawo, lecz nie stwarzają zarazem zobowiązania, zakupu od wystawcy (lub sprzedaży wystawcy) określonej ilości danego instrumentu finansowego w ciągu uzgodnionego czasu po z góry ustalonej cenie. Najpopularniejsze opcje to:

- walutowe – *FX option*, czyli prawo do kupna lub sprzedaży określonej waluty, kategoria ta obejmuje opcje typu europejskiego, które mogą być rozliczane tylko w dniu wygaśnięcia, lub amerykańskiego, które mogą być zrealizowane w dowolnej chwili aż do dnia wygaśnięcia,
- procentowe – *interest rate option* – prawo do płacenia lub otrzymywania odsetek od określonej kwoty nominalnej za określony okres i naliczonych według ustalonej stopy procentowej.

⁵ F.S. Mishkin: *op.cit.*, s. 450.

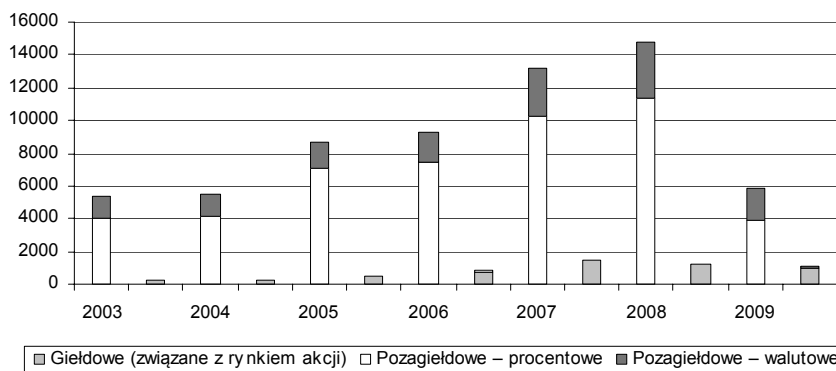
⁶ K. Zabielski: *op.cit.*, s. 287.

⁷ W. Tarczyński: *Rynki kapitałowe. Część 1. Metody ilościowe*, Placet, Warszawa 2008, s. 25.

Kryteria oceny funkcjonowania pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych

Konkurencyjność rynku finansowego najczęściej oceniana jest na podstawie wskaźnika płynności, definiowanej jako szybka i łatwa zamiana jednych instrumentów finansowych na inne bez utraty wartości. Płynność rynku papierów wartościowych może być określana na różne sposoby. Na ogół mierzona jest ona wolumenem obrotów, wyrażającym liczbę transakcji kupna-sprzedaży instrumentów finansowych w danym czasie. Przy ocenie płynności rynku brana jest także wartość obrotów, czyli iloczyn liczby zakupionych/sprzedanych walorów i ceny przeprowadzonej transakcji.

Krajowy pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych pod względem obrotów, a także różnorodności oferowanych instrumentów od początku był lepiej rozwinięty niż rynek giełdowy. Średnie dzienne obroty przez ostatnie 10 lat wskazują na wyraźną przewagę wartości na korzyść rynku OTC. Dominacja rynku pozagiełdowego w Polsce wynika z ogromnej roli banków w polskim systemie finansowym oraz dużej aktywności banków zagranicznych (nadal prawie nieobecnych na GPW). Ponadto polskie firmy, które zarządzały ryzykiem finansowym, preferowały instrumenty oferowane przez banki, a nie przez giełdy, ze względu na większą płynność oraz elastyczność tych instrumentów. Dysproporcja ta jest wyraźnie widoczna na rysunku 1. Pochodne instrumenty na rynku giełdowym stanowią zaledwie jedną dziesiątą średnich dziennych obrotów netto na OTC. Rynek giełdowy natomiast zdominowany jest przez pochodne związane z rynkiem akcji, konkretnie przez – kontrakty na indeks WIG 20. Na kontraktach terminowych na WIG20 wolumen obrotu w 2010 roku wyniósł 13,5 mln kontraktów i był o 5,6% wyższy niż w 2009 roku.



Rys. 2. Średnie dzienne obroty na krajowym rynku instrumentów pochodnych w latach 2003–2009 (w mln zł)

Źródło: dane NBP.

