

Hanna Morawska*

RYNEK FINANSOWYCH INSTRUMENTÓW POCHODNYCH W KRAJACH REGIONU EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

Wstęp

Finansowe instrumenty pochodne są powszechnie używanym narzędziem zarządzania ryzykiem finansowym. Pozwalając inwestorom na dokonanie podziału i transferu ryzyka, pochodzących z różnych źródeł życia gospodarczego, derywaty przyczyniają się do wzrostu efektywności alokacji kapitału, ułatwiają międzynarodowy przepływ kapitału oraz zwiększają możliwości dywersyfikacji portfela. Z tego też względu odgrywają one zasadniczą rolę w rozwoju efektywnego rynku finansowego.

Instrumenty pochodne (jako narzędzia złożone) mogą oczywiście służyć (i w rzeczywistości często sprzyjają) podejmowaniu nadmiernego ryzyka, omijaniu zasadnych klauzul ochronnych i manipulowaniu standardami rachunkowości. Ciągła ewolucja instrumentów finansowych sprawia, iż tworzenie regulacji prawnych, zachęcających w swej konstrukcji uczestników do poprawnego używania derywatów, jest wielkim wyzwaniem zarówno dla rynków dojrzałych, jak i rozwijających się. Wykorzystywanie instrumentów pochodnych jest postrzegane jako ważny problem krajów *emerging markets*¹, gdzie stosowne regulacje prawne, infrastruktura przepływu informacji kredytowej oraz praktyka zarządzania ryzykiem często jeszcze nie uległy całkowitemu rozwinięciu.

Niemożliwe staje się wykluczenie w dłuższym okresie pojawienia się derywatów w ramach systemów finansowych krajów *emerging markets*, do której to grupy zaliczają się również państwa regionu Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW). W tym kontekście racjonalnym jawi się fakt podjęcia próby „budowy” rynku finansowych instrumentów pochodnych w krajach byłego bloku wschodniego, która rozpoczęła się zasadniczo w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie przebiegu tego procesu oraz próba wskazania kierunków dalszego rozwoju rynków derywatów w obrę-

* Autorka przygotowuje rozprawę doktorską w Katedrze Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej pod kierunkiem prof. dr hab. Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej.

¹ Pomimo dynamicznego wzrostu wartości rynku finansowych instrumentów pochodnych w ramach grupy *emerging markets*, stanowił on w połowie 2004 roku jedynie 1% wartości globalnego rynku derywatów, za: A. Ilyna, *The role of financial derivatives in emerging markets*, w: D.J. Mathirson, J. E. Roldos, R. Ramaswamy, A. Ilyna, *Emerging Local Securities and Derivatives Markets*, World Economic and Financial Surveys, IMF 2004, s. 69.

bie EŚW. Prezentacja ta dokonana zostanie przede wszystkim na drodze analizy opisowej poszczególnych rynków. Przy użyciu analizy porównawczej, podjęte zostanie także zadanie określenia własności przedmiotowych rynków, charakterystycznych dla krajów wskazanego regionu. Realizacji tak określonych celów służyć będzie w szczególności analiza informacji, zawartych w głównej mierze w opracowaniach giełd i banków centralnych poszczególnych państw, a także dokumenty wydane przez Bank Międzynarodowych Rozrachunków i lokalne instytucje finansowe.

1. Ogólna charakterystyka rynku finansowych instrumentów pochodnych w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej

Warto podkreślić, iż finansowe instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu na rynku giełdowym i pozagiełdowym (ang. *over-the-counter* – OTC). Z publikacji Banku Rozrachunków Międzynarodowych dotyczącej rozwoju światowego² rynku derywatów wynika, że w 2004 r. znacznie bardziej płynny był rynek giełdowy. Zasady obrotu na nim oraz funkcjonowanie izb rozliczeniowych znacznie ograniczają ryzyko kredytowe kontrahenta transakcji i umożliwiają uczestnictwo wielu podmiotów. Natomiast w ramach rynku OTC (tabela 1), największym zainteresowaniem inwestorów w skali globalnej cieszyły się procentowe instrumenty pochodne (swapy procentowe, *Interest Rate Swaps* - IRS).

Z kolei w systemach finansowych krajów EŚW występuje zasadniczo odmienna od przedstawionej powyżej struktura rynku instrumentów pochodnych - o wiele bardziej rozwinięty jest rynek pozagiełdowy. Dominacja tego segmentu wynika w głównej mierze z dużej aktywności w jego ramach zagranicznych instytucji finansowych.³ Jednakże w obrębie rynku OTC przoduje – podobnie jak w wymiarze globalnym - handel derywatami procentowymi, chociaż podstawowy przedmiot obrotu stanowi kontrakt terminowy na stopę procentową (*Forward Rate Agreement*, FRA).

² Ze względu na ograniczony zakres dostępu do danych o europejskim rynku instrumentów pochodnych, porównania stopnia rozwoju i struktury rynku derywatów w Polsce odnoszą się do rynku światowego, za: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2004 r.*, red. J. Osiński, D. Tymoczko, NBP, Warszawa 2005, s. 287.

³ Przykładowo: udział transakcji z nierezydentami w 2004 roku w ramach transakcji przeprowadzonych na rynku OTC wynosił odpowiednio: 72,26% dla Polski, 81,30% na Węgrzech oraz 80% w przypadku Czech.

Tabela 1. Średnie dzienne obroty na rynku instrumentów pochodnych OTC na świecie i wybranych rynkach regionu EŚW w kwietniu 2004 (w mln USD)⁴

Instrumenty	Polska	Węgry	Czechy	Świat
Walutowe instrumenty pochodne	180	46	62	140000
rynek kontraktów CIRS	3	0	1	21000
rynek opcji walutowych	177	46	61	117000
Procentowe instrumenty pochodne	958	195	616	1025000
rynek kontraktów FRA	691	105	552	233000
rynek kontraktów IRS	267	90	62	621000
rynek opcji na stopę procentową	0	0	2	171000

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2004*, BIS, March 2005 oraz szczegółowych rezultatów badań, dokonanych na potrzeby tego opracowania, udostępnionych przez Narodowe Banki: Polski, Węgier oraz Czech.

Niemniej jednak, stopień rozwoju rynku finansowych derywatów i jego segmentów w poszczególnych państwach postkomunistycznych jest w dużym stopniu zróżnicowany, zarówno pod względem ilościowym (liczba instrumentów, wielkość obrotu), jak i jakościowym (kompleksowość regulacji prawnych, infrastruktura handlu instrumentami). Jednakowoż niektóre kraje EŚW osiągnęły zdecydowanie wyższy poziom dojrzałości rynku derywatów, w porównaniu z pozostałymi. Należą do nich Polska, Węgry, Czechy, Rosja, a także – wyjątkowo zaliczona do owego grona – Rumunia. Właśnie ta grupa państw stanie się w głównej mierze przedmiotem zainteresowania autorki.

2. Finansowe instrumenty pochodne w Polsce

Obrót derywatami, opiewającymi na instrumenty finansowe w Polsce, tworzy najprawdopodobniej najlepiej, obok rosyjskiego, rozwinięty rynek instrumentów pochodnych regionu. W jego ramach dostępne są giełdowe instrumenty pochodne (notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Warszawskiej Gieldzie Towarowej), jak również liczne derywaty OTC. Jak już wskazano, dominacja tego ostatniego segmentu wynika z faktu pełnienia funkcji animatorów rynku przez banki, a więc instytucje o największych aktywach

⁴ Najbardziej aktualnym badaniem, obrazującym pozagiełdowe rynki instrumentów pochodnych w ramach poszczególnych państw na świecie, w tym również EŚW, pozostaje opracowanie Banku Międzynarodowych Rozrachunków z 2005 roku, zawierające wyniki obserwacji banków centralnych, dokonanych w kwietniu 2004 roku. W tabeli 1 zamieszczono dane dotyczące państw EŚW, charakteryzujących się największym stopniem rozwoju rynku derywatów OTC w obrębie regionu.

w polskim systemie finansowym. Ich bezpośrednio uczestnictwo, zawieranie przez nich głównie transakcji spekulacyjnych, zapewnia płynność tego rynku. Bardzo charakterystyczny dla rynków regionu EŚW jest przy tym istotny wpływ na wielkość obrotów pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi banków zagranicznych, głównie londyńskich.

