

dr Sławomir Antkiewicz
Instytut Handlu Zagranicznego
Uniwersytet Gdański

Derywaty jako nowe produkty polskiego systemu finansowego

Rynek derywatów (instrumentów pochodnych) rozwijał się w Polsce w kilku ostatnich latach bardzo dynamicznie. Szczególnie szybko rozwijał się segment giełdowy tego rynku. W 2002 roku istnieje już bardzo szeroka grupa wystandaryzowanych kontraktów giełdowych, dostępnych jest jednak również wiele instrumentów pozagiełdowych. Z całą pewnością można stwierdzić, że w Polsce funkcjonuje regularny rynek instrumentów pochodnych.

Instrumenty pochodne niosą ze sobą szereg korzyści. Najważniejszą wydaje się być możliwość skutecznego zarządzania ryzykiem. Pochodny instrument finansowy umożliwia całkowitą redukcję ryzyka, czego w zasadzie nie można osiągnąć poprzez klasyczne zarządzanie aktywami i pasywami. Ponadto derywaty zwiększają efektywność rynku finansowego, poprzez znacznie większe możliwości przeprowadzania transakcji arbitrażowych. Nie sposób pominąć również faktu, że kontrakty terminowe informują o oczekiwaniach rynku finansowego, co do przyszłego poziomu cen na rynku natychmiastowym. Stosowanie derywatów rozszerza także metodologię wyceny instrumentów finansowych, przyczyniając się do zwiększenia poziomu edukacji finansowej uczestników rynku.

1. Ryzyko stosowania derywatów

Wśród polskich menedżerów wciąż jednak utrzymuje się przekonanie, że wykorzystywanie instrumentów pochodnych niesie ze sobą istotne zagrożenia. Wydaje się, że przekonanie to jest mocno przesadzone i co najwyżej dotyczyć może nieumiejętnego stosowania derywatów. Oczywiście z pochodnymi instrumentami finansowymi wiąże się ryzyko. Chodzi tutaj przede wszystkim o ryzyko rynkowe, wynikające ze zmian cen instrumentów pochodnych. Instrumenty te charakteryzują się przeważnie dużą dźwignią finansową, co oznacza duże procentowe zmiany stóp zwrotu z instrumentu pochodnego przy znacznie mniejszych zmianach stóp zwrotu z waloru podstawowego. Nie sposób pominąć również tzw. ryzyka modelu, wynikającego z faktu, że profesjonalne stosowanie derywatów zależy od wykorzystywania zaawansowanych teorii opartych na założeniach, które wymagają wcześniejszej weryfikacji w warunkach danego rynku. Wykorzystanie niektórych modeli wyceny instrumentów pochodnych w warunkach polskich może okazać się nieuzasadnione.

2. Derywaty na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

W pierwszych miesiącach 2002 roku obrót giełdowy instrumentami pochodnymi obejmował kontrakty bazujące na instrumentach rynku kapitałowego oraz rynku walutowego.

Zdecydowanie największą popularnością cieszą się notowane od stycznia 1998 roku na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie kontrakty futures na WIG20¹. Z analizy rynku kontraktów futures na WIG20 w latach 2001-2002 można wyprowadzić następujące wnioski i spostrzeżenia:

- wzrost obrotów na kontraktach terminowych na WIG20 doprowadził do przynajmniej dwukrotnej przewagi obrotów na tym rynku, w stosunku do obrotów akcjami wchodzącymi w skład indeksu WIG20. Jeszcze w roku 2000 sytuacja była odwrotna – udział kontraktów terminowych stanowił około połowy obrotów rynku kasyowego;
- ważnym czynnikiem, który wpłynął na zwiększenie zainteresowania kontraktami na WIG20, było wprowadzenie pod koniec 2000 roku systemu giełdowego Warset, zapewniającego możliwość obserwacji struktury i wartości składanych zleceń, a także wydłużającego znacznie czas trwania notowań;
- elementem obniżającym koszty działania na rynku futures, a tym samym przyczyniającym się do wzrostu popularności kontraktów, było obniżenie w 2001 r. przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych opłaty za rejestrację transakcji oraz zniesienie opłaty uiszczanej przez animatorów rynku praw pochodnych. Wspomnieć należy również o zezwoleniu przez KDPW w marcu 2001 r. na przyjmowanie przez biura maklerskie akcji wchodzących w skład WIG20, jako zabezpieczenia dla kontraktów terminowych.

