

Rynek finansowych instrumentów pochodnych w Polsce w latach 1991-2006

Rafał Wiśła

Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego

Książka dofinansowana przez Uniwersytet Jagielloński ze środków Wydziału Zarządzania i Komunikacji Społecznej oraz Instytutu Ekonomii i Zarządzania

RECENZENCI

Prof. dr hab. Alfreda Zachorowska

Dr hab. Ewa Miklaszewska

PROJEKT OKŁADKI

Barbara Widlak

ADIUSTACJA JĘZYKOWA

Grażyna Kwiatkowska

KOREKTA

Jadwiga Rolińska

SKŁAD I ŁAMANIE

Wojciech Wojewoda

© Copyright by Rafał Wisła & Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego

Wydanie I, Kraków 2008

All rights reserved

Książka, ani żaden jej fragment, nie może być przedrukowywana bez pisemnej zgody Wydawcy. W sprawie zezwoleń na przedruk należy zwracać się do Wydawnictwa Uniwersytetu Jagiellońskiego

ISBN 978-83-233-2472-0



www.wuj.pl

Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego

Redakcja: ul. Michałowskiego 9/2, 31-126 Kraków

tel. 012-631-18-81, tel./fax 012-631-18-83

Dystrybucja: ul. Wrocławska 53, 30-011 Kraków

tel. 012-631-01-97, tel./fax 012-631-01-98

tel. kom. 0506-006-674, e-mail: wydaw@if.uj.edu.pl

Konto: Bank BPH SA, nr 62 1060 0076 0000 3200 0047 8769

Spis treści

Wstęp.....	7
ROZDZIAŁ 1. SYSTEM FINANSOWY	
1.1. Podejście instytucjonalne w badaniach systemów finansowych	11
1.2. System finansowy na tle systemu gospodarczego	13
1.3. System bankowy jako dominujący podsystem krajowego systemu finansowego.....	16
1.4. Globalizacja współczesnych rynków finansowych	21
1.5. Wpływ liberalizacji obrotów kapitałowych na gospodarkę.....	23
1.6. Zaburzenia w funkcjonowaniu systemów gospodarczych.....	26
ROZDZIAŁ 2. RYNKI BAZOWE	
2.1. Segmenty operacyjne rynku finansowego	31
2.2. Rynek pieniężny	34
2.3. Rynek kapitałowy.....	40
2.4. Rynek walutowy.....	47
ROZDZIAŁ 3. EKONOMICZNE ASPEKTY FUNKCJONOWANIA RYNKU INSTRUMENTÓW POCHODNYCH	
3.1. Wpływ ryzyka na tworzenie innowacji finansowych	53
3.2. Instrumenty pochodne jako narzędzie zarządzania ryzykiem.....	56
3.2.1. Ryzyko kredytowe	58
3.2.2. Ryzyko stopy procentowej.....	60
3.2.3. Ryzyko kursu walutowego.....	61
3.3. Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego a zarządzanie ryzykiem rynkowym.....	62
3.4. Uwarunkowania tworzenia innowacji finansowych	64
ROZDZIAŁ 4. PRAWNE ASPEKTY FUNKCJONOWANIA INSTRUMENTÓW POCHODNYCH	
4.1. Ogólna systematyka instrumentów pochodnych	69
4.2. Źródła prawa rynku bankowego	75
4.3. Źródła prawa rynku giełdowego.....	78
4.4. Wspólnotowe wymogi dotyczące instrumentów pochodnych.....	83

**ROZDZIAŁ 5. INSTRUMENTY POCHODNE
W POLSKIEJ PRAKTYCE GOSPODARCZEJ**

5.1. Uwarunkowania rozwoju rynków transakcji terminowych	87
5.1.1. Rynek regulowany	89
5.1.2. Towarowe rynki instrumentów pochodnych.....	93
5.1.3. Pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych	95
5.2. Przesłanki wykorzystania instrumentów pochodnych na rynku pozagiełdowym.....	105
5.2.1. Kontrakty zabezpieczające przed ryzykiem walutowym	105
5.2.2. Kontrakty zabezpieczające przed ryzykiem stóp procentowych.....	111
5.2.3. Kredytowe instrumenty pochodne	116
5.3. Korzyści i zagrożenia związane z finansowymi instrumentami pochodnymi	117
Zakończenie.....	123
Bibliografia.....	127
Opracowania zwarte	127
Artykuły.....	132
Akty prawne	135
Inne dokumenty	136
Spis tabel, wykresów i rysunków	137

Wstęp

Do ważnych zjawisk, jakie wystąpiły w ostatnich trzech dekadach w międzynarodowym sektorze finansowym, zaliczyć należy pojawienie się innowacji finansowych. Wśród nich na szczególną uwagę zasługują rynki finansowych instrumentów pochodnych. Ich spektakularny rozwój jest efektem kilku przebiegających jednocześnie procesów: internacjonalizacji niemal wszystkich sektorów gospodarek większości krajów świata, postępującej liberalizacji w przepływach czynników produkcji, towarów i usług oraz integracji rynków. Procesy te, z różnym nasileniem, tworzą jednocześnie nowe wyzwania oraz szanse, jak również generują szereg zagrożeń.

To, co szczególnie wyróżnia obecną fazę przebiegu wyżej wymienionych procesów, to nasilająca się niepewność oraz ryzyko. Wynikają one z szybko rosnącej liczby różnorodnych, złożonych, podlegających ustawicznej fluktuacji zjawisk i procesów zachodzących wewnątrz podmiotów gospodarujących oraz w ich otoczeniu. Właściwa identyfikacja, zrozumienie procesów zachodzących w otoczeniu przedsiębiorstwa, a także umiejętność zarządzania nim determinują pozycję tego przedsiębiorstwa na rynku.

Współczesną działalność gospodarczą charakteryzuje aktywność na wielu rynkach. Powoduje to ekspozycję na różne rodzaje ryzyka, w efekcie implikujących ryzyko finansowe. Potrzeba jego efektywnego zabezpieczenia staje się podstawowym bodźcem do wykorzystania przez podmioty gospodarujące innowacji finansowych w celu obniżenia kosztów prowadzonej działalności. Możliwości takie oferuje rynek finansowych instrumentów pochodnych, szczególnie segment bankowy (klientowski), międzybankowy oraz rynek praw pochodnych, działający w ramach rynku giełdowego.

Współczesny obraz finansowych rynków transakcji terminowych wykształcał się przez wiele stuleci. Proces kreowania instrumentów pochodnych, czyli walorów bazujących na bardziej podstawowych aktywach finansowych, od których zależy wartość instrumentu pochodnego, był długotrwały. Na każdym etapie tworzenia nowych pochodnych zwiększał się stopień ich skomplikowania i wyrafinowania. Trwa to do dnia dzisiejszego.