Mimo, iż pierwsze derywaty w ramach segmentu OTC były przedmiotem handlu od połowy lat dziewięćdziesiątych, informacje dotyczące liczby zawieranych transakcji i skali tego rynku w Polsce dostępne są dopiero od czerwca 1999 roku. Biorąc pod uwagę wskazane statystyki należy zauważyć, że od początku swojego istnienia, pozagiełdowy rynek pochodnych składał się w głównej mierze z transakcji walutowych⁵, w mniejszym zaś stopniu – z transakcji opiewających na stopy procentowe (wykres 1). Jednakże, wraz ze wzrostem obrotów tymi ostatnimi, struktura rynku ulegała stopniowej zmianie, na korzyść właśnie procentowych instrumentów pochodnych, które w marcu 2005 osiągnęły roku blisko 73% udział w rynku (w porównaniu z 41% w grudniu 1999 roku). Z kolei walutowe transakcje pochodne, po okresie dominacji (nawet 61% udziału w grudniu 2001 roku), pod koniec pierwszego kwartału 2005 roku tworzyły rynek OTC w 23,7%. W przypadku opcji pozagiełdowych (walutowych i na stopę procentową), na przestrzeni badanego okresu można było zauważyć stopniowe zmniejszanie się ich znaczenia na rynku⁶.

Przełomowym okresem z punktu widzenia struktury rynku derywatów OTC w Polsce był rok 2002, w którym to odnotowano dynamiczny rozwój procentowych instrumentów pochodnych (tabela 2). Dotyczył on w głównej mierze rynku kontraktów FRA nominowanych w PLN. Średnie dzienne obroty na rynku FRA wzrosły wówczas blisko o 50%, z 1,89 mld PLN w 2001 r. do wartości 3,91 mld PLN⁷. Należy zaznaczyć, iż płynność rynku FRA zwiększyła się dzięki: wzmożonej aktywności banków, głównie krajowych, dołączeniu nowych uczestników (w tym dwóch dużych podmiotów), którzy zaczęli pełnić funkcję *market-maker*, spekulacji inwestorów na wielkość kolejnych obniżek podstawowych stóp procentowych NBP.

Te same czynniki były również przyczyną wzrostu znaczenia kontraktów IRS, najbardziej dynamicznie rozwijającego się segmentu rynku OTC w Polsce.⁸ Dodatkowym bodźcem do jego rozwoju stała się z pewnością po-

⁵ Przede wszystkim swapów walutowych – najlepiej rozwiniętego segmentu rynku OTC w Polsce, ale również walutowych transakcji *forward* – najczęściej wykorzystywanych przez klientów niebankowych.

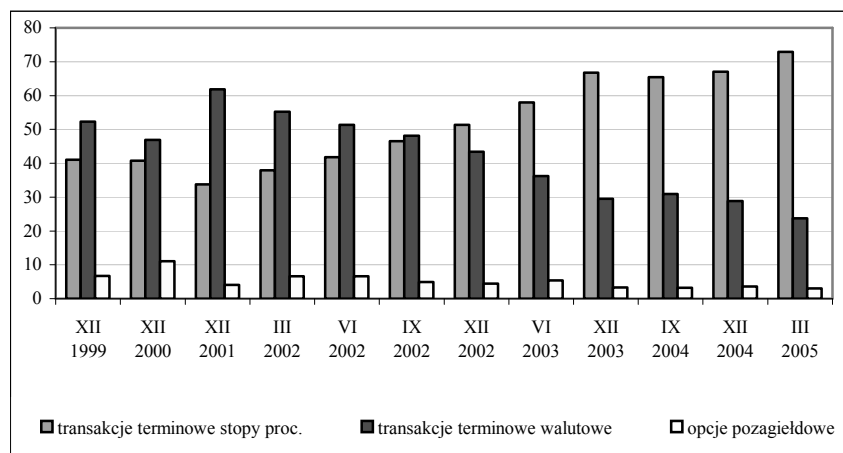
⁶ Po szczytowym, ponad 11 procentowym udziale w rynku OTC w grudniu, nastąpił stopniowy spadek stopnia partycypacji, do poziomu 3% w marcu 2005 r.

⁷ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, red. J. Osiński, P. Wyczański, D. Tymoczko, A. Gał, NBP, Warszawa 2004, s. 205.

⁸ Zarejestrowana w kwietniu 2004 średnia dzienna wartość transakcji wymiany płatności odsetkowych – 267 mln USD – była ponad siedmiokrotnie większa od obrotów w 2001 roku. Tak wysoki przyrost płynności należy jednak tłumaczyć jej niskim poziomem w roku bazowym, czyli

prawa dokumentacji prawnej, a także zmiany w postrzeganiu wiarygodności kredytowej krajowych banków.

Wykres 1. Struktura pozagieldowego rynku instrumentów pochodnych w Polsce w latach 1999–2005 (w procentach)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z opracowań NBP: *Sytuacja finansowa banków* na przestrzeni lat 1999–2005.

Z braku impulsu w postaci aktywnego uczestnictwa nowych podmiotów, a także niepewności oraz mniejszych oczekiwań na zmiany stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej, w 2003 r. uległ zahamowaniu dynamiczny wzrost płynności rynku. Z kolei w 2004 r. zaszła istotna zmiana w ilościowym rozwoju rynku FRA i IRS. Obserwowany od powstania krajowego rynku FRA wzrost jego wielkości, mierzony wartością pozycji brutto banków z tytułu zawartych kontraktów, został zahamowany. W porównaniu z końcem 2003 r., wartość zaangażowania systemu bankowego na rynku FRA zmniejszyła się aż o ponad 40%. Zjawisko to można tłumaczyć brakiem głównego czynnika rozwoju w postaci powiększania się grupy aktywnych uczestników rynku. W zasadzie wszystkie większe banki prowadzące działalność w Polsce zawierały już w tym czasie kontrakty FRA. Jednakże na rynku IRS nastąpił znaczny wzrost wartości dokonywanych operacji. Średnie dzienne obroty wzrosły o około 48% i wyniosły 0,83 mld zł. Wskazane zmiany wynikały z przeniesienia aktywności krajowych dealerów właśnie na rynek IRS.

tw. efektem niskiej bazy, za: P. Sobolewski, *Rozwój rynku walutowego i instrumentów pochodnych*, Rynek Terminowy nr 2/2005, s. 51.

Tabela 2. Wartość instrumentów rynku OTC w Polsce w latach 1999 – 2005 (w mld PLN)

Rodzaj instrumentu	XII 1999	XII 2000	XII 2001	XII 2002	XII 2003	XII 2004	III 2005
Ogół transakcji pochodnych	120,71	386,82	882,65	939,91	1351,5	1440,8	1892,8
transakcje terminowe stopy procentowe	49,2	157,77	298,17	482,77	902,7	965,8	1380,5
transakcje terminowe walutowe	63,13	181,28	545,56	408,07	399,3	414,5	448,2
opcje pozagieldowe	8,17	42,93	35,61	42,11	45,3	52,4	57,2
transakcje terminowe na papierach wartościowych	0,03	0,56	1,1	2,61	2,3	3,2	4,1

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z opracowań NBP: *Sytuacja finansowa banków na przestrzeni lat 1999–2005*.

Wnioski płynące z tej obserwacji mają ogromne znaczenie z punktu widzenia dalszego rozwoju rynku instrumentów pochodnych w Polsce. Otóż limity kredytowe oraz wartość kapitałów banków krajowych, określające m.in. skalę ich zaangażowania na rynku instrumentów pochodnych, są niewystarczające, aby w Polsce mogły istnieć płynne rynki dla wielu instrumentów pochodnych.

Należy zauważyć, iż w przypadku walutowych transakcji pochodnych, po okresie stabilizacji i oscylowania wartości obrotów od 2002 roku wokół poziomu około 400 mld PLN, w roku 2004 nastąpiła znacząca zmiana w strukturze tego segmentu, za sprawą istotnego wzrostu (o około 50%) obrotów na transakcjach *forward*. Z kolei zahamowany został, obserwowany w poprzednich latach, wzrost obrotów na rynku opcji walutowych, co było wynikiem przenoszenia aktywności podmiotów zagranicznych na rynek *offshore*.

Warto zwrócić także uwagę na nowy segment rynku derywatów w Polsce, mianowicie kredytowe transakcje pochodne. Wprowadzenie kolejnego rodzaju transakcji wymiany płatności odsetkowych (*Overnight Index Swap*, OIS) w 2004 roku, a następnie rozpoczęcie przez Polskie Stowarzyszenie Dealerów Bankowych FOREX od stycznia 2005 roku kwotowań nowej stawki referencyjnej – POLONIA – może w niedalekiej przyszłości przyczynić się do szybkiego rozwoju tego segmentu, tym bardziej, że w strefie euro jest on najbardziej płynny ze wszystkich podzespołów międzybankowego rynku instrumentów pochodnych⁹.

⁹ P. Sobolewski, *Rozwój rynku...*, op.cit., s. 52.