W kwietniu 2000 r. Zarząd GPW podjął decyzję o wyodrębnieniu w ramach obecnie istniejących rynków Segmentu Innowacyjnych Technologii (SiTech), obejmującego spółki zaliczane do sektora telekomunikacyjno-informatycznego, jak również inne spółki giełdowe, których przedmiotem działalności jest produkcja i usługi z wykorzystaniem innowacyjnych technologii. Jednocześnie utworzono i rozpoczęto obliczanie i publikację Warszawskiego Indeksu Segmentu Innowacyjnych Technologii – TechWIG. Wraz z rosnącą popularnością spółek z sektora zaawansowanych technologii, pojawiła się potrzeba stworzenia instrumentu umożliwiającego zabezpieczenie portfela złożonego z akcji spółek zaliczanych do tzw. „nowej ekonomii”, a także spekulację, dzięki dużej zmienności tego rynku.

1 sierpnia 2000 r. rozpoczęły się notowania kontraktów futures na indeks TechWIG. Szczegółowa analiza notowań obu kontraktów indeksowych prowadzi do wniosku, że przechodzenie inwestorów z rynku kasyowego odbywa się przede wszystkim na rzecz kontraktów na indeks WIG20. Mimo swojej atrakcyjności (duża zmienność powinna być istotnym stymulatorem dla działania na tym rynku inwestorów o nastawieniu spekulacyjnym), zainteresowanie kontraktami na indeks TechWIG od momentu debiutu znacząco spadło. U źródeł tego stanu rzeczy leży niepewność co do

¹ Zob. A. Maciejewski, M. Wójcicki, *Kontrakty terminowe na GPW*, „Rynek Terminowy” nr 4/2001, s. 66.

spółek „nowej ekonomii”, które indeks ten obejmuje, a tym samym niska płynność i trudności w otwieraniu i zamykaniu pozycji w ciągu jednego dnia².

Przedstawiając kontrakty indeksowe na GPW, nie sposób pominąć kontraktów futures na MIDWIG, których notowania rozpoczęły się 18 lutego 2002 roku. Wcześniej na GPW nie notowano żadnego instrumentu pochodnego odnoszącego się do spółek średniej wielkości. Można prognozować, że kontrakty te będą się cieszyć znacznie mniejszym zainteresowaniem, niż kontrakty na indeks WIG20. Będą one wykorzystywane głównie przez inwestorów o silnym nastawieniu spekulacyjnym.

Analizując instrumenty pochodne oparte o instrumenty bazowe rynku kapitałowego na GPW, należy wspomnieć, że 22 stycznia 2001 r. rozpoczęły się notowania kontraktów futures na akcje trzech spółek: Elektrimu S.A., PKN Orlen S.A. oraz Telekomunikacji Polskiej S.A. Spółki te zostały wybrane ze względu na dużą płynność akcji, kapitalizację i atrakcyjność inwestycyjną. Na jeden kontrakt przypada odpowiednio 500 akcji TP S.A., 500 akcji PKN Orlen oraz 300 akcji spółki Elektrim. Obowiązuje rozliczenie pieniężne, jednak GPW nie wyklucza wprowadzenia w przyszłości możliwości fizycznej dostawy instrumentów bazowych³. Futures na akcje ułatwiają arbitraż pomiędzy kursem papieru wartościowego a wystawionym na niego kontraktem. Umożliwiają zarabianie na spadkach kursu instrumentu bazowego, a nie tylko na wzrostach. Warto podkreślić, że tego typu instrumenty w grudniu 2000 roku notowane były jedynie na trzech europejskich parkietach – w Budapeszcie, Lizbonie i Sztokholmie (obróć w Londynie rozpoczął się dopiero pod koniec stycznia 2001 roku).

22 października 2001 r. na GPW znalazły się kolejne kontrakty na akcje (Pekao S.A., KGHM Polska Miedź, BRE Bank, Agora, Prokom). Na jeden kontrakt KGHM przypada 500 akcji, Agory 200 akcji, a na Pekao, BRE Bank i Prokom po 100 akcji. GPW planowała również uruchomienie obrotu futures na walory Banku Przemysłowo-Handlowego i Netii. Ostatecznie jednak zdecydowano, że kontrakty na BPH pojawiają się w 2002 roku, po zakończeniu procedur związanych z fuzją BPH i Powszechnego Banku Kredytowego, natomiast rozpoczęcie notowań kontraktów na akcje Netii uzależnione jest od poprawy sytuacji finansowej spółki.