Wraz z rozwojem nowych instrumentów rynek terminowy jako instytucja również ulegał głębokim przeobrażeniom: od najprostszycch form, zapoczątkowanych jeszcze w starożytności, do współczesnych ponadnarodowych elektronicznych platform obrotu. Obecny, kolejny etap na drodze wdrażania innowacji

finansowych jest istotny, ponieważ wiąże się z rozwojem efektywności rynku walutowego, pieniężnego oraz kapitałowego. Efektem ubocznym rozwoju instrumentów pochodnych jest powstawanie nowego rodzaju ryzyka, związanego bezpośrednio z samym ich wykorzystywaniem.

Polski rynek finansowych instrumentów pochodnych powstał dopiero na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. W latach 1991–1997 rynek ten rozwijał się głównie w segmencie bankowym. Istotnym czynnikiem przyspieszającym jego rozwój w latach 1998–2006 była zmiana infrastruktury prawnej tego rynku. W segmencie rynku giełdowego było to wprowadzenie ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 22 grudnia 1998 r. w sprawie określenia podmiotów uprawnionych do składania wniosku o wyrażenie zgody na wprowadzenie do publicznego obrotu praw pochodnych. Chociaż wymienione akty prawne stanowiły silny czynnik stymulujący rozwój instrumentów pochodnych, opartych na parametrach kształtujących się na rynku kapitałowym, to dla całościowego przyspieszenia rozwoju krajowego rynku instrumentów pochodnych zasadnicze znaczenie miała ustawa z dnia 18 grudnia 1998 r. – Prawo dewizowe. Ustawa ta znacząco zliberalizowała zasady zawierania transakcji finansowymi instrumentami pochodnymi między rezydentami i nierezydentami. W konsekwencji, od roku 1999 obserwowany jest ciągły wzrost wartości iolumenu transakcji, szczególnie w segmencie międzybankowym.

Chęć pogłębionego poznania zasad funkcjonowania rynku finansowych instrumentów pochodnych w Polsce, jego struktury, wielkości, obowiązujących rozwiązań formalnych i prawnych była główną przesłanką podjęcia tych zagadnień w niniejszej pracy, która jest modyfikacją i uaktualnieniem pracy doktorskiej autora¹.

Głównym celem książki jest przedstawienie rozwiązań instytucjonalnych (w tym prawnych i organizacyjnych) wpływających na rozwój krajowego rynku finansowych instrumentów pochodnych.

Przedstawioną problematykę można uznać za atrakcyjną z co najmniej dwóch powodów: po pierwsze, ze względu na naukową analizę architektury współczesnych rynków finansowych i ich rosnącej roli dla efektywnego funkcjonowania sfery realnej gospodarki; po drugie, ze względu na szczególną aktualność poruszanych zagadnień w polskiej praktyce gospodarczej. Istnieje, zdaniem autora, szczególna potrzeba wnikliwej eksploracji tego, czemu służy i jak funkcjonuje rynek transakcji terminowych w Polsce oraz w jakim stopniu jest wykorzystywany przez przedsiębiorstwa w celu redukcji kosztów ryzyka podejmowanych decyzji gospodarczych.

¹ Zob. R. Wiśła, *Znaczenie instrumentów pochodnych w polskim systemie bankowym w warunkach globalizacji*, praca doktorska, Kraków 2004, Archiwum Biblioteki Uniwersytetu Jagiellońskiego.

W rozdziale 1 i 2 podjęto próbę rozpoznania struktury i specyfiki krajowego systemu finansowego. Nadrzędnym celem tych rozdziałów jest identyfikacja przestrzeni, w której są zawierane finansowe transakcje terminowe.

Rozdział 3 dotyczy ekonomicznych aspektów funkcjonowania instrumentów pochodnych, a szczególnie wyjaśnienia wpływu ryzyka, nieodłącznie związanego z działalnością gospodarczą, na mechanizm kreacji nowych instrumentów finansowych.

W rozdziale 4, kierując się założeniem ekonomii instytucjonalnej o potrzebie interdyscyplinarności w badaniach z zakresu nauk ekonomicznych, dokonano analizy przepisów prawnych regulujących rynki oraz zasad obrotu instrumentami pochodnymi, zarówno w kontekście rozwiązań polskich, jak i międzynarodowych.

Ostatni rozdział zawiera szczegółową systematykę finansowych instrumentów pochodnych oferowanych przez przedsiębiorstwa bankowe. Omówiono w nim uwarunkowania rozwoju krajowego rynku transakcji terminowych, rodzaje instrumentów pochodnych wykorzystywanych przez podmioty krajowe, cel ich stosowania oraz możliwości i ograniczenia w wykorzystywaniu tej klasy instrumentów finansowych w procesie zarządzania finansowego.

W rozdziale 1 i 2 podjęto próbę rozpoznania struktury i specyfiki krajowego systemu finansowego. Nadrzędnym celem tych rozdziałów jest identyfikacja przestrzeni, w której są zawierane finansowe transakcje terminowe.

Rozdział 3 dotyczy ekonomicznych aspektów funkcjonowania instrumentów pochodnych, a szczególnie wyjaśnienia wpływu ryzyka, nieodłącznie związanego z działalnością gospodarczą, na mechanizm kreacji nowych instrumentów finansowych.

W rozdziale 4, kierując się założeniem ekonomii instytucjonalnej o potrzebie interdyscyplinarności w badaniach z zakresu nauk ekonomicznych, dokonano analizy przepisów prawnych regulujących rynki oraz zasad obrotu instrumentami pochodnymi, zarówno w kontekście rozwiązań polskich, jak i międzynarodowych.

Ostatni rozdział zawiera szczegółową systematykę finansowych instrumentów pochodnych oferowanych przez przedsiębiorstwa bankowe. Omówiono w nim uwarunkowania rozwoju krajowego rynku transakcji terminowych, rodzaje instrumentów pochodnych wykorzystywanych przez podmioty krajowe, cel ich stosowania oraz możliwości i ograniczenia w wykorzystywaniu tej klasy instrumentów finansowych w procesie zarządzania finansowego.

Wstęp

Do ważnych zjawisk, jakie wystąpiły w ostatnich trzech dekadach w międzynarodowym sektorze finansowym, zaliczyć należy pojawienie się innowacji finansowych. Wśród nich na szczególną uwagę zasługują rynki finansowych instrumentów pochodnych. Ich spektakularny rozwój jest efektem kilku przebiegających jednocześnie procesów: internacjonalizacji niemal wszystkich sektorów gospodarek większości krajów świata, postępującej liberalizacji w przepływach czynników produkcji, towarów i usług oraz integracji rynków. Procesy te, z różnym nasileniem, tworzą jednocześnie nowe wyzwania oraz szanse, jak również generują szereg zagrożeń.