Diametralnie mniejszym obrotem niż rynek OTC finansowych derywatów w Polsce (1 892, 2 mld PLN w 2005 roku) charakteryzuje się z kolei segment giełdowy (zaledwie 19,82 mld PLN w tym samym roku). Oficjalnie zainicjował on swoją działalność w styczniu 1998 roku, kiedy to Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW) wprowadziła pierwsze kontrakty terminowe *futures*, opiewające na indeks WIG20. Po okresie małego zainteresowania ze strony inwestorów, przypadającym na rok 1998, nastąpił znaczący wzrost obrotu tymi instrumentami w następnych latach, a wartość tego obrotu zapewnia owym kontraktom, mimo sukcesywnego wprowadzania na GPW nowych rodzajów pochodnych (tabela 3), pozycję niekwestionowanego lidera giełdowego rynku derywatów w Polsce, przy ponad 90% udziale w całkowitym wolumenie obrotu (tabela 4).

Tabela 3. Lista instrumentów pochodnych notowanych na GPW pod koniec 2005 r.

Grupa pochodnych	Instrument bazowy	Data rozpoczęcia notowania
Kontrakty na indeksy	WIG20	16 stycznia 1998
	TechWIG	1 sierpnia 2000
	MIDWIG	18 luty 2002
Kontrakty na akcje	TPS, PKN, ELE*	22 stycznia 2001
	PEO, KGH, BRE AGO, PKM	22 października 2001
	BPH	18 marca 2002
	MIL, BZW	24 marca 2003
	PKO	11 lipca 2005
Kontrakty na kursy walut	USD/PLN	25 września 1998
	EUR/PLN	31 maja 1999
Kontrakty na obligacje	Hipotetyczna obligacja o kuponie 6%	14 luty 2005
Opcje na indeks	WIG20	22 września 2003
Opcje na akcje	PKN, PEO, TPS, KGH, PKM	17 października 2005
Jednostki indeksowe	WIG20	26 listopada 2001

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.com.pl (31.12.2005).

Drugi co do wielkości udział w rynku posiadały do niedawna kontrakty akcyjne, jednakże w 2005 roku większe od nich znaczenie zyskały opcje na indeks WIG20 (4,42%). Zauważalny jest również spadek udziału w rynku jednostek indeksowych do poziomu oscylującego poniżej 0,5% (w porównaniu z ponad 7 % w 2002 roku). W tym miejscu należy również zaznaczyć, iż GPW do 16 grudnia 2005 notowała warranty europejskie i amerykańskie na akcje pojedynczych spółek, indeksy giełdowego oraz kontrakty terminowe

na WIG20, a wszystkie notowane przed tym dniem warranty zostały przez ich emitentów wycofane z obrotu giełdowego.

Tabela 4. Struktura rynku instrumentów pochodnych na GPW w latach 2002–2005 (procentowy udział w całkowitym wolumenie obrotu derywatami na giełdzie)

Rodzaj instrumentu	2002	2003	2004	2005
Kontrakty indeksowe	89,97	94,25	94,22	91,43
Kontrakty walutowe	0,17	0,14	0,09	0,11
Kontrakty na akcje	2,69	2,12	2,35	3,06
Kontrakty na obligacje skarbowe	-	-	-	0,57
Opcje indeksowe	-	0,47	2,11	4,42
Opcje na akcje	-	-	-	0,08
Jednostki indeksowe	7,16	3,02	1,22	0,33
Ogółem	100,00	100,00	100,00	100,00

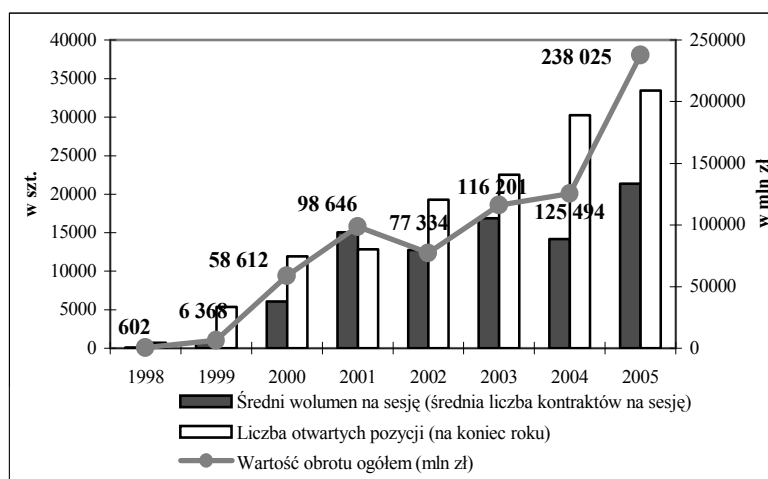
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GPW S.A., www.gwp.com.pl (10.01.2006).

Dokonując analizy kształtowania się obrotów w ramach najstarszego i zarazem najpłynniejszego sektora giełdowego rynku derywatów, kontraktów terminowych na GPW (wykres 2) należy zwrócić uwagę na dynamiczny wzrost wartości tego segmentu w latach 1999-2002. Wówczas to średnia liczna otwartych pozycji *futures* na WIG20 wzrosła 35-krotnie do poziomu 13443 w 2002 roku. Z kolei w roku 2002 wolumen obrotów na indeksowych instrumentach pochodnych uległ zmniejszeniu (wartość obrotów spadła o 21,6% w stosunku do roku 2001). Zjawisko to można tłumaczyć z jednej strony przejściem inwestorów do segmentu nowowprowadzonych jednostek indeksowych na WIG20, z drugiej zaś małymi wahaniami wartości indeksu bazowego w tym okresie. Z kolei już w 2003 roku wartość obrotu kontraktami wzrosła o 32,18%. Jednakże rekordowym pod względem wzrostów na rynku terminowym w całej historii GPW był rok 2005. Wówczas to kilkakrotnie wolumeny obrotu kontraktami *futures* osiągały największe miesięczne wartości (np. we wrześniu 675 521 sztuk), podobnie zresztą jak opcjami (46 472 sztuk w październiku). Z kolei wartość rynku kontraktów terminowych wzrosła o prawie 90%.

Należy również wspomnieć o innym rodzaju parkietu, na którym notowane są instrumenty pochodne. Warszawska Giełda Towarowa (WGT) od 2002 roku jest liderem w handlu standaryzowanymi kontraktami walutowymi w Polsce. Wolumen obrotu tymi instrumentami stanowił w 2005 roku ośmiokrotność odpowiadającego mu segmentu na GPW. Poza kontraktami *futures* na kursy USD/PLN, EUR/PLN, CHF/PLN, EUR/USD, EUR/HUF oraz EUR/CZK, WGT prowadzi również obrót opcjami walutowymi (USD/PLN, EUR/PLN,

CHF/PLN, CHF/PLN, EUR/USD) oraz kontraktami terminowymi na stopę procentową WIBOR (1M i 3M) a także 2-, 5- i 10-letnie Obligacje Skarbu Państwa. Instrumenty te jednak nie odgrywają większej roli w ramach WGT.

Wykres 2. Podstawowe charakterystyki obrotu kontraktami terminowymi na GPW w latach 1998-2005



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GPW, www.gpw.pl (16.01.2006).

Próbując ustalić przyszłe tendencje rozwoju rynku finansowych derywatów w Polsce można uznać, iż kontrakty FRA utrzymają w przyszłości swoją pozycję najbardziej płynnego instrumentu w obrocie pozagiełdowym, jednakże rynek procentowych transakcji terminowych będzie się rozwijać w umiarkowanym tempie. Zmiany w przepisach regulujących możliwości inwestycyjne pozabankowych instytucji finansowych będą sprzyjać rozwojowi rynku transakcji wymiany płatności odsetkowych. Z kolei płynność rynku opcji walutowych prawdopodobnie nie wzrośnie znacząco, gdyż nie zwiększy się liczba uczestników rynku międzybankowego.

Z kolei w stosunku do segmentu giełdowego, z perspektywy kształtowania się światowych tendencji, a także zmian legislacyjnych dotyczących możliwości inwestowania w derywaty przez niektórych inwestorów instytucjonalnych, istnieje w Polsce potencjał rozwoju rynku *futures* na obligacje. To samo przypuszczenie może dotyczyć walutowych pochodnych, zwłaszcza w przypadku zwiększenia limitu inwestycji OFE w aktywa zagraniczne. Należy jednak pamiętać, iż perspektywiczne przystąpienie Polski do UGW spowoduje zmniejszenie wartości obrotów na krajowym rynku walutowych instrumentów pochodnych. Zmaleje bowiem popyt instytucji niefinansowych na kontrakty *forward* i strategie opcyjne zabezpieczające przed ryzykiem kursowym.

3. Węgierski rynek finansowych instrumentów pochodnych

Węgry były pierwszym spośród byłych krajów bloku wschodniego, który rozpoczął regularny obrót instrumentami pochodnymi. Derywaty są tutaj dostępne przede wszystkim w obrocie giełdowym, który do niedawna koncentrował się na dwóch giełdach węgierskich: Budapeszteńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (BET) i Budapeszteńskiej Giełdzie Towarowej (BAT). Z kolei znacznie mniej transakcji pochodnych zawiera się natomiast na rynku pozagiełdowym. Stanowią je przede wszystkim swapy walutowe, swapy stopy procentowej oraz transakcje FRA.