Tabela 1

Średnie dzienne obroty na krajowym rynku instrumentów pochodnych
w latach 2003–2005 (w mln zł)

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rynek pozagiełdowy	5 382,30	5 490,30	8 677,60	9 244,90	13 159,30	14 817,00	5 912,20
procentowe	3 979,10	4 176,30	7 047,80	7 397,40	10 227,40	11 373,40	3 954,00
walutowe	1 403,20	1 314,00	1 629,80	1 847,50	2 932,00	3 443,60	1 958,20
Rynek giełdowy	232,8	251,5	498,9	797,6	1 411,00	1 255,20	1 059,80
procentowe	0	0	15	5,3	0,8	0	0
walutowe	1	0,5	0,8	0,4	0,7	14,4	23,4
akcji	231,8	251	483,1	791,9	1 409,50	1 240,80	1 036,50

Źródło: dane NBP.

W latach 2003–2008 zaobserwować można dynamiczny rozwój rynku instrumentów pochodnych, powodem była panująca hossa. Wyrażało się to znacznym wzrostem obrotów na tym rynku oraz zwiększeniem wartości otwartych pozycji pozabilansowych banków z tytułu transakcji pochodnych. W okresie kwiecień 2003 – kwiecień 2008 rok obroty netto na rynku instrumentów pochodnych OTC wzrosły o 64%. Pod koniec 2008 roku nastąpiło odwrócenie trendu. Tendencja spadkowa utrzymywała się cały rok 2009 i 2010, prowadząc do zmniejszenia się wartości średnich dziennych obrotów netto prawie o 60% w porównaniu z 2008 rokiem. Głównie za sprawą trwającego kryzysu na rynkach światowych, w wyniku którego wzrosła awersja do ryzyka, przyczyniając się do istotnego zahamowania aktywności o charakterze spekulacyjnym. Banki, świadome ograniczonej przez niskie limity kredytowe możliwości zawierania transakcji, z konieczności koncentrowały swoją aktywność na operacjach obciążonych relatywnie niewielkim ryzykiem. Nawet te podmioty, które dysponowały niewykorzystanymi limitami kredytowymi, często powstrzymywały się od aktywności o charakterze spekulacyjnym.

Rynek giełdowy charakteryzuje się większą dynamiką wzrostu obrotów niż pozagiełdowy, co ma związek z prężnym rozwojem rynku akcji. Zdominowany on został przez kontrakty na indeks WIG 20.

Aktywność na rynku pozagiełdowym koncentruje się przede wszystkim na instrumentach pochodnych z ekspozycją na ryzyko zmiany stóp procentowych. Stanowią one 80% całości instrumentów pochodnych na OTC. Niemal całość obrotów dotyczy instrumentów nominowanych w złotych. Wśród pochodnych na stopę procentową największe pozycje utrzymują rynki transakcji FRA oraz IRS. Tabela nr 1 przedstawia rozkład pochodnych na OTC w Polsce.

Tabela 2

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku instrumentów pochodnych
w latach 2005–2009 (w mln PLN)

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009
Instrumenty stopy procentowej	1178,3	1651,3	2794,6	1989,9	946,4
transakcje FRA	642,01	822,2	1280	924,4	224,5
transakcje IRS	516,34	700,3	1304,9	947,2	665,3
transakcje OIS	b.d	b.d	b.d	106,6	45,8
opcje	2,76	3,47	15,35	9,8	7,8
transakcje forward na obligacje	0,22	1,13	2,81	1,2	2,4
inne (do 2007 włączając OIS)		124,3	191,6	0,7	0,4
Instrumenty walutowe	100,05	115,5	270,1	454,4	241,9
transakcje forward	48,25	55,4	125,1	148,1	74,1
transakcje CIRS	23,2	31	46,1	110,1	111,3
opcje	28,6	29,2	98,9	196,2	56,5
Instrumenty kredytowe	0,13	0	0,2	0,2	0,1

Źródło: dane NBP.