To, co szczególnie wyróżnia obecną fazę przebiegu wyżej wymienionych procesów, to nasilająca się niepewność oraz ryzyko. Wynikają one z szybko rosnącej liczby różnorodnych, złożonych, podlegających ustawicznej fluktuacji zjawisk i procesów zachodzących wewnątrz podmiotów gospodarujących oraz w ich otoczeniu. Właściwa identyfikacja, zrozumienie procesów zachodzących w otoczeniu przedsiębiorstwa, a także umiejętność zarządzania nim determinują pozycję tego przedsiębiorstwa na rynku.

Współczesną działalność gospodarczą charakteryzuje aktywność na wielu rynkach. Powoduje to ekspozycję na różne rodzaje ryzyka, w efekcie implikujących ryzyko finansowe. Potrzeba jego efektywnego zabezpieczenia staje się podstawowym bodźcem do wykorzystania przez podmioty gospodarujące innowacji finansowych w celu obniżenia kosztów prowadzonej działalności. Możliwości takie oferuje rynek finansowych instrumentów pochodnych, szczególnie segment bankowy (klientowski), międzybankowy oraz rynek praw pochodnych, działający w ramach rynku giełdowego.

Współczesny obraz finansowych rynków transakcji terminowych wykształcał się przez wiele stuleci. Proces kreowania instrumentów pochodnych, czyli walorów bazujących na bardziej podstawowych aktywach finansowych, od których zależy wartość instrumentu pochodnego, był długotrwały. Na każdym etapie tworzenia nowych pochodnych zwiększał się stopień ich skomplikowania i wyrafinowania. Trwa to do dnia dzisiejszego.

Wraz z rozwojem nowych instrumentów rynek terminowy jako instytucja również ulegał głębokim przeobrażeniom: od najprostszych form, zapoczątkowanych jeszcze w starożytności, do współczesnych ponadnarodowych elektronicznych platform obrotu. Obecny, kolejny etap na drodze wdrażania innowacji

finansowych jest istotny, ponieważ wiąże się z rozwojem efektywności rynku walutowego, pieniężnego oraz kapitałowego. Efektem ubocznym rozwoju instrumentów pochodnych jest powstawanie nowego rodzaju ryzyka, związanego bezpośrednio z samym ich wykorzystywaniem.

Polski rynek finansowych instrumentów pochodnych powstał dopiero na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. W latach 1991–1997 rynek ten rozwijał się głównie w segmencie bankowym. Istotnym czynnikiem przyspieszającym jego rozwój w latach 1998–2006 była zmiana infrastruktury prawnej tego rynku. W segmencie rynku giełdowego było to wprowadzenie ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 22 grudnia 1998 r. w sprawie określenia podmiotów uprawnionych do składania wniosku o wyrażenie zgody na wprowadzenie do publicznego obrotu praw pochodnych. Chociaż wymienione akty prawne stanowiły silny czynnik stymulujący rozwój instrumentów pochodnych, opartych na parametrach kształtujących się na rynku kapitałowym, to dla całościowego przyspieszenia rozwoju krajowego rynku instrumentów pochodnych zasadnicze znaczenie miała ustawa z dnia 18 grudnia 1998 r. – Prawo dewizowe. Ustawa ta znacząco zliberalizowała zasady zawierania transakcji finansowymi instrumentami pochodnymi między rezydentami i nierezydentami. W konsekwencji, od roku 1999 obserwowany jest ciągły wzrost wartości iolumenu transakcji, szczególnie w segmencie międzybankowym.

Chęć pogłębionego poznania zasad funkcjonowania rynku finansowych instrumentów pochodnych w Polsce, jego struktury, wielkości, obowiązujących rozwiązań formalnych i prawnych była główną przesłanką podjęcia tych zagadnień w niniejszej pracy, która jest modyfikacją i uaktualnieniem pracy doktorskiej autora¹.

Głównym celem książki jest przedstawienie rozwiązań instytucjonalnych (w tym prawnych i organizacyjnych) wpływających na rozwój krajowego rynku finansowych instrumentów pochodnych.

Przedstawioną problematykę można uznać za atrakcyjną z co najmniej dwóch powodów: po pierwsze, ze względu na naukową analizę architektury współczesnych rynków finansowych i ich rosnącej roli dla efektywnego funkcjonowania sfery realnej gospodarki; po drugie, ze względu na szczególną aktualność poruszanych zagadnień w polskiej praktyce gospodarczej. Istnieje, zdaniem autora, szczególna potrzeba wnikliwej eksploracji tego, czemu służy i jak funkcjonuje rynek transakcji terminowych w Polsce oraz w jakim stopniu jest wykorzystywany przez przedsiębiorstwa w celu redukcji kosztów ryzyka podejmowanych decyzji gospodarczych.

¹ Zob. R. Wiśła, *Znaczenie instrumentów pochodnych w polskim systemie bankowym w warunkach globalizacji*, praca doktorska, Kraków 2004, Archiwum Biblioteki Uniwersytetu Jagiellońskiego.

W rozdziale 1 i 2 podjęto próbę rozpoznania struktury i specyfiki krajowego systemu finansowego. Nadrzędnym celem tych rozdziałów jest identyfikacja przestrzeni, w której są zawierane finansowe transakcje terminowe.

Rozdział 3 dotyczy ekonomicznych aspektów funkcjonowania instrumentów pochodnych, a szczególnie wyjaśnienia wpływu ryzyka, nieodłącznie związanego z działalnością gospodarczą, na mechanizm kreacji nowych instrumentów finansowych.

W rozdziale 4, kierując się założeniem ekonomii instytucjonalnej o potrzebie interdyscyplinarności w badaniach z zakresu nauk ekonomicznych, dokonano analizy przepisów prawnych regulujących rynki oraz zasad obrotu instrumentami pochodnymi, zarówno w kontekście rozwiązań polskich, jak i międzynarodowych.

Ostatni rozdział zawiera szczegółową systematykę finansowych instrumentów pochodnych oferowanych przez przedsiębiorstwa bankowe. Omówiono w nim uwarunkowania rozwoju krajowego rynku transakcji terminowych, rodzaje instrumentów pochodnych wykorzystywanych przez podmioty krajowe, cel ich stosowania oraz możliwości i ograniczenia w wykorzystywaniu tej klasy instrumentów finansowych w procesie zarządzania finansowego.

Wstęp

Do ważnych zjawisk, jakie wystąpiły w ostatnich trzech dekadach w międzynarodowym sektorze finansowym, zaliczyć należy pojawienie się innowacji finansowych. Wśród nich na szczególną uwagę zasługują rynki finansowych instrumentów pochodnych. Ich spektakularny rozwój jest efektem kilku przebiegających jednocześnie procesów: internacjonalizacji niemal wszystkich sektorów gospodarek większości krajów świata, postępującej liberalizacji w przepływach czynników produkcji, towarów i usług oraz integracji rynków. Procesy te, z różnym nasileniem, tworzą jednocześnie nowe wyzwania oraz szanse, jak również generują szereg zagrożeń.