W marcu 1995 roku na Budapeszteńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych pojawiły się pierwsze instrumenty pochodne – kontrakty *futures* – oparte na indeksie BUX, wystawiane na trzymiesięczne bony skarbowe oraz waluty obce (USD i DEM). W ten sposób na Węgrzech wprowadzono do obrotu jednocześnie (nie zaś stopniowo, jak w przypadku Polski) zarówno derywaty rynku kapitałowego, jak i pieniężnego oraz walutowego. Kolejnym krokiem w rozwoju rynku giełdowych instrumentów pochodnych stało się rozpoczęcie na BET w lutym 2000 roku handlu opcjami, których to obrót (wraz z pozostałymi derywatami) od października tegoż roku został usprawniony, poprzez zastosowanie elektronicznej platformy rozliczania – MMTS II (*Multi Market Trading System II*). Dokładnie rok później, w październiku 2001 roku, na Budapeszteńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wprowadzono możliwość zawierania transakcji pochodnych drogą internetową.

Z kolei 2 listopada 2005 nastąpiła ostatecznie zapowiadana od wielu lat fuzja BET z konkurencyjną Budapeszteńską Giełdą Towarową (BAT), specjalizującą się – w ramach rynku instrumentów pochodnych – obrotem walutowymi kontraktami *futures*. Połączenie to, skutkujące powstaniem dużej, nowoczesnej giełdy, miało na celu zwiększenie płynności i przejrzystości rynku węgierskiego i w konsekwencji zwiększenie konkurencyjności giełdy budapeszteńskiej na rynku europejskim.

W rezultacie wskazanych przemian, pod koniec 2005 roku w ramach BET notowane były kontrakty terminowe, opiewające na: kursy 12 walut (w tym na kursy krzyżowe), indeks BUX i BUMIX, akcje 31 spółek, stopę procentową BUBOR (1M i 3M) oraz skarbowe papiery wartościowe (3- i 12-miesięczne bony skarbowe, 3- i 5-letnie obligacje rządowe). Do oferty giełdy budapeszteńskiej odnośnie kontraktów opcyjnych zaliczały się instrumenty oparte na kursach: indeksu BUX, akcji 3 spółek blue-chip oraz walut (EUR, USD, CZK, PLN).

Od początku swojego istnienia rynek instrumentów pochodnych na BET, przede wszystkim zaś kontraktów terminowych na indeks BUX, rozwijał się bardzo szybko, czemu sprzyjały rozwiązania podatkowe, wprowadzone w 1995 w stosunku do inwestycji giełdowych. Jednakże od maja 1998 liczba

otwartych kontraktów zaczęła maleć (tabela 5). Rynek o rocznej wartości obrotu derywatami liczonej w bilionach forintów (2,93 bln HUF) w 1998 roku po zaledwie 3 latach osiągnął poziom niewiele ponad ¼ tej kwoty (0,75 bln HUF).

Tabela 5. Wartość obrotu w ramach rynku terminowego Budapeszteńskiej Giełdy Papierów Wartościowych w latach 1995 – 2005 (w mld HUF)

Lata	Kontrakty indeksowe	Kontrakty walutowe	Kontrakty na akcje	Kontrakty na stopę procentową	Opcje na akcje	Opcje walutowe
1995	1,00	4,00	–	6,00	–	–
1996	49,00	112,00	–	30,00	–	–
1997	1004,00	337,00	–	75,00	–	–
1998	1782,00	974,00	51,00	127,00	–	–
1999	1119,00	23,00	135,00	12,00	–	–
2000	882,00	29,00	441,00	2,00	–	–
2001	283,00	19,00	449,00	–	–	–
2002	246,20	74,00	523,10	–	–	–
2003	318,40	402,30	684,20	–	0,91	–
2004	449,45	815,37	741,78	0,86	0,88	12,43
2005	1037,25	2115,40	1556,45	0,67	1,23	49,93

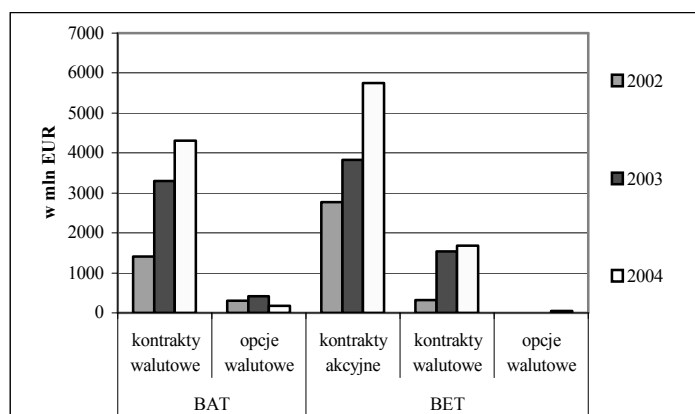
Źródło: obliczenia własne, na podstawie danych BET (www.bse.hu).

Za jedną z przyczyn takiego stanu rzeczy, obok reakcji na międzynarodowe kryzysy finansowe, można uznać zmniejszenie korzyści dla inwestorów, płynących z uwarunkowań prawno-podatkowych, jak również rosnącą konkurencję w postaci Budapeszteńskiej Giełdy Towarowej, umacniającej swoją pozycję w handlu kontraktami walutowymi. Handel tymi instrumentami na BAT w znaczącym stopniu przewyższał obroty dokonywane w ramach BET, zwłaszcza od roku 2002 (wykres 3).

Z kolei zdecydowane zwiększenie obrotów kontraktami walutowymi na BET, począwszy od 2003 roku, spowodowane było głównie wzrostem zmienności kursu forinta oraz złagodzeniu regulacji podatkowych. Doprowadziło to rok później do wysunięcia się tych instrumentów na czołowe miejsce wśród derywatów giełdy w Budapeszcie.¹⁰

¹⁰ W tym miejscu należy zwrócić uwagę na fakt, iż stosowany przez Węgry system kursu stałego z rozszerzonym pasmem wahań (+/- 15 procent wokół kursu parytetowego) powoduje, iż ryzyko walutowe jest czynnikiem, który podmioty działające na węgierskim rynku muszą brać i biorą pod uwagę, za: I. Sobol, *Kuszące ryzyko*, Gazeta Bankowa nr 37/2004, s. 30.

Wykres 3. Obroty wybranych instrumentów rynku terminowego na BAT i BET w latach 2002–2004 (w mln EUR)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych udostępnionych przez Centralny Depozyt Papierów Wartościowych Węgier – KELER.

Ostatecznie wartość obrotu derywatami walutowymi zwiększyła się w 2005 o blisko 162% w stosunku do roku poprzedniego, a wartość całego rynku finansowych instrumentów pochodnych na BET o ponad 135% (4,76 bln HUF). Głównym impulsem tego wzrostu stała się, ostatecznie sfinalizowana pod koniec roku, fuzja BET z BAT.

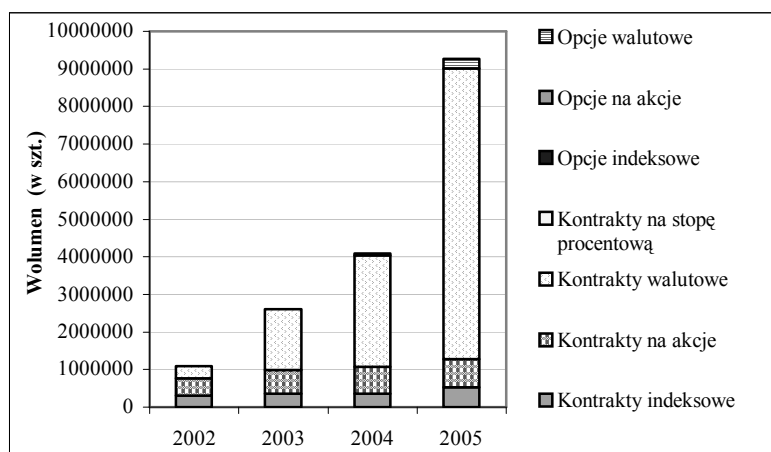
Jeszcze w 2002 roku, po okresie dominacji handlu kontraktami na indeks BUX, istotny udział w obrotach derywatami na BET posiadały trzy grupy instrumentów: kontrakty terminowe na akcje (41,50%), kontrakty walutowe (30%) oraz kontrakty indeksowe (28,34%). W konsekwencji wskazanych wcześniej zmian, na giełdzie budapeszteńskiej w 2005 roku prawie 84% wolumenu obrotu instrumentami pochodnymi stanowiły już kontrakty walutowe (wykres 4), podczas gdy w ramach GPW, praktycznie od początku notowań derywatów, to kontrakty *futures* na WIG20 tworzą ponad 90% wielkości obrotu pochodnymi.