26 listopada 2001 r. na GPW rozpoczęto notowania indeksowych jednostek syntetycznych na indeks WIG20 (MW20). Jednostki te (nazywane również akcjami indeksowymi lub akcjami syntetycznymi) są instrumentami pochodnymi, o cenie zbliżonej do przeciętnej wartości portfela akcji, które mają zastępować – bardziej skomplikowane i kosztowne – inwestowanie w portfel akcji wchodzących w skład określonego indeksu. Cena jednostki podąża za poziomem indeksu i zbliżona jest do ceny pojedynczej akcji, zatem daje możliwość inwestowania w portfel indeksu bez konieczności dysponowania dużymi aktywami. Ponadto inwestycja, w odróżnieniu od inwestycji w portfel indeksu, odbywa się w jednej transakcji, bez konieczności budowania odpowiedniego portfela. Inwestowanie w jednostki indeksowe jest jednocześnie znacznie tańsze niż nabywanie jednostek udziałowych w funduszach indeksowych, gdzie trzeba ponosić koszty zarządzania portfelem i koszty ogólne funduszu. W Polskich warunkach, przy niewielkiej wartości zarządzanych przez fundusze aktywów, inwestowanie

² Zob. T. Wiśniewski, *Analiza kontraktów indeksowych na GPW*, „Rynek Terminowy” nr 4/2001, s. 72.

³ A. Maciejewski, *Nowy instrument pochodny na GPW – futures na akcje*, „Rynek Terminowy” nr 1/2001, s. 36.

w jednostki funduszy indeksowych jest bardzo drogie, a przez to zmniejsza szansę na osiągnięcie zakładanych zysków⁴.

Na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie pochodne bazujące na instrumentach rynku kapitałowego są reprezentowane także przez kilkadziesiąt serii warrantów. Na początku 2002 roku notowane były warranty kupna i sprzedaży typu europejskiego oparte na kursach kilkunastu spółek rynku podstawowego oraz indeksu NIF, amerykańskie warranty kupna i sprzedaży na kontrakt terminowy na WIG20, a także europejskie warranty kupna i sprzedaży oparte na indeksie WIG20 i TechWIG.

Obroty warrantami na GPW są stosunkowo niskie i z reguły nie przekraczają kilkudziesięciu tysięcy złotych dziennie. Władze GPW traktowały warranty jako przygotowanie do wprowadzenia opcji⁵. Wydaje się niemal pewne, że wprowadzenie opcji, które dają inwestorom więcej możliwości, może przyczynić się do dalszego zmniejszenia płynności na rynku warrantów. Jest wysoce prawdopodobne, że w najbliższych latach warranty zostaną wycofane z obrotu.

Oprócz instrumentów pochodnych opartych o instrumenty rynku kapitałowego, na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie występują kontrakty pochodne oparte na instrumentach bazowych rynku walutowego. Są to kontrakty futures bazujące na kursie dolara amerykańskiego, notowane od września 1998 r. oraz kontrakty futures bazujące na kursie euro, notowane od maja 1999 r. Zainteresowanie tymi instrumentami jest jednak niskie.

Przedstawiając plany Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie w odniesieniu do instrumentów pochodnych opartych na bazowych rynku kapitałowego, wspomnieć warto o zamiarach wprowadzenia jeszcze w 2002 r. certyfikatów na indeksy NASDAQ-100 i Dow Jones Euro Stoxx 50. Certyfikaty indeksowe będą emitowane przez Bayerische Hypo- und Vereinsbank (HVB), będącego strategicznym akcjonariuszem Banku Przemysłowo-Handlowego. Wartość certyfikatu na indeks NASDAQ-100, w skład którego wchodzi 100 największych spółek notowanych na NASDAQ, będzie zależała od zmian indeksu oraz od kursu dolara do złotego. Z kolei wartość drugiego certyfikatu będzie pochodną zmian indeksu opartego na akcjach 50 największych europejskich firm wchodzących w skład Euro Stoxx 50 i kursu euro do złotego. Cena jednego certyfikatu NASDAQ-100 stanowić będzie jeden procent wartości tego indeksu pomnożony przez kurs walutowy. W analogiczny sposób będzie obliczana wartość certyfikatu na Euro Stoxx 50.