To, co szczególnie wyróżnia obecną fazę przebiegu wyżej wymienionych procesów, to nasilająca się niepewność oraz ryzyko. Wynikają one z szybko rosnącej liczby różnorodnych, złożonych, podlegających ustawicznej fluktuacji zjawisk i procesów zachodzących wewnątrz podmiotów gospodarujących oraz w ich otoczeniu. Właściwa identyfikacja, zrozumienie procesów zachodzących w otoczeniu przedsiębiorstwa, a także umiejętność zarządzania nim determinują pozycję tego przedsiębiorstwa na rynku.

Współczesną działalność gospodarczą charakteryzuje aktywność na wielu rynkach. Powoduje to ekspozycję na różne rodzaje ryzyka, w efekcie implikujących ryzyko finansowe. Potrzeba jego efektywnego zabezpieczenia staje się podstawowym bodźcem do wykorzystania przez podmioty gospodarujące innowacji finansowych w celu obniżenia kosztów prowadzonej działalności. Możliwości takie oferuje rynek finansowych instrumentów pochodnych, szczególnie segment bankowy (klientowski), międzybankowy oraz rynek praw pochodnych, działający w ramach rynku giełdowego.

Współczesny obraz finansowych rynków transakcji terminowych wykształcał się przez wiele stuleci. Proces kreowania instrumentów pochodnych, czyli walorów bazujących na bardziej podstawowych aktywach finansowych, od których zależy wartość instrumentu pochodnego, był długotrwały. Na każdym etapie tworzenia nowych pochodnych zwiększał się stopień ich skomplikowania i wyrafinowania. Trwa to do dnia dzisiejszego.

Wraz z rozwojem nowych instrumentów rynek terminowy jako instytucja również ulegał głębokim przeobrażeniom: od najprostszych form, zapoczątkowanych jeszcze w starożytności, do współczesnych ponadnarodowych elektronicznych platform obrotu. Obecny, kolejny etap na drodze wdrażania innowacji

finansowych jest istotny, ponieważ wiąże się z rozwojem efektywności rynku walutowego, pieniężnego oraz kapitałowego. Efektem ubocznym rozwoju instrumentów pochodnych jest powstawanie nowego rodzaju ryzyka, związanego bezpośrednio z samym ich wykorzystywaniem.

Polski rynek finansowych instrumentów pochodnych powstał dopiero na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. W latach 1991–1997 rynek ten rozwijał się głównie w segmencie bankowym. Istotnym czynnikiem przyspieszającym jego rozwój w latach 1998–2006 była zmiana infrastruktury prawnej tego rynku. W segmencie rynku giełdowego było to wprowadzenie ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 22 grudnia 1998 r. w sprawie określenia podmiotów uprawnionych do składania wniosku o wyrażenie zgody na wprowadzenie do publicznego obrotu praw pochodnych. Chociaż wymienione akty prawne stanowiły silny czynnik stymulujący rozwój instrumentów pochodnych, opartych na parametrach kształtujących się na rynku kapitałowym, to dla całościowego przyspieszenia rozwoju krajowego rynku instrumentów pochodnych zasadnicze znaczenie miała ustawa z dnia 18 grudnia 1998 r. – Prawo dewizowe. Ustawa ta znacząco zliberalizowała zasady zawierania transakcji finansowymi instrumentami pochodnymi między rezydentami i nierezydentami. W konsekwencji, od roku 1999 obserwowany jest ciągły wzrost wartości iolumenu transakcji, szczególnie w segmencie międzybankowym.

Chęć pogłębionego poznania zasad funkcjonowania rynku finansowych instrumentów pochodnych w Polsce, jego struktury, wielkości, obowiązujących rozwiązań formalnych i prawnych była główną przesłanką podjęcia tych zagadnień w niniejszej pracy, która jest modyfikacją i uaktualnieniem pracy doktorskiej autora¹.

Głównym celem książki jest przedstawienie rozwiązań instytucjonalnych (w tym prawnych i organizacyjnych) wpływających na rozwój krajowego rynku finansowych instrumentów pochodnych.

Przedstawioną problematykę można uznać za atrakcyjną z co najmniej dwóch powodów: po pierwsze, ze względu na naukową analizę architektury współczesnych rynków finansowych i ich rosnącej roli dla efektywnego funkcjonowania sfery realnej gospodarki; po drugie, ze względu na szczególną aktualność poruszanych zagadnień w polskiej praktyce gospodarczej. Istnieje, zdaniem autora, szczególna potrzeba wnikliwej eksploracji tego, czemu służy i jak funkcjonuje rynek transakcji terminowych w Polsce oraz w jakim stopniu jest wykorzystywany przez przedsiębiorstwa w celu redukcji kosztów ryzyka podejmowanych decyzji gospodarczych.

¹ Zob. R. Wiśła, *Znaczenie instrumentów pochodnych w polskim systemie bankowym w warunkach globalizacji*, praca doktorska, Kraków 2004, Archiwum Biblioteki Uniwersytetu Jagiellońskiego.

W rozdziale 1 i 2 podjęto próbę rozpoznania struktury i specyfiki krajowego systemu finansowego. Nadrzędnym celem tych rozdziałów jest identyfikacja przestrzeni, w której są zawierane finansowe transakcje terminowe.

Rozdział 3 dotyczy ekonomicznych aspektów funkcjonowania instrumentów pochodnych, a szczególnie wyjaśnienia wpływu ryzyka, nieodłącznie związanego z działalnością gospodarczą, na mechanizm kreacji nowych instrumentów finansowych.

W rozdziale 4, kierując się założeniem ekonomii instytucjonalnej o potrzebie interdyscyplinarności w badaniach z zakresu nauk ekonomicznych, dokonano analizy przepisów prawnych regulujących rynki oraz zasad obrotu instrumentami pochodnymi, zarówno w kontekście rozwiązań polskich, jak i międzynarodowych.

Ostatni rozdział zawiera szczegółową systematykę finansowych instrumentów pochodnych oferowanych przez przedsiębiorstwa bankowe. Omówiono w nim uwarunkowania rozwoju krajowego rynku transakcji terminowych, rodzaje instrumentów pochodnych wykorzystywanych przez podmioty krajowe, cel ich stosowania oraz możliwości i ograniczenia w wykorzystywaniu tej klasy instrumentów finansowych w procesie zarządzania finansowego.

Rozdział 1. SYSTEM FINANSOWY

1.1. Podejście instytucjonalne w badaniach systemów finansowych

W odróżnieniu od ekonomii neoklasycznej, alternatywne podejście do interpretacji procesów ekonomicznych nie pomija znaczenia instytucji w funkcjonowaniu gospodarki i jej rozwoju. To nowe, holistyczne widzenie i opisywanie skomplikowanej rzeczywistości jest znane wśród teoretyków ekonomii jako „ekonomia instytucjonalna”. Inaczej niż ekonomia neoklasyczna traktuje ona zjawiska, systemy oraz instytucje funkcjonujące w gospodarce. Ekonomia neoklasyczna przyjmuje za oczywiste, że owe systemy i instytucje istnieją i są gotowe, dając podstawę do sprawnego działania rynku czynników produkcji, usług oraz towarów. Podejście instytucjonalne stara się ująć dany układ społeczno-ekonomiczny w sposób całościowy, organicznie, ale przede wszystkim ewolucyjnie.