Należy wskazać, iż bezpośredni wpływ na zmniejszenie roli pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych na Węgrzech miało wprowadzenie w lipcu 2000 roku przez Narodowy Bank Węgier (NBH) restrykcyjnych wymagań depozytowych, dotyczących transakcji zawieranych przez lokalnych dealerów.¹¹ Wzrost kosztów zawierania transakcji pochodnych, spowodowany ową decyzją, stał się skutecznym hamulcem rozwoju tego rodzaju transakcji na ryn-

¹¹ S. Antkiewicz, *Bankowe derywaty pieniężne w regionie środkowoeuropejskim*, Rynek Terminowy nr 6/2005, s. 11.

ku międzybankowym. Niemniej jednak obrót w ramach pozagiełdowego rynku derywatów ma charakter regularny, a stanowią go głównie transakcje zawierane przez krajowe banki z nierezydentami (blisko w 82%).

Wykres 4. Struktura obrotu finansowymi instrumentami pochodnymi na BET



Źródło: opracowanie własne, na podstawie danych BET (www.bse.hu).

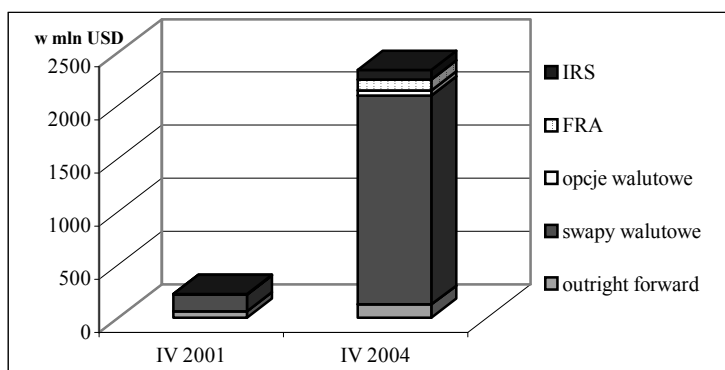
Podstawowym instrumentem rynku międzybankowego na Węgrzech jest swap walutowy – *fx swap* (wykres 5), którego średni dzienny obrót w kwietniu 2004 roku wynosił blisko 2 mld USD, a więc trzy razy większy niż transakcji *spot*. Z kolei derywaty stopy procentowej (FRA, IRS) stanowią niewielki udział w ogólnej wartości obrotu na węgierskim rynku OTC. Jest to spowodowane głównie słabo rozwiniętym rykiem papierów skarbowych w tym kraju.

Decydujący wpływ na charakter rozwoju rynku finansowych instrumentów pochodnych na Węgrzech miały czynniki prawno-podatkowe, jak również sytuacja makroekonomiczna kraju oraz na świecie. Znacząca dominacja segmentu giełdowego tego sektora stanowi aspekt silnie wyróżniający ów kraj spośród pozostałych państw byłego bloku wschodniego. Szeroka gama finansowych derywatów oferowana w ramach dużej, nowoczesnej giełdy, przy zaangażowaniu wysokiej technologii, usprawniającej handel tymi instrumentami, wolumen obrotu, przekraczający w 2005 roku 9 mln sztuk – to wszystko składa się na pozycję Budapeszteńskiej Giełdy Papierów Wartościowych, postrzeganej na świecie jako lidera rynku giełdowych instrumentów pochodnych w regionie EŚW.

4. Rynek finansowych transakcji pochodnych w Czechach

W Czechach, w przeciwieństwie do Węgier i Polski, występuje wyłącznie pozagiełdowy obrót derywatami. Tworzy on jednak płynny, dobrze rozwinięty rynek, którego główni uczestnicy skupiają się w ramach wąskiej grupy średniej wielkości banków-rezydentów oraz dużych filii zagranicznych instytucji finansowych. Podmioty te często spełniają rolę pośredników we wskazanych transakcjach na zagranicznych giełdach terminowych. Należy zaznaczyć, iż wskazane instytucje posiadają równocześnie znaczący udział wśród inwestorów lokalnego rynku, wykorzystując instrumenty pochodne głównie w celu zarządzania ryzykiem stopy procentowej i walutowym. Z kolei fundusze emerytalne, inwestycyjne i firmy ubezpieczeniowe (w świetle obowiązujących w Czechach regulacji prawnych) mogą dokonywać transakcji pochodnych, kierując się wyłącznie motywem zabezpieczenia swoich pozycji na rynku kasowym.

Wykres 5. Udział poszczególnych transakcji pochodnych w obrocie w ramach rynku instrumentów pochodnych OTC na Węgrzech



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2004*, BIS, March 2005.

Pierwszy raport Narodowego Banku Czech (CNB), uwzględniający derywaty w obrocie międzybankowym, został wydany w 1994 roku. Nominalna wartość obrotu instrumentami pochodnymi, wyłączając transakcje CNB, wynosiła wówczas blisko 31 mld CZK. Powstanie rynku terminowego w Czechach było bezpośrednio związane z zastosowaniem nowych instrumentów polityki pieniężnej (walutowych kontraktów *forward* i swapów). Na początku 1996 roku

Należy wskazać, iż przyczyną intensyfikacji handlu pochodnymi rynku pieniężnego stał się fakt znacznego rozwoju rynku skarbowych papierów wartościowych w Czechach, szczególnie po 2002 roku. Zwłaszcza rynek obligacji skarbowych stanowi zasadniczy segment czeskiego rynku finansowego, co oznacza również istnienie zasadniczego potencjału dla rozwoju derywatów, z naciskiem na segment kredytowych transakcji pochodnych.

Warto dodać, iż jeszcze w latach dziewięćdziesiątych XX wieku Praska Giełda Papierów Wartościowych (PSE) przedstawiła projekt wprowadzenia do swojego obrotu finansowych derywatów. Mimo dokonania szeregu dostosowań o charakterze regulaminowym oraz technicznym, usunięcia wszelkich barier legislacyjnych i administracyjnych oraz wydania w 2000 roku przez Czeską Komisję Papierów Wartościowych stosownej zgody, instrumenty pochodne w dalszym ciągu nie są przedmiotem handlu w ramach rynku zorganizowanego. Przyczyną odkładania momentu wprowadzenia notowań derywatów na PSE jest z pewnością słabe zainteresowanie tymi instrumentami ze strony członków giełdy.

Drugi rodzaj zorganizowanego rynku papierów wartościowych w Czechach stanowi regulowany system pozagiełdowy RM-SYSTEM, w ramach którego od 1997 roku trwają prace nad wdrożeniem projektu współdziałania z Wiedeńską Giełdą Papierów Wartościowych (WBAG), celem wprowadzenia możliwości pośredniczenia przez czeski system w handlu kontraktami terminowymi i opcjami, notowanymi na giełdzie austriackiej.¹⁴ Jednakże, mimo powstania obiecujących projektów, dostęp do regulowanego rynku terminowego dla czeskich inwestorów (w tym za pośrednictwem RM-SYSTEMu) pozostaje w dalszym ciągu nieosiągalny.

5. Rosyjski rynek finansowych instrumentów pochodnych

Rynek instrumentów pochodnych w Rosji został utworzony na początku lat 90tych, za sprawą wprowadzenia odpowiednich regulacji prawnych, dotyczących giełd towarowych. Rozwój handlu derywatami miał bardzo dynamiczny charakter, rynek ten w krótkim czasie osiągnął obroty o wartości kilku miliardów dolarów. Oprócz rynku OTC, instrumenty pochodne notowano równocze-

¹⁴ Już od połowy 1998 istnieje pełna gotowość techniczna i regulaminowa do wprowadzenia owego projektu do praktyki rynek finansowy Czech. Z racji braku stosownej zgody Czeskiej Komisji Papierów Wartościowych, niemożliwe jest przeprowadzenie tego typu transakcji w rzeczywistości. Wynika to z interpretacji przepisów regulujących obrót papierami wartościowymi w Czechach, które określają tego typu pośrednictwo jako współpracę dwóch rynków regulowanych, nie zaś – zgodnie z zamiarem twórców projektu – wsparciem technicznym. Kwestia wdrożenia tego typu ścieżki dostępu do płynnego, zorganizowanego rynku derywatów pozostaje więc od kilku lat w gestii Komisji, która zobowiązała się do stworzenia osobnej kategorii brokera z licencją uprawniającą do pośredniczenia w obrocie instrumentami.

śnie na czterech parkietach. Obrót dotyczył głównie walutowych transakcji *forward* (*Non-Deliverable Forward Contracts*, NDFs), sprzedawanych zagranicznym instytucjom finansowym „pakietowo” wraz dłużnymi papierami wartościowymi. Tego rodzaju kontrakty terminowe zobowiązywały banki do konwersji zysku denominowanego w rublach na dolary, po z góry ustalonym kursie, zabezpieczając tym samym inwestorów przed ryzykiem dewaluacji krajowej waluty.