GPW rozpoczęła również wstępne prace nad uruchomieniem pierwszego w Polsce funduszu typu EFT (Exchange Traded Funds), a następnie kontraktów futures na EFT.

Przedstawiając plany Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie w odniesieniu do instrumentów pochodnych opartych na bazowych rynku kapitałowego, wspomnieć należy o zamiarach wprowadzenia opcji na indeksy oraz na akcje poszczególnych spółek. Plany te mają zostać urzeczywistnione na przełomie 2002 i 2003 roku⁶.

⁴ A. Maciejewski, *Jednostki indeksowe na GPW*, „Rynek Terminowy” nr 2/2001, s. 33.

⁵ Por. J. Dzieża, *Zanim pojawią się futures na akcje*, „Rynek Terminowy” nr 1/2001, s. 57.

⁶ Zob. A. Fierla, *Opcja na opcje*, „Gazeta Bankowa”, 11 grudnia 2001, s. 25.

3. Derywaty na innych giełdach

Analizując sytuację na giełdowym segmencie rynku instrumentów pochodnych w Polsce, wspomnieć należy również o ofercie Polskiej Giełdy Finansowej S.A. (PGF)⁷ oraz Warszawskiej Giełdy Towarowej S.A. (WGT). Na PGF notowane są walutowe kontrakty futures na kurs dolara oraz na kurs euro, a także kontrakty futures oparte o poziom stóp procentowych (1- i 3-miesięczny WIBOR). Obrót kontraktami futures na PGF jest jednak symboliczny.

Futures na kurs dolara oraz euro, a także kontrakty oparte o 1- i 3-miesięczny WIBOR są dostępne również na WGT. 20 września 2000 r. WGT wprowadziła do obrotu kontrakt future na kurs euro nominowany w dolarach, natomiast na początku 2001 r. – futures na kurs franka szwajcarskiego. Ważnym etapem w realizacji celu WGT S.A., jakim jest budowa nowoczesnej, opartej na najlepszych, światowych wzorach terminowej giełdy towarowej, było wprowadzenie do obrotu 1 października 2001 r. pierwszych w Polsce opcji na kontrakty futures na kursy walut oraz opcji na kontrakty futures na WIBOR.

Przyznać jednak należy, że mimo szerokiej gamy innowacyjnych instrumentów pochodnych, obrót na WGT S.A. praktycznie nie istnieje. Nie są zawierane transakcje nawet na kontrakcie opartym na kursie dolara do złotego, który to instrument cieszył się w 2000 r. wysokim zainteresowaniem i obrotem na poziomie kilkudziesięciu kontraktów dziennie. Głównym powodem zanikania obrotów jest słaba struktura organizacyjna samej giełdy, walka o wpływy w spółce, brak animatorów rynku i wysokie opłaty giełdowe. Do zwiększenia obrotów nie przyczyniła się nawet zmiana prezesa w maju 2001 r. (stanowisko prezesa WGT S.A. objął były premier – Waldemar Pawlak), ani deklaracje innych giełd towarowych dotyczące współpracy, a w przyszłości również konsolidacji (deklaracje takie wyraziły Giełda Poznańska oraz Wschodnia Giełda Zbożowa i Towarowa w Lublinie).

Przedstawiając giełdowe instrumenty pochodne nie sposób pominąć pochodnych towarowych. Na Warszawskiej Giełdzie Towarowej notowane są towarowe kontrakty futures (na pszenicę konsumpcyjną, pszenicę paszową i żywiec wieprzowy). Ponadto WGT umożliwia zawieranie opcji na towary. Jak dotychczas głównym wystawcą opcji na większość towarów była Agencja Rynku Rolnego. Pochodne instrumenty towarowe notowane są również na Giełdzie Poznańskiej S.A. (GP). W obrocie występują kontrakty futures na żywiec wieprzowy.