Fundamentalną kategorią myśli ekonomicznej określanej jako instytucjonalizm, według jej twórców¹, jest instytucja. Jej badanie, konieczne do zrozumienia gospodarczej aktywności społeczeństwa, jest przede wszystkim badaniem ewolucji zjawisk, procesów, obyczajów, tradycji, norm prawnych regulujących określoną grupę stosunków społecznych, jak również syntezy utrwalania się wartości, nawyków oraz zasad istotnych dla trwania i rozwoju określonych relacji społecznych w konsekwencji nabierających cech instytucji o charakterze formalnym (np. organizacji)². Organizacja (np. przedsiębiorstwo bankowe lub inny element systemu finansowego) to układ wielu wzajemnie przenikających się procesów, relacji, utrwalonych zasad postępowania, dzięki którym możliwe jest osiągnięcie określonych celów. W samym zaś procesie zarządzania instytucją

¹ Szerzej na ten temat zob. Th. Veblen, *The Place of Science in Modern Civilisation and Other Essays*, New York 1919, oraz prace będące kontynuacją stworzonego przez Thorsteina Veblena tzw. starego instytucjonalizmu, autorstwa J. Commonsa, W. Mitchella, G. Myrdala, oraz „nowego” instytucjonalizmu reprezentowanego głównie przez R. Coase’a, D. Northa, O. Wiliamsona.

² Por. L. Gabryś, E. Okoń-Horodyńska, *Podejście instytucjonalne – rozważania nad wyznacznikami* [w:] *Instytucjonalne podejście w analizie procesów społeczno-gospodarczych i politycznych w Polsce*, red. E. Okoń-Horodyńska, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1996, s. 7.

finansową wykorzystywane są zarówno nowe, jak również wypracowane wcześniej wzorce postępowania.

W podejmowanych rozważaniach „instytucje” rozumiane są głównie jako zasady gry ekonomicznej, ujęte w określone kanony prawne, zwyczajowe, organizacyjne, oraz jako kultura wymuszająca stosowanie tych zasad. Prowadzą one do racjonalnego postępowania, mającego na celu rozwiązywanie, w określonych warunkach, problemów nieuniknionych w zarządzaniu systemem. Bieg procesów gospodarczych często warunkują nie tyle zasady racjonalnego gospodarowania, ile brak rozsądku i odpowiedzialności ekonomicznej. Reakcje ludzkie oraz wzorce podejmowania decyzji w procesie zarządzania ulegają zmianom pod wpływem burzliwego otoczenia, w którym działa system. Na potrzeby niniejszego opracowania przyjęte zostały te wzorce, reguły, zasady i normy zachowania, które w danych warunkach posiadają przymiot racjonalności, pragmatyzmu oraz cechują się walorem najlepszego rozwiązania problemu. Pod pojęciem racjonalności należy rozumieć działalność zmierzającą do osiągnięcia zamierzonego celu w sposób doskonalszy od poprzednio stosowanego. Dopiero odpowiednia kombinacja i interakcja właściwych instytucji, odpowiednio skalkulowana, umożliwiająca zastosowanie zasad racjonalnego gospodarowania oraz wiarygodne zaangażowanie się polityki gospodarczej poprzez redukcję niepewności, może stworzyć optymalny system gospodarczy – system powstały na bazie instytucji, będący jednocześnie miejscem kształtowania się i rozwoju zróżnicowanych relacji pomiędzy różnorodnymi instytucjami.

Ewolucja systemu gospodarczego jest widoczna głównie poprzez zmiany zachowań uczestników tego systemu. Często czynniki egzogeniczne wymuszają określony typ zachowań. Niedorozwój instytucjonalny wielu obszarów współczesnej gospodarki świata, znajdujący swoje odzwierciedlenie w przestarzałym prawie, złych nawykach biurokracji, braku instytucji wspierających funkcjonowanie rynku, a także rynkowej kultury – których to czynników wymaga gospodarka – powoduje częstokroć chroniczną niewydolność określonego systemu. W konsekwencji doprowadza to do poważnych zaburzeń równowagi ekonomiczno-społecznej. Słabości instytucjonalne są również następstwem małej skuteczności polityki bądź jej oparcia na niewłaściwych fundamentach teoretycznych³.

Obecnie za sprawą nie tyle nowych argumentów teoretycznych, ile w obliczu faktów, nowa ekonomia instytucjonalna zyskuje coraz bardziej na znaczeniu⁴. Szczególnie wyraźnie jest to widoczne w międzynarodowym systemie finansowym. Powtarzające się od lat osiemdziesiątych problemy o charakterze struktu-

³ G. Kołodko, *Nowa ekonomia instytucjonalna*, „Prawo i Gospodarka. Magazyn Finansowy” nr 224. 1999, s. 21.

⁴ Wymownym dowodem jest Nagroda Nobla z 1993 r. dla amerykańskiego ekonomisty D.C. Northa za zaakcentowanie i wykazanie istotnej roli instytucji w rozwoju społeczno-ekonomicznym. Szerzej na ten temat zob. D.C. North, *Institutional Change. A Framework of Analysis* [w:] *Theory and Empirical Findings*, Sharpe, Armonk and London 1993.

ralnym w Ameryce Łacińskiej, nasilający się proces globalizacji rynków finansowych, liberalizacja przepływu usług finansowych oraz kapitału w rozmaitych formach zmuszają do rewizji wielu koncepcji teoretycznych i politycznych. Wciąż otwarte pozostaje pytanie zadane po kryzysie azjatyckim i rosyjskim o przyszłą architekturę i bezpieczeństwo międzynarodowego systemu finansowego.

1.2. System finansowy na tle systemu gospodarczego

Rozpoznanie wielkości, struktury i specyfiki krajowego systemu finansowego w pierwszych dwóch rozdziałach ma na celu próbę kontaminacji różnych komponentów tego systemu oraz znalezienia wspólnej podstawy, która będzie stanowiła trzon dalszego, całościowego poznania kształtu i struktury rynku finansowych instrumentów pochodnych w Polsce oraz jego relacji ze sferą realną gospodarki. Inaczej mówiąc, nadrzędnym celem tego rozdziału jest identyfikacja przestrzeni, która umożliwi zawieranie finansowych transakcji terminowych. Transakcje przeprowadzane przy użyciu pochodnych instrumentów finansowych – czyli kontraktów finansowych, których wartość zależy od wartości innych – spełniają rolę podstawy (bazy) zmiennych, determinujących wartość instrumentu pochodnego⁵.