Niestety, dynamiczny rozwój derywatów w Rosji uległ drastycznemu zahamowaniu w wyniku kryzysu gospodarczego, jaki miał miejsce w tym kraju w sierpniu 1998 roku. Handel tymi instrumentami został wstrzymany na trzech najważniejszych giełdach¹⁵. Z kolei orzecznictwo Sądu Najwyższego w Rosji uznało kontrakty *forward* za przedmioty transakcji o charakterze „hazardowym”, co postawiło ich konstrukcję w sprzeczności z regulacjami krajowego kodeksu cywilnego. Od 1998 roku obwarowania prawne w tym zakresie nie uległy zmianie, powodując praktyczny zanik rosyjskiego rynku OTC instrumentów pochodnych na kilka najbliższych lat. Uznanie NDFów za transakcje „hazardowe” wpłynęło bowiem również negatywnie na obrót pozostałymi rodzajami pozagiełdowych instrumentów pochodnych.

W przeciwieństwie do rynku OTC, handel standaryzowanymi derywatami nie został uznany za niezgodny z prawem. W listopadzie 2000 roku wznowiono obrót instrumentami pochodnymi na *Moscow Interbank Currency Exchange* (MICEX). W rezultacie do roku 2001 kontrakty *futures* na waluty, złoto, olej opałowy itd., jak również opcje na ropę, olej opałowy, stopę procentową LIBOR itp. notowane były w ramach giełdy *Saint-Petersburg* oraz MICEX, natomiast kontrakty terminowe i opcyjne rynku kapitałowego (głównie na akcje spółek w tym tych największych: Gazpromu, Rostelecomu i Łukoilu) – na parkiecie RTS *Stock Exchange* (*Russian Trading System*).

Z kolei od roku 2002 największym rynkiem instrumentów pochodnych Federacji Rosyjskiej jest specjalny oddział dla obrotu derywatami w ramach RTS – FORTS (*Futures and Option on RTS*). Został on utworzony we wrześniu 2001 i wkrótce stał się najszybciej rozwijającym się segmentem RTS *Stock Exchange* i wiodącą platformą obrotu instrumentami pochodnymi w Rosji (z 98% udziału w handlu kontraktami terminowymi), a także jednym ze światowych liderów w handlu kontraktami *futures* i opcyjnymi na akcje. Został on również „sukcesorem” rynku derywatów, funkcjonującego w ramach giełdy *Saint-Petersburg*, zawdzięczając swoją konstrukcję siedmioletnim doświadczeniom swojego poprzednika w zmaganiach natury organizacyjnej i technologicznej.

¹⁵ W tym na *Russian Exchange*, obejmującej największy rynek instrumentów pochodnych na akcje w Rosji. Wstrzymania obrotu derywatami uniknęła jedynie giełda *Saint-Petersburg* (*Saint-Petersburg Currency Exchange*).

W konsekwencji, w 2005 roku FORTS posiadał 78% udziału w całkowitym obrocie giełdowym derywatami w Rosji, oferując pod koniec tego roku transakcje na 10 rodzajów kontraktów terminowych oraz 5 opcyjnych. Są to przede wszystkim instrumenty rynku kapitałowego, *futures* opiewające na akcje pojedynczych spółek *blue-chips* (*United Energy System*, *Surgutneftegas*, Gazprom, Łukoil, Rostelecom, MMC Norilsk Nickel), podobnie jak opcje na *futures* (*United Energy System*, Gazprom, Łukoil, Rostelecom). FORTS umożliwia ponadto handel kontraktami walutowymi *futures* i opcjami na *futures*, opartymi o kurs USD, a także kontraktem terminowym na stopę procentową dla 3 letnich obligacji miasta Moskwy.¹⁶ Statystykę obrotów wskazanymi instrumentami pochodnymi przedstawia tabela 6.

Tabela 6. Kształtowanie się podstawowych charakterystyk obrotu derywatów w ramach FORTS w latach 2001–2004

Lata	2001	2002	2003	2004	2004	2005
Wartość obrotu dla <i>futures</i> (w mld RUR)	7,79	93,49	201,98	310,58	607,80	580,69
Wolumen obrotu dla <i>futures</i> (w tys.)	2009,00	21704,00	31964,00	39232,00	45994,00	43084,19
Liczba transakcji na <i>futures</i> (w tys.)	51,00	532,00	868,00	1472,00	1787,00	1690,37
Wartość obrotu dla opcji (w mld RUR)	0,72	1,39	12,06	27,06	79,26	73,42
Wolumen obrotu dla opcji (w tys.)	25,00	357,00	1799,00	3332,00	7281,00	6649,85
Liczba transakcji na opcjach (w tys.)	3,00	15,00	33,00	51,00	113,00	105,46

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.rts.ru (29.12.2005)

W 2005 roku, po okresie gwałtownych wzrostów w poprzednich latach, w segmencie FORTS nastąpiły nieznaczne spadki podstawowych wielkości, charakteryzujących ten rynek. Wartość obrotu kontraktami terminowymi, po podwojeniu w 2004 roku, spadła o blisko 4,5%, liczba transakcji zmniejszyła się o blisko 97 tys., przy wolumenie obrotu 43,08 mln kontraktów (mniejszym o 6,32% niż w roku poprzednim). Rynek opcji doświadczył w tym okresie większych spadków, osiągając wartość 79,26 mld RUR (spadek o blisko 8%), przy 105 tys. transakcji, których przedmiotem było blisko 6,65 mln opcji (spadek o 9%). Należy podkreślić, iż zdecydowanie najważniejszymi instrumentami pochodnymi giełdy RTS są kontrakty terminowe, z których największy udział w obrocie ogółem derywatami przypada na *futures* na akcje *United Energy System* (tabela 7).

¹⁶ Jeszcze w 2006 roku planowane jest również wprowadzenie do obrotu giełdy RTS derywatów pogodowych.

Tabela 7. Ranking najsłynniejszych instrumentów pochodnych w ramach FORTS

Instrument	Udział w wartości obrotu na FORTS
<i>Futures</i> na akcje United Energy System	39,19%
<i>Futures</i> na akcje Gazprom	23,11%
<i>Futures</i> na akcje Lukoil	18,42%
Opcje na <i>futures</i> na akcje United Energy System	13,88%
Opcje na <i>futures</i> na akcje Gazprom	2,26%
<i>Futures</i> na akcje Rostelecom	1,69%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych ze strony www.rts.ru (26.12.2005).

Nieporównywalnie mniejsze znaczenie w ramach RTS posiadają opcje, chociaż warto zwrócić uwagę na dynamiczny wzrost obrotów na tym rynku w ramach całego okresu ich notowania na FORTS.¹⁷ Poza tym, wskazany segment RTS *Stock Exchange* jest największym rynkiem opcji w całym regionie EŚW oraz jedynym z tego obszaru, na którym zaobserwować można wyraźny rozwój handlu opcjami.

Niewątpliwie największym zainteresowaniem inwestorów w Rosji cieszą się instrumenty pochodne, opiewające na pojedyncze akcje rosyjskich spółek *blue-chips*. Wynika to z faktu, iż właśnie rynek akcji charakteryzuje się największą zmiennością ze wszystkich segmentów rynku finansowego tego kraju (takich jak rynek walutowy czy pieniężny), przyciągając spekulantów, zwłaszcza od momentu rządowych ataków na spółkę Jukos.

Z kolei, na posiadającej mniejsze znaczenie od FORTS giełdzie MICEX (21% udziału w giełdowym rynku instrumentami pochodnymi Rosji), głównym składnikiem obrotu derywatami są walutowe kontrakty terminowe na USD, EUR oraz kurs EUR/USD. Dynamiczny rozwój handlu tymi instrumentami to przede wszystkim rezultat wejścia na MICEX potężnych banków komercyjnych. W 2005 roku całkowita wartość obrotu tymi instrumentami wyniosła 6,5 mld USD, tj. blisko sześćdziesięciokrotność poziomu z 2003 roku. Oznaczać to może również, iż wiele rosyjskich firm zaczęło dostrzegać pochodne walutowe nie tylko jako narzędzie spekulacji, ale również *hedgingu*.

W przypadku pozagiełdowego rynku derywatów w Rosji, dominujący charakter posiadają transakcje walutowe: swapy oraz kontrakty terminowe. Stosunkowo duża popularność tych instrumentów jest wynikiem napływu kapitału zagranicznego do Rosji, a także faktu, iż przedsiębiorstwa rosyjskie rozli-

¹⁷ Wartość obrotu opcjami w 2005 roku zwiększyła się ponad stukrotnie w porównaniu z poziomem z roku 2001 (*efekt niskiej bazy*).

czają się przede wszystkim w twardych walutach, w związku z czym dostrzegają znaczenie *hedgingu walutowego*.