Liderem na rynku walutowych instrumentów pochodnych do roku 2008 był rynek transakcji, forward, na którym przeważały operacje z podmiotami niebankowymi, jednak w ostatnich latach nastąpił wzrost wartości transakcji CIRS. W roku 2009 były one o 20% większe od transakcji forward. Jest to jedyny rynek pozagiełdowy, który w ostatnich latach zanotował wzrost wartości obrotów. Jest to wynik znacznego zwiększenia się liczby transakcji zawieranych przez banki krajowe w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem rynkowym z tytułu niedopasowania struktury udzielonych kredytów i przyjętych depozytów. W wyniku zaburzeń na światowych rynkach finansowych w latach 2008–2009, banki działające w Polsce zmieniły strategię zarządzania ryzykiem walutowym, wynikającym z dynamicznie rosnących do 2008 roku portfeli kredytów mieszkaniowych nominowanych w walutach obcych, wykorzystując w tym celu długoterminowe transakcje CIRS.

Rynek OTC związany z kapitałowymi papierami wartościowymi w Polsce jest znikomy. Tak jak wcześniej zostało wspomniane, jest on głównie skoncentrowany na rynku giełdowym. Również w bardzo małym stopniu banki krajowe angażują się w rynek kredytowych instrumentów pochodnych.

Podsumowanie

W artykule został przedstawiony polski pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych. Ze względu na objętość pracy ograniczono się do najważniejszych kwestii, dlatego z pewnością temat nie został wyczerpany.

Podstawową zaletą rynku OTC instrumentów pochodnych jest to, że umożliwia instytucjom finansowym oraz przedsiębiorstwom zabezpieczenie się przed ryzykiem stopy procentowej oraz kursu walutowego. Jest on często wybierany w celu podjęcia określonego rodzaju ryzyka w pożądanym zakresie. Wadą tego segmentu jest wieloaspektowość, co czyni ten rynek bardzo skomplikowanym. Niska świadomość i poziom edukacji w tym zakresie w Polsce może być barierą do dalszego dynamicznego rozwoju. Ostatnie wydarzenia związane z „afetą opcji walutowych” umacniają przekonanie, że inwestycja w instrumenty wiąże się z ogromnymi stratami. Istotny wpływ zmianę stanowiska mogą mieć planowane regulacje europejskie, mające na celu podniesienie bezpieczeństwa obrotu, zwiększenie transparentności oraz ograniczenie ryzyka kredytowego kontrahenta. Instrumenty pochodne stanowią na świecie bardzo ważny element ograniczający ryzyko, dlatego pożądanym jest rozwój tego rynku i wzrost zaufania inwestorów.

Literatura

- Dębski W.: *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Dobosiewicz Z.: *Wprowadzenie do finansów i bankowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- McBride J.: *Instrumenty pochodne. Przewodnik menedżera*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Mishkin F.S.: *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Nawrot W.: *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, red. J. Czekaj, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Sławiński A.: *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006.
- Tarczyński W.: *Rynki kapitałowe. Część I. Metody ilościowe*, Placet, Warszawa 2008.
- Tarczyński W.: *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 2003.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.
- Wypych M.: *Finanse i instrumenty finansowe*, Absolwent, Łódź 2001.

mgr Agata Jończyk
HSBC Global Finance

Streszczenie

Rynek instrumentów pochodnych jest najmłodszym rynkiem zawierającym w swojej złożoności stosunkowo młode instrumenty finansowe, które na globalnych rynkach zyskują szybko uznanie inwestorów. W ciągu ostatnich 20 lat podbił światowe rynki oraz zyskał miano najefektywniej rozwijającego się rynku.

Celem artykułu jest próba analizy kierunku rozwoju oraz struktury rynku instrumentów pochodnych w Polsce. Pierwsza część zawiera ogólny zarys całego systemu finansowego oraz wskazanie, gdzie znajduje się rynek instrumentów pochodnych, następnie są przedstawione zasady działania oraz podział tych instrumentów. Ostatnia część dotyczy analizy sytuacji na rynku w przeciągu ostatniej dekady.

DEVELOPMENT OF THE OTC DERIVATIVES MARKET OVER THE LAST DECADE

Summary

The derivatives' market is the youngest among all financial instrument markets. Derivatives are quickly gaining investors recognition on global markets. It is said that for last 20 years it was the most successful and the most effectively developing market.

The main objective of this article is to analyse direction of development and the structure of derivatives' market in Poland. The first part of the article focuses on general overview of the whole financial system and the place of derivatives' market in it. Regulations and categorisation of derivatives are presented in the middle and the last part of the article contains market situational analyze during last decade.