System finansowy (sektor finansowy) stanowi część systemu gospodarczego, który jest częścią systemu społecznego. System społeczny z kolei stanowi najważniejszy punkt odniesienia w badaniach z zakresu nauk ekonomicznych⁶. Logicznym następstwem takiego założenia będzie stwierdzenie, że poziom rozwoju krajowego sektora finansowego, w szerokim znaczeniu tego słowa, świadczy o stopniu zaspokajania społecznych i gospodarczych potrzeb wykreowanych w procesie cywilizacyjnego rozwoju. Rozpoznając model systemu finansowego lub/i podejmując próbę modyfikacji danego modelu, nie należy zapominać o otoczeniu społeczno-politycznym, w którym on funkcjonuje. Na otoczenie to składa się m.in.⁷:

- 1) mechanizm rynkowy jako podstawa regulacji i wymiany,
- 2) własność prywatna oraz konkurencja w sektorze produkcji dóbr rynkowych,
- 3) poziom autonomii sfery gospodarczej i sfery politycznej.

⁵ Zob. J. Hull, *Options, futures and other derivative securities*, Engelwood Cliffs, New York 1993, s. 1; A. Webber, *Dictionary of futures & options. 1500 international terms defined and explained*, Probus Publishing Comp., Cambridge, Chicago 1994, s. 52.

⁶ *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 17.

⁷ Por. J. Wilkin, *W poszukiwaniu modelu polskiego kapitalizmu*, Optimum – Studia Ekonomiczne, Białystok 1999, s. 7–24.

System finansowy jest ściśle powiązany z innymi systemami, z którymi się zazębia i wzajemnie przenika. Posiada jednak własną specyfikę, dzięki której można wyodrębnić go spośród innych. Cechą wyróżniającą system finansowy jest to, że stanowi mechanizm, dzięki któremu są świadczone usługi pozwalające na tworzenie i przepływ strumieni pieniężnych w gospodarce⁸. Istotnym wyznacznikiem sprawnie funkcjonującego systemu finansowego jest jego odporność na zaburzenia i kryzysy na międzynarodowych rynkach finansowych. Wynika z tego, że bezpieczeństwo i zaufanie pomiędzy eksporterami i importerami kapitału to najważniejszy atrybut sprawnie funkcjonującego systemu.

Ogólnie rzecz ujmując, system finansowy może być rozumiany jako układ złożony z co najmniej trzech podsystemów: podsystemu podmiotów systemu finansowego niebędących podmiotami rynku finansowego, podsystemu organizacji i instytucji systemu finansowego oraz podsystemu rynków finansowych⁹.

Niektórzy badacze¹⁰ definiują system finansowy jako układ złożony z: instytucji finansowych, infrastruktury prawnej i instytucjonalnej oraz rynków finansowych.

Z punktu widzenia podjętego tematu opracowania, celem czynności grupowania elementów składowych systemu finansowego jest ich wyodrębnienie i rozróżnienie. Zabieg ten dokonywany jest w aspekcie przeprowadzanych transakcji terminowych za pośrednictwem różnych kategorii instrumentów pochodnych, wystawianych na rozmaite instrumenty bazowe, które są kwotowane w różnych segmentach systemu finansowego. Równie ważne jest kryterium podziału na uczestników kreujących i uczestników użytkujących rozwiązania stosowane w poszczególnych częściach systemu oraz wyodrębnienie instrumentów rzeczywiście dostępnych w poszczególnych segmentach operacyjnych krajowego systemu finansowego. Taka systematyka instytucji tworzących system powinna ułatwić zrozumienie istoty sprawowanych funkcji, a także znaczenia operacji i rynku transakcji terminowych w strukturze krajowego rynku finansowego oraz systemu finansowego, w aspekcie zaspokajania potrzeb społecznych i kształtowania ładu finansowego.

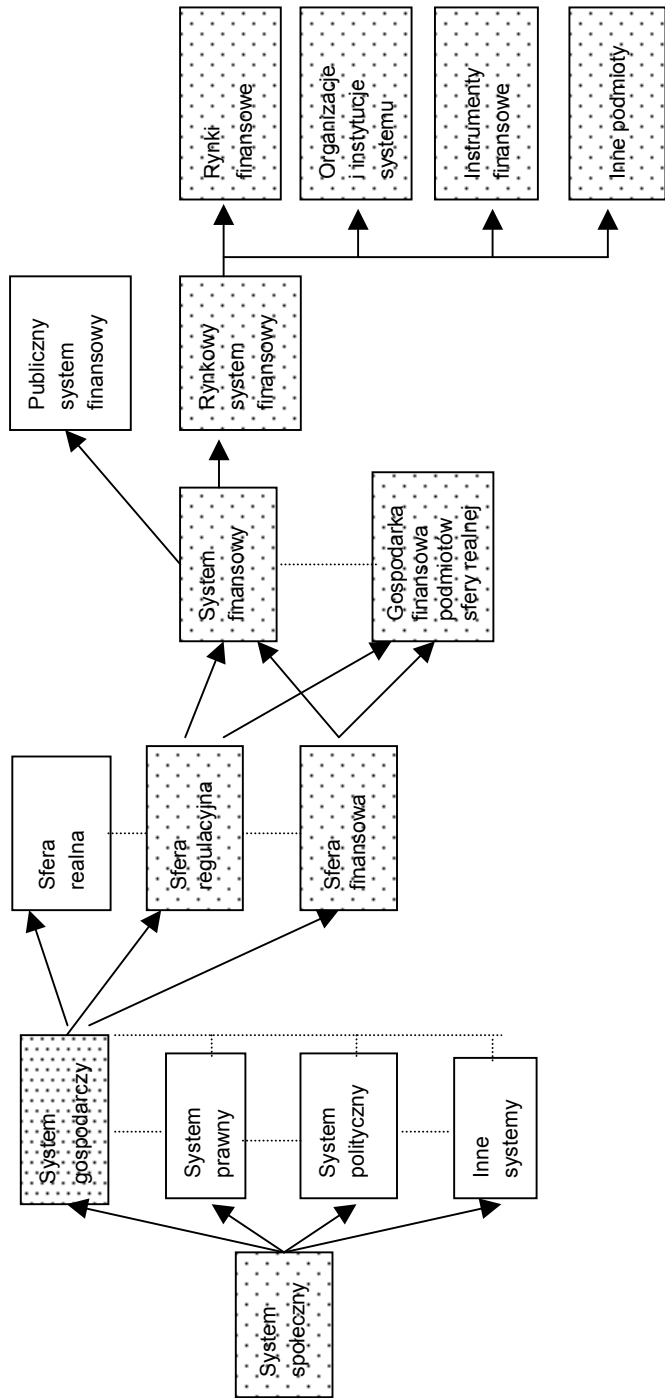
Współcześnie pieniądź i jego przepływy są w dużym stopniu oparte na mechanizmie kreacji pieniądza poprzez emisję długu. Dlatego ważną rolę w systemie finansowym znakomitej większości obszarów gospodarczych odgrywa podsystem bankowy jako istotna część całego systemu finansowego. Funkcjonowanie obok siebie kilku podsystemów systemu finansowego sprzyja niewątpliwie obniżaniu kosztów transakcyjnych, zwiększaniu wydajności pracy oraz – co również ważne z punktu widzenia podjętego tematu – tworzeniu innowacji.