Analizując giełdowe pochodne towarowe nie sposób pominąć oferty Giełdy Energii S. A. Organizowany przez Giełdę Energii obrót energią elektryczną rozpoczął się 1 lipca 2000 roku. W pierwszym roku funkcjonowania Giełdy udział obrotu w krajowym rynku kształtował się pomiędzy 0,7 a 1,5%⁸. Drugim obszarem, który podlega szybkiemu rozwojowi jest rynek terminowy. Pierwszym instrumentem, wprowadzonym do obrotu 23 maja 2001 r., były kontrakty terminowe na dostawę energii (FKT) rozumiane jako umowa pomiędzy dwoma stronami, z której wynika wzajemne

⁷ Na posiedzeniu 5 lutego 2002 r. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd zatwierdziła połączenie PGF S. A. i Centralnej Tabeli Ofert. Połączona instytucja może stać się miejscem obrotu wielu nowych instrumentów pochodnych.

⁸ M. Nowacki, *Futures na Giełdzie Energii po uwolnieniu cen*, „Parkiet”, 14 grudnia 2000, s. 5.

zobowiązane do dostarczenia / przyjęcia energii elektrycznej w ustalonym okresie w przyszłości po cenie określonej w chwili zawarcia kontraktu⁹.

4 lipca 2001 r. Giełda Energii S.A. wprowadziła do obrotu giełdowego kontrakty terminowe na dostawę energii „zielonej”. Instrumentem bazowym w tego typu kontraktach jest energia elektryczna pochodząca ze źródeł niekonwencjonalnych i odnawialnych¹⁰. Wprowadzony przez giełdę instrument stworzy możliwość zakupu energii „zielonej” przez przedsiębiorstwa energetyczne zajmujące się obrotem energią, na które został poprzez przepisy prawne, nałożony obowiązek jej zakupu w ściśle określonej ilości. Nie można również pomijać korzyści płynących dla strony podaźowej. Spółki dystrybucyjne posiadające w swym obszarze źródła energii „zielonej” mogą dokonywać jej sprzedaży w warunkach konkurencyjnych, które stwarza Giełda Energii S.A.

Obserwując obszar informacyjny istniejący wokół giełdy, można stwierdzić, iż odgrywa ona istotne znaczenie edukacyjne. Wiedza zdobyta w procesie tworzenia rynku energii z segmentem giełdowym pozwoli polskim menadżerom przygotować się do zarządzania spółkami sektora w warunkach konkurencji na przyszłym, wspólnym rynku Unii Europejskiej.

4. Rynek pozagiełdowy

Na segmencie pozagiełdowym rynku pochodnych występują instrumenty oparte o bazowe rynku walutowego oraz o stopy procentowe. Wśród polskich banków oferujących pochodne instrumenty finansowe prym wiodą Bank Handlowy S.A. w Warszawie oraz BRE Bank S.A. Bardzo aktywne są również Pekao S.A. oraz PKO BP. W grupie banków zagranicznych posiadających w Polsce oddziały lub spółki-córki najaktywniejsze są Societe Generale, ABN Amro Bank S.A., Deutsche Bank Polska S.A., Bank of America Polska S.A. oraz ING Bank Polska S.A. Jednak znaczna część obrotu pochodnymi (w szczególności swapami procentowymi) animowana jest przez banki zagraniczne, prowadzące działalność z Londynu. Głównymi uczestnikami tego segmentu rynku są JP Morgan, Merrill Lynch, Chase Manhattan oraz Credit Suisse First Boston¹¹. Warto w tym miejscu zauważyć, że zabezpieczaniem przed ryzykiem kursowym zajmują się w Polsce nie tylko banki. Istnieją również firmy specjalizujące się w zabezpieczaniu transakcji. Należą do nich np. Treasury Management Services oraz Warszawska Grupa Inwestycyjna¹².

Pod koniec 2001 roku najważniejszą część nieregulowanego obrotu pozagiełdowego pochodnymi instrumentami finansowymi stanowiły kontrakty bazujące na instrumentach rynku walutowego. Najwyższe obroty w tej grupie wykazywały walutowe

⁹ Por. S. Antkiewicz, *Liberalizacja rynku*, „Prawo i Gospodarka. Magazyn Finansowy”, 19 marca 2001, s. 15.

¹⁰ M. Kuteń, *Kontrakty terminowe na dostawę energii i energii „zielonej”*, „Rynek Terminowy” nr 3/2001, s. 68.

¹¹ Por. J. Woźniak, *Transakcje swapowe z podmiotami niebankowymi*, „Rynek Terminowy” nr 2/2000, s. 23.