Zdaniem niektórych specjalistów, w świetle realnego braku sprawnie funkcjonującego rynku międzybankowego, przedwczesne jest określanie rozwoju rynku derywatów w Rosji jako dynamicznego. Mimo tych opinii należy stwierdzić, iż rosyjski rynek instrumentów pochodnych, będący wciąż w początkowej fazie rozwoju, podlega (mimo niewielkich spadków obrotów w 2005 roku) szybkiemu rozwojowi, pomimo braku odpowiednich, nowoczesnych regulacji prawnych.¹⁸ Stanowi on jednocześnie rynek, na którym dokonywana jest największa liczba transakcji spośród wszystkich państw postkomunistycznych. W najbliższych latach można oczekiwać dalszego wzrostu jego znaczenia, przy dynamicznym wzroście obrotu zwłaszcza walutowych instrumentów pochodnych, oraz derywatów opartych na instrumentach rynku kapitałowego.

6. Finansowe instrumenty pochodne w Rumunii

W Rumunii handel instrumentami pochodnymi odbywa się na jedynej w tym kraju giełdzie terminowej: *Bursa Monetar-Financiara si de Marfuri Sibiu*, BM-FMS (*Sibiu Monetary & Financial Commodities Exchange*). Debiutując w lipcu 1997 roku indeksowym kontraktem *futures*, jeszcze jako giełda towarowa, BM-FMS stała się – obok giełdy papierów wartościowych – głównym centrum finansowym kraju. Wprowadzając następnie kontrakty terminowe na walutę, opcje na te kontrakty, a w 2000 roku – kontrakty na akcje wybranych spółek notowanych na Bukareszteńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych – BMFMS skutecznie poszerzała swoją gamę ofertową produktów.¹⁹ Ostatecznie, pod koniec 2005 roku największym powodzeniem cieszyły się na BMFMS instrumenty pochodne oparte o akcje pojedynczych spółek, jak również kursy walutowe, zdecydowanie mniejszy obrotem charakteryzowały się kontrakty *futures* na stopę procentową (tabela 8).

¹⁸ Ramowy program zmian ram legislacyjnych obrotu derywatami, który został zainicjowany w 2005 roku przez władze Federacji Rosyjskiej, przewiduje wprowadzenie w życie stosownych ustaw w roku 2007.

¹⁹ Znaczącą pozycję wśród giełd środkowo-europejskich zapewniła *Sibiu Exchange* zmiana w połowie 2000 roku modelu obrotu aukcyjnego na w pełni elektroniczny system obrotu (SAGGITARIUS), zwiększając tym samym efektywność, przejrzystość i dostępność transakcji na tym rynku. Kolejnym krokiem w rozwoju wskazanej giełdy stało się umożliwienie handlu instrumentami pochodnymi za pośrednictwem Internetu oraz ostateczna zmiana systemu obrotu, na elektroniczny odpowiednik, udoskonalony o nowoczesne aplikacje internetowe (ELTRANS).

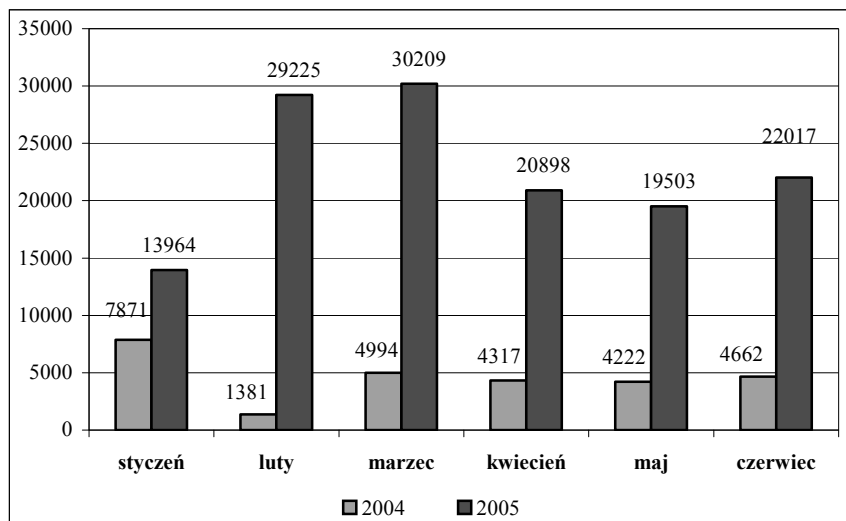
Tabela 8. Lista kontraktów *futures* i opcji dostępnych w obrocie na BMFMS pod koniec 2005 roku, pod względem płynności instrumentu

Stopień płynności	Rodzaj instrumentu bazowego	Data wprowadzenia do obrotu
1	akcje pojedynczych spółek, notowanych na Bukareszteńskiej Gieldzie Papierów Wartościowych	2000; 2001; 2004; 2005
2	kurs ROL/USD	1997
3	kurs ROL/EUR	1998
4	kurs EUR/USD	1999
5	stopa procentowa BURBOR 3M	2004

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.bmfms.ro (30.12.2005)

Przełomowym w rozwoju rynku instrumentów pochodnych w ramach BMFMS okazał się właśnie rok 2005. Odnotowano wówczas znaczący, bo prawie 500%, wzrost obrotów kontraktami *futures* oraz 300% wzrost wartości obrotów opcjami. Wśród podstawowych powodów tego zjawiska należy wymienić przede wszystkim: wejście na rynek nowych grup inwestorów instytucjonalnych, a także zaistnienie sposobności do spekulacji i arbitrażu. Efekt ten został dodatkowo wzmocniony wprowadzeniem w pierwszej połowie 2005 roku pięciu nowych kontraktów terminowych i opcyjnych. Ilustrację empiryczną tych zagadnień przedstawia wykres 7.

Wykres 7. Porównanie wolumenu obrotu kontraktami *futures* na BMFMS w I połowie 2004 i 2005 roku (w szt.)



Źródło: www.bmfms.ro (3.01.2005).

Znaczący zwrot nastąpił również w stosunku do struktury rynku derywatów. Od początku notowania derywatów na BMFMS dominującym rodzajem instrumentu był walutowy kontrakt terminowy. W pierwszej połowie 2004 ponad 86% wolumenu obrotu kontraktami *futures* stanowiły właśnie instrumenty walutowe. Z kolei w analogicznym okresie roku następnego na czoło wysunęły się derywaty oparte na kursach pojedynczych akcji spółek Bukareszteńskiej Giełdy Papierów Wartościowych (tabela 8). Hossa panująca na tej giełdzie od początku 2005 roku, jak również stosunkowa stabilność kursów głównych walut, zaowocowała zwróceniem uwagi inwestorów na pochodne rynku kapitałowego. Natomiast możliwość zabezpieczenia portfela akcji przed spadkami kursów, które nastąpiły pod dwóch miesiącach wzrostów, doprowadziła do 26-krotnego zwiększenia obrotów kontraktami akcyjnymi w ciągu pierwszego półroczia 2005 roku.

Tabela 9. Struktura rynku instrumentów pochodnych na giełdzie rumuńskiej w I poł. 2005 roku

Rynek kontraktów terminowych	
Akcje	79%
kurs EUR/USD	12%
kurs ROL/EUR	8%
kurs ROL/USD	1%
Rynek opcji	
Akcje	84%
Waluty	16%

Źródło: www.bmfms.ro (3.01.2005).

Należy zaznaczyć, iż większość transakcji na BMFMS zawierana jest w celach spekulacyjnych, choć inwestorzy coraz częściej wykazują zainteresowanie wykorzystaniem instrumentów pochodnych w transakcjach zabezpieczających. O ile jednak praktyka rynku rumuńskiego udowodniła efektywność strategii hedgingowych w przypadku derywatów akcyjnych, pochodne walutowe nie odniosły większego sukcesu w tym zakresie wśród eksporterów.

7. Rynek finansowych instrumentów pochodnych w pozostałych krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej

W Słowacji handel instrumentami pochodnymi odbywa się wyłącznie na rynku pozagiełdowym i sprowadza się do nielicznych transakcji, zawieranych między bankami, których przedmiot stanowią głównie derywaty walutowe. Są to przede wszystkim swapy walutowe (83,2% całego międzybankowego rynku walutowego, opiewające na kurs USD (94,6% wszystkich transakcji swapowych).

Od 2004 roku Narodowy Bank Słowacji w swoich raportach statystycznych uwzględnia również derywaty oparte na stopie procentowej: FRA i IRS. Zabieg ten nie wpłynął jednak na wzrost zainteresowania tymi instrumentami ze strony krajowych i zagranicznych banków. Z kolei pomysł utworzenia giełdy, specjalizującej się w obrocie derywatami (*Bratislava Options and Financial Futures Exchange*, BOFFEX), powstały jeszcze w latach dziewięćdziesiątych, do końca 2005 roku nie doczekał się swojej realizacji.