⁸ Por. *System finansowy w Polsce, op.cit.*, s. 17–18; por. także *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 17–18.

⁹ *Finansowe rynki kapitałowe*, red. W. Milo, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 10.

¹⁰ I. Tymuła, *Rynek pieniężny*, Studium Bankowości t. II, Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk 2001, s. 150; oraz *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte, op.cit.*, s. 17–18.

Rysunek 1. Podstawowe elementy systemu finansowego na tle systemu społecznego



Źródło: Opracowano na podstawie *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polanski, B. Woźniak, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 18.

1.3. System bankowy jako dominujący podsystem krajowego systemu finansowego

System bankowy jest jednym z podstawowych segmentów systemu finansowego w gospodarce rynkowej. Obejmuje całokształt instytucji bankowych, norm określających wzajemne powiązanie tych instytucji, relacji z otoczeniem, głównie z rynkami finansowymi, całość reguł i procedur, według których system ten funkcjonuje¹¹. Można powiedzieć, że działa w otoczeniu i w oparciu o poszczególne segmenty operacyjne rynku finansowego. Jest ich znaczącym uczestnikiem, w tym ważnym kreatorem.

System bankowy jest określany przez wiele czynników¹², z których istotne znaczenie mają:

- 1) relacje zachodzące między instytucjami bankowymi a ich klientami oraz rynkami finansowymi,
- 2) obowiązujące przepisy prawa ustalające m.in. rodzaj wykonywanych czynności bankowych,
- 3) tradycje i uzanse kształtowane w wyniku wieloletniej działalności,
- 4) instrumenty finansowe pozwalające na realizację określonych operacji, oferowane zgodnie z przyjętymi zasadami, będące efektem zapotrzebowania zgłaszanego przez różne grupy klientów.

Gros tych ostatnich kształtowane jest na gruncie stosunków umownych. Oprócz warunków przyjmowania depozytów, udzielania kredytów, ich oprocentowania itd., polskie prawo bankowe pozwala na tworzenie oraz implementację innowacji finansowych. Wprowadzanie nowych rozwiązań wpływa na poprawę konkurencyjności krajowego systemu bankowego – w tym przedsiębiorstw bankowych – wobec oferty banków zagranicznych.

Współczesne systemy bankowe, funkcjonujące w różnych krajach świata, podlegają podobnemu wpływowi wielu czynników endogenicznych oraz egzogenicznych. Do dominujących tendencji ostatnich dwóch dekad zaliczyć należy:

- 1) liberalizację przepływu usług finansowych oraz kapitału w rozmaitych formach,
- 2) deregulację funkcjonowania rynków finansowych, na których działają różnego typu instytucje finansowe jak również podmioty niefinansowe,
- 3) rozwój technik informatycznych,

¹¹ Szerzej na ten temat zob. W. Baka, *Bankowość centralna; funkcje, metody, organizacja*, wyd. 2., Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001, s. 27–30; W.L. Jaworski i inni, *Banki*, wyd. 7., Poltext, Warszawa 1998, s. 14–20; J.K. Solarz, *Rozwój systemów bankowych*, Warszawa 1996; i inni.

¹² Szerzej na ten temat zob. W. Springer, *Polskie regulacje bankowe*, Difin, Warszawa 2000; C. Kosikowski, *Publiczne prawo bankowe*, PWE, Warszawa 1999.

- 4) sekurytyzację aktywów, polegającą na przechodzeniu w kierunku finansowania podmiotów poprzez emisję papierów dłużnych na bazie posiadanych składników aktywów,
- 5) globalizację, jako efekt wymienionych zjawisk, prowadzącą do integracji rynków finansowych na skalę ogólnoswiatową.

Wymienione, główne, tendencje sprzyjają rozwojowi konkurencji między poszczególnymi segmentami sektora finansowego, zarówno w danym kraju, jak również w skali międzynarodowej. Zwiększona konkurencja niesie z sobą, oprócz pewnych zagrożeń – często o charakterze systemowym – wiele korzyści dla odbiorców usług, oferowanych przez poszczególne podsystemy. W ramach systemu bankowego konkurencja wyznacza konieczność kreowania nowych produktów i usług odpowiadających zapotrzebowaniu klientów przedsiębiorstw bankowych.

Architektura polskiego systemu bankowego zdeterminowana przyjętymi rozwiązaniami w Unii Gospodarczej i Walutowej wymaga, oprócz dalszych zmian organizacyjnych, również wprowadzania nowych produktów bankowych. Należą do nich zarówno nowe rozwiązania techniczne i technologiczne, jak i nowe operacje bankowe. Do tych ostatnich można zaliczyć terminowe operacje finansowe, które wykorzystują istniejące, jak również nowo kreowane, pochodne instrumenty finansowe. Doświadczenia wskazują, że banki posiadające zdolność do stałego rozwoju wachlarza produktów, uwzględniających preferencje określonych grup, a nawet pojedynczych klientów, zyskują przewagę konkurencyjną nad innymi bankami. Poszukiwanie coraz to nowszych, elastyczniejszych produktów finansowych, uwzględniających jasno zdefiniowane kryteria:

- 1) poziomu akceptowanego profilu ryzyka,
- 2) wysokiej płynności,
- 3) dającej się przewidzieć dochodowości,

doprowadziło do uformowania w systemie bankowym pochodnych instrumentów finansowych. Stworzyło to nowe problemy ogólnego bezpieczeństwa finansowego, stanowiącego obecnie jedno z najważniejszych wyzwań dla bankowości centralnej na świecie¹³.

Realizowana od początku transformacji ustrojowej polityka otwierania polskiej gospodarki na świat¹⁴ sprawia, że zagraniczne przedsiębiorstwa bankowe coraz bardziej wkraczają na polski rynek finansowy. Ich udział i znaczenie systematycznie wzrastają. Obecnie coraz trudniej mówić o konkurencji między bankami o większościowym kapitale polskim a bankami o kapitale zagranicznym. Z uwagi na dominujący udział kapitału zagranicznego w bankach mających siedzibę na terytorium Polski, należy raczej mówić o poziomie dopasowania polskiego systemu bankowego do instytucjonalnych rozwiązań panujących

¹³ W. Baka, *op.cit.*, s. 33.