¹² Zob. G. Brycki, *Transakcje zabezpieczające. Hedging oplaca się dużym firmom*, „Rzeczpospolita”, 22 stycznia 2002, s. 2.

transakcje swapowe. Nieco mniej aktywny był rynek walutowych transakcji terminowych, natomiast opcje walutowe stanowiły niewielki ułamek rynku. Horyzont czasowy walutowych transakcji terminowych rzadko przekraczał 1 rok, przy czym znaczna większość transakcji zawierana była na okres krótszy niż 6 miesięcy. Natomiast zapadalność zawieranych opcji walutowych w zasadzie nie przekraczała 9 miesięcy, większość transakcji obejmowała krótszy niż 3 miesiące, okres zapadalności.

Należy zauważyć, że rok 2000 był pierwszym, w którym obroty walutowymi transakcjami pochodnymi zdecydowanie przekroczyły obroty na walutowym rynku spot. Tendencja ta utrzymała się w roku 2001.

Nieregulowany rynek instrumentów pochodnych opartych o stopy procentowe charakteryzował się w roku 2001 mniejszą aktywnością. W tym segmencie rynku najważniejsze to transakcje FRA oraz swapy stopy procentowej. Rynek swapów stopy procentowej jest płynny dla transakcji do 5 lat. W pierwszym roku nowego wieku zawierane były głównie złotowe transakcje zamiany stóp procentowych, ze zmiennych na stałe. Natomiast w odniesieniu do transakcji terminowych na stopy procentowe, transakcje powyżej 1 roku są stosunkowo rzadkie, jednak do 12 miesięcy rynek charakteryzuje się stosunkowo wysoką płynnością.

Pozagiełdowe instrumenty pochodne stosowane mogą być zarówno przez przedsiębiorstwa, jak i niebankowe instytucje finansowe. Jednak w praktyce polskiej jedynie przedsiębiorstwa są faktycznie aktywne. Do roku 2000 działalność podmiotów gospodarczych koncentrowała się przede wszystkim na zabezpieczeniu krótkoterminowych zobowiązań walutowych w celu ochrony przed ryzykiem kursowym. W roku 2001 znacznie wzrosło zainteresowanie długoterminowymi transakcjami pozagiełdowymi, głównie związanymi z wieloletnimi zobowiązaniami kredytowymi.

Nie sposób pominąć posiadania opcji na akcje przez menedżerów wyższego i średniego szczebla. Zarządzający otrzymują opcje, które po kilku latach będą mogli zamienić na akcje firmy, którą zarządzają. Oczywiście będzie to opłacalne tylko, gdy ceny akcji znacznie wzrosną. Jest to zatem element stymulujący menedżerów do działań podnoszących wartość przedsiębiorstwa. Jednak w polskich podmiotach gospodarczych taka forma wynagradzania zarządzających nie jest jeszcze powszechna.

5. Przyszłość rynku instrumentów pochodnych

Rozwój polskiego rynku instrumentów pochodnych w najbliższych latach uzależniony będzie od kilku czynników, które podzielić można na dwie grupy: czynniki makro- i mikroekonomiczne.

Spośród czynników makroekonomicznych na uwagę zasługuje przede wszystkim większa zmienność kursu złotego do walut obcych, większa zmienność stóp procentowych oraz liberalizacja obrotów kapitałowych.

Wśród czynników mikroekonomicznych wyróżnić można:

- zwiększenie świadomości zarządzających przedsiębiorstwami w zakresie możliwości jakie dają pochodne instrumenty finansowe,
- zwiększenie popytu na pochodne ze strony przedsiębiorstw,
- dalszy rozwój instrumentów bazowych,

- większa aktywność inwestorów instytucjonalnych,
- wzrost konkurencji pomiędzy instytucjami oferującymi instrumenty pochodne.

Analizując czynniki warunkujące rozwój polskiego rynku instrumentów pochodnych należy stwierdzić, iż mimo poważnych mankamentów i barier, rynek ten stoi u progu bardzo szybkiego rozwoju. Warto bowiem zauważyć, że wydłuża się horyzont myślenia inwestycyjnego. Jeszcze kilka lat wcześniej decyzje podejmowane były z dnia na dzień. Z roku na rok okres inwestycji systematycznie się wydłuża, a uczestnicy rynku sięgają swoimi rozważaniami okresów wykraczających nawet poza rok 2005.