Z kolei rynki finansowe instrumentów pochodnych na Łotwie, Litwie i w Estonii mają wyłącznie charakter pozagiełdowy. Rynek estoński, który został aktywowany w 1997 roku, tworzą transakcje dokonywane w ramach rynku międzybanowego oraz między instytucjami finansowymi i ich klientami korporacyjnymi. Dodatkowo banki pośredniczą w zawieraniu transakcji na zagranicznych rynkach instrumentów pochodnych. Największe znaczenie w strukturze obrotu derywatami w Estonii mają walutowe instrumenty pochodne (stanowią one 75,5% całkowitej wartości obrotu), mniejsze zaś derywaty oparte o stopę procentową (22,5% udziału), z kolei transakcje pochodne związane z papierami wartościowymi odgrywają znikomą rolę na wskazanym rynku. Z kolei handel instrumentami na Łotwie został zapoczątkowany w 2000 roku, jako odpowiedź na zapotrzebowanie eksporterów, chcących zabezpieczyć swoje pozycje wobec kursu EUR. Zarówno w tym kraju, jak i na Litwie (gdzie rynek derywatów funkcjonuje od 1998 roku), jedynymi znaczącymi instrumentami pochodnymi są walutowe swapy i kontrakty *forward*.

Natomiast w Słowenii handel instrumentami pochodnymi nie odgrywa większej roli z punktu widzenia krajowego rynku finansowego. Co prawda obrotowi derywatów służyć miało powstanie w 1998 roku specjalistycznej giełdy w Ljublanie (*Mednarodna Borza za Opcijske in Terminalske Posle*, MBOT), jednakże – poza nielicznymi walutowymi transakcjami terminowymi, zauważalny jest brak większego zainteresowania inwestorów oferowanymi instrumentami.

Podsumowanie

Stopień rozwoju rynku finansowych derywatów i jego segmentów w poszczególnych państwach postkomunistycznych jest w dużym stopniu zróżnicowany, zarówno pod względem ilościowym, jak i jakościowym. Zestawienie najważniejszych cech, charakteryzujących rynek instrumentów pochodnych w ramach wybranych krajów regionu przedstawia tabela 9.

Rynek finansowych derywatów krajów Europy Środkowo-Wschodniej zdominowany jest przez bardziej rozwinięty rynek pozagiełdowy. Należy przewidywać, iż tendencja ta z czasem jeszcze mocniej się zaznaczy. W przeciwieństwie bowiem do obrotu zorganizowanego, rozwój krajowych rynków instrumentów pochodnych zależy w głównej mierze od czynników lokalnych,

a w mniejszym stopniu od determinant tendencji światowych. W związku z tym, iż kraje regionu narażone są na podobnego typu bodźce, związane z funkcjonowaniem w cały czas jeszcze transformowanym systemie gospodarczym, struktura rynku w ramach państw EŚW odbiega od charakterystycznej budowy rynku OTC w ujęciu globalnym. Ze względu na charakterystyczną dla obszaru byłego bloku wschodniego, wysoką aktywność na rynku derywatów nierezydentów (głównie z londyńskiego *City*), dokonujących przede wszystkim transakcji spekulacyjnych, najbardziej płynnym instrumentem regionu są kontrakty FRA, nie zaś swapy procentowe IRS (stanowiące ponad 60% średnich dziennych obrotów globalnego rynku procentowych transakcji pochodnych OTC). Pamiętając, iż rozwój tego segmentu jest ściśle skorelowany z oczekiwaniami na zmiany stóp procentowych, należy przypomnieć, iż podstawowymi czynnikami rozwoju rynku IRS są takie elementy, jak wiarygodność kredytowa banków krajowych oraz przejrzyste regulacje prawne, dotyczące obrotu tymi instrumentami. Niestety, wciąż wiele krajów EŚW ma w tym zakresie dużo do zrobienia.

Tabela 10. Rozwój rynku finansowych instrumentów pochodnych w krajach EŚW

Kraj	Rynek pozagieldowy	Rynek giełdowy
Polska	bardzo płynny, z przewagą pochodnych na stopę procentową (FRA, IRS)	płynny, tworzony w głównej mierze przez indeksowe kontrakty terminowe
Węgry	słabo rozwinięty, podstawowy instrument – swap walutowy	płynny, z przewagą kontraktów walutowych
Czechy	bardzo płynny, z przewagą procentowych transakcji termino- wych (FRA, swapy na stopę procentową)	brak
Rosja	słabo rozwinięty, głównie walutowe transakcje terminowe	bardzo płynny, z dominacją derywatów rynku kapitałowego (na akcje spółek <i>blue-chips</i>)
Rumunia	bardzo słabo rozwinięty	słabo rozwinięty, z przewagą kontraktów terminowych na akcje
Słowacja	nieliczne transakcje, głównie derywatami walutowymi	brak
Estonia	bardzo słabo rozwinięty, z dominacją walutowych instrumentów pochodnych	brak
Łotwa		brak
Litwa		brak
Słowenia	realny brak	bardzo słabo rozwinięty, nieregularne obroty, głównie walutowymi derywatami

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym aspektem, który niewątpliwie będzie miał wpływ na rozwój rynku terminowego krajów postkomunistycznych, będących zarazem nowymi członkami UE, jest nieuchronne wejście tych państw do mechanizmu kursowego ERM2, a – w dalszej perspektywie – do strefy euro. Z pewnością do momentu przyłączenia się do mechanizmu, znaczną część rynku czeskiego, węgierskiego i cały czas polskiego stanowią będą transakcje walutowe. Na ile przystąpienie do ERM2 zmieni sytuację, będzie zależało od korytarza dopuszczalnych wahań walut wymienionych krajów od ustalonego parytetu wobec euro. Korytarz wahań w ramach systemu, dopuszczający odchylenia o +/- 15%, nie powinien zasadniczo spowodować spadku obrotów na rynku pochodnych walutowych, gdyż tak duży zakres wahań oznacza, iż ryzyko kursowe jest wysokie i inwestorzy muszą brać je pod uwagę. Jednakże jeżeli wejście do systemu kursowego ERM2 odbędzie się na podstawie wahań korytarz +/- 2,25%, na wszystkich wskazanych rynkach należy spodziewać się spadku obrotów walutowymi derywatami. W takim przypadku zyskają na znaczeniu pochodne procentowe (zwłaszcza swapy procentowe), a także pochodne oparte na instrumentach kapitałowych.

Financial Derivatives Market in the Central and Eastern European countries

Summary

The article is an attempt to analyze the development of derivative instruments in the post-soviet countries and estimate near-future tendencies of this market. The propose of this study is to indicate common features for the CEE region by describing and comparing each of the local markets.

The level of development of financial derivatives varies significantly among the CEE countries, regarding qualitative and quantitative attributes. There are however similarities in this area. Most of the derivatives' turnover takes place in the OTC market, confronting tendency of the out cry market's world domination.

Bibliografia

Antkiewicz S., *Bankowe derywaty pieniężne w regionie środkowoeuropejskim*, Rynek Terminowy nr 6/2005.

Jilek J., *Derivatives in the Czech Republic and abroad – Present and future*, Eastern European Economics, vol. 38 no 3, May-June 2000.

Mathirson D.J., Roldos J. E, Ramaswamy R., Ilyna A., *Emerging Local Securities and Derivatives Markets*, World Economic and Financial Surveys, IMF 2004.

Projekcja rozwoju rynków: kapitałowego, walutowego, pochodnych instrumentów finansowych i pieniężnego do roku 2005, red. E. Pietrzak, A. Sławiński, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, CeDeWu, Warszawa 2002.

Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2004 r., red. J. Osiński, D. Tymoczko, NBP, Warszawa 2005.

Sobol I., *Kuszące ryzyko*, Gazeta Bankowa nr 37/2004.

Sobolewski P., *Rozwój rynku walutowego i instrumentów pochodnych*, Rynek Terminowy nr 2/2005.

Sytuacja finansowa banków w 1999 roku – synteza, NBP, Warszawa 1999.

Sytuacja finansowa banków w 2000 roku – synteza, NBP, Warszawa 2000.

Sytuacja finansowa banków w 2001 roku – synteza, NBP, Warszawa 2001.

Sytuacja finansowa banków w 2002 roku – synteza, NBP, Warszawa 2002.

Sytuacja finansowa banków w 2003 roku – synteza, NBP, Warszawa 2003.

Sytuacja finansowa banków w 2004 roku – synteza, NBP, Warszawa 2004.

Sytuacja finansowa banków w I półroczu 2005 roku – synteza, NBP, Warszawa 2005.

Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2004, Bank of International Settlements, March 2005.