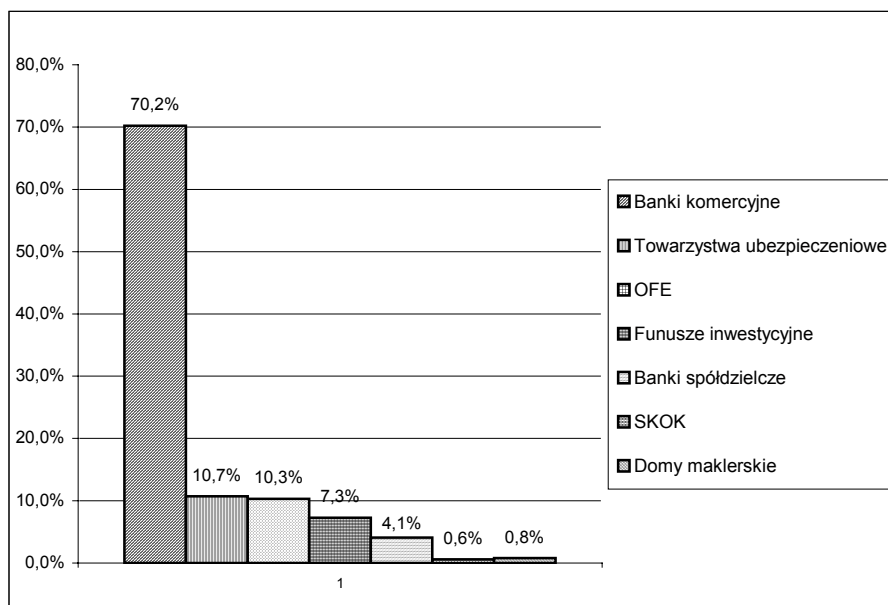
¹⁴ Dowodem na to stwierdzenie jest m.in. ciągle postępująca liberalizacja w zakresie publicznego jak i prywatnego prawa finansowego.

w obszarze Unii Gospodarczej i Walutowej. Nie oznacza to jednak, że zjawisko konkurencji przestaje mieć znaczenie.

Europejski rynek finansowy w ostatnich latach, mimo wielu przejęć, konsolidacji i fuzji zarówno w obszarze rynku kapitałowego, jak i w systemie bankowym opiera się ciągle na mechanizmie konkurencji.

Nie wdając się w szczegółową analizę właściwego poziomu udziału kapitału zagranicznego w polskim systemie bankowym, źródeł pochodzenia tego kapitału, czy też szans i zagrożeń wynikających stąd dla polskiej gospodarki, należy stwierdzić, że procesy zachodzące w światowej gospodarce sprzyjają organizacji mocnym kapitałowo o szerokim wachlarzu usług i operacji. Postępujący proces globalizacji i liberalizacji powoduje zjawiska koncentracji i konsolidacji potencjału kapitałowego. Dotyczy to również sektora bankowego. Z danych Narodowego Banku Polskiego wynika, że udział aktywów sektora bankowego w aktywach wszystkich instytucji finansowych w Polsce na koniec 2005 roku wyniósł 70,2%.

Wykres 1. Udział sektora bankowego w krajowym sektorze finansowym pod względem wielkości aktywów na koniec 2005 r. (w %)

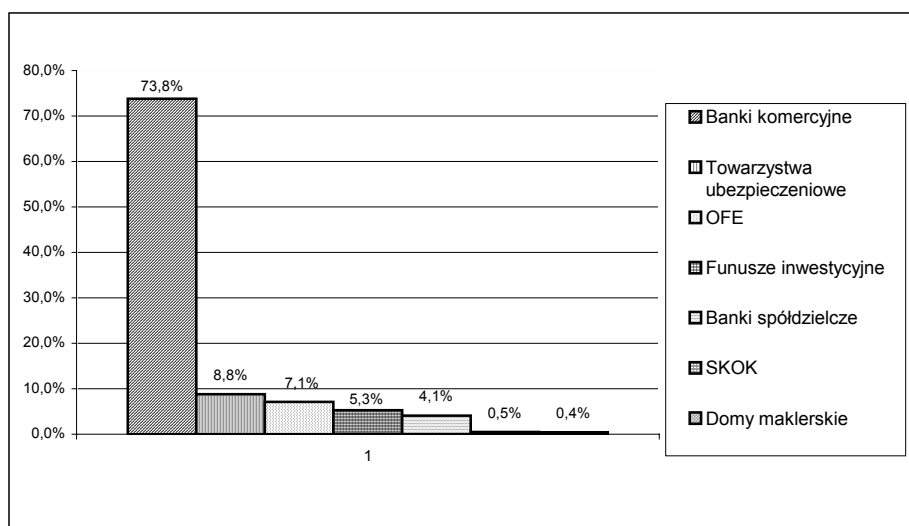


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych liczbowych zawartych w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 roku*, NBP, Warszawa, listopad 2006, s. 5.

Sektor bankowy od początku transformacji gospodarczej pozostaje wciąż największym segmentem operacyjnym krajowego sektora finansowego, chociaż

jego udział w aktywach ulokowanych w całym sektorze finansowym zmniejsza się na rzecz funduszy inwestycyjnych, otwartych funduszy emerytalnych oraz zakładów ubezpieczeń. Z danych generalnego inspektora nadzoru bankowego za 2003 rok wynika, że udział aktywów banków komercyjnych w aktywach wszystkich instytucji finansowych w Polsce na koniec 2003 roku wynosił prawie 74%.

Wykres 2. Udział sektora bankowego w krajowym sektorze finansowym pod względem wielkości aktywów na koniec 2003 r. (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Świat pieniądza. Wyniki instytucji finansowych, 2003 r.*, „Rzeczpospolita”, 3 czerwca 2004 r.

Trudno zaprzeczyć tezie, że wyższe fundusze własne czynią przedsiębiorstwa bankowe nie tylko bardziej wiarygodnymi, ale zwiększają ich potencjał rozwojowy. Umożliwiają większą ekspozycję na ryzyko oraz ponoszenie większych nakładów na wyposażenie techniczne, niezbędne dla wprowadzania innowacji bankowych.

Wprawdzie zamieszczone powyżej wykresy nie są rankingiem wielkości funduszy własnych poszczególnych instytucji działających na rynkach finansowych, ale dają obraz potencjalnych możliwości wykorzystania posiadanych funduszy w różnych segmentach operacyjnych rynku finansowego.

W obliczu zachodzących zmian krajowy system bankowy, a szczególnie przedsiębiorstwa bankowe stoją przed wieloma wyzwaniami. Podstawowym warunkiem uzyskania pełnej zdolności konkurencyjnej jest zapewnienie klientowi sprawnej, wszechstronnej obsługi bankowej oraz oferowanie szerokiej

palety produktów bankowych¹⁵. Wiąże się to przede wszystkim z wprowadzaniem innowacji finansowych, pozwalających zastępować, czy komplementarnie uzupełniać, tradycyjną ofertę bankową, szczególnie w zakresie redystrybucji różnego typu ryzyka oraz redukcji jego kosztów. Każda organizacja gospodarcza jest bowiem zainteresowana obniżaniem kosztów swej działalności.

Właściwie zaprojektowany system finansowy sprzyja rozwojowi gospodarczemu. Należy jednak podkreślić