Zarysować można dwa scenariusze rozwoju polskiego rynku instrumentów pochodnych. Scenariusz pierwszy opiera się na założeniu, że rynek będzie zdecentralizowany. Handel pochodnymi będzie odbywał się na GPW, WGT, CeTO oraz na Giełdzie Energii. Zmniejszy się wówczas przejrzystość rynku, ale z drugiej strony, może to zwiększyć konkurencję pomiędzy instytucjami notującymi pochodne, wpływając motywująco, zmuszając do poszukiwania nowych klientów i do usprawniania systemu obrotu. Przy takim scenariuszu niemal pewny jest zanik niektórych ośrodków obrotu instrumentami pochodnymi, głównie w wyniku procesów fuzji i przejęć.

Scenariusz drugi rozwoju rynku zakłada dominację Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, która wprowadzać będzie kolejne rodzaje instrumentów. Sprzyjać to będzie przejrzystości obrotów i ich koncentracji. Scenariusz ten opiera się na założeniu, że GPW przystąpi do któregoś z aliansów giełd europejskich. Zgodność systemów informatycznych wskazuje, że GPW przystąpi do Euronext – sojuszu tworzonego przez giełdy w Paryżu, Brukseli i Amsterdamie. Niewykluczone, że pierwsze strategiczne decyzje w powyższej kwestii zostaną podjęte jeszcze w 2002 roku.

W najbliższych pięciu latach będziemy świadkami większego niż do tej pory rozwoju rynku instrumentów pochodnych. Bardzo prawdopodobne jest, że zmianie ulegnie struktura obrotów – wzrosną obroty segmentu giełdowego, kosztem segmentu pozagiełdowego. Będzie to efektem z jednej strony wzrostu obrotów kontraktami futures na WIG20 i TechWIG, kurs dolara i euro oraz futures na akcje największych spółek, z drugiej strony kreowane będą nowe instrumenty pochodne. W 2002 roku należy się bowiem spodziewać wprowadzenia opcji giełdowych, kontraktów futures na EFT, certyfikatów na indeksy najważniejszych giełd zagranicznych, a także nowych klas energetycznych kontraktów futures.

W perspektywie kilku najbliższych lat rynek instrumentów pochodnych zostanie zdominowany przez dwa rodzaje transakcji: futures i opcje. W najbliższych dwóch-trzech latach zauważyć będzie można znaczne zmniejszenie znaczenia warrantów. Prawdopodobnie już w 2003 roku będzie można zaobserwować przewagę opcji nad warrantami. W perspektywie najbliższych pięciu lat znacznie zmniejszy się znaczenie transakcji terminowych, znacznie wzrośnie – opcji. Ze znacznym stopniem prawdopodobieństwa sądzić można, że w perspektywie kilku najbliższych lat najbardziej popularnymi kontraktami będą futures na WIG20, futures na MIDWIG, futures na TechWIG, futures na kurs euro i na kurs dolara, a także futures na akcje kilku najbardziej płynnych spółek publicznych.

Bibliografia

1. Antkiewicz S., *Liberalizacja rynku*, „Prawo i Gospodarka. Magazyn Finansowy”, 19 marca 2001.
2. Brycki G., *Transakcje zabezpieczające. Hedging opłaca się dużym firmom*, „Rzeczpospolita”, 22 stycznia 2002.
3. Dzieża J., *Zanim pojawią się futures na akcje*, „Rynek Terminowy” nr 1/2001.
4. Fierla A., *Opcja na opcje*, „Gazeta Bankowa”, 11 grudnia 2001.
5. Kuteń M., *Kontrakty terminowe na dostawę energii i energii „zielonej”*, „Rynek Terminowy” nr 3/2001.
6. Maciejewski A., *Jednostki indeksowe na GPW*, „Rynek Terminowy” nr 2/2001.
7. Maciejewski A., *Nowy instrument pochodny na GPW – futures na akcje*, „Rynek Terminowy” nr 1/2001.
8. Maciejewski A., Wójcicki M., *Kontrakty terminowe na GPW*, „Rynek Terminowy” nr 4/2001.
9. Nowacki M., *Futures na Giełdzie Energii po uwolnieniu cen*, „Parkiet”, 14 grudnia 2000.
10. Wiśniewski T., *Analiza kontraktów indeksowych na GPW*, „Rynek Terminowy” nr 4/2001.
11. Woźniak J., *Transakcje swapowe z podmiotami niebankowymi*, „Rynek Terminowy” nr 2/2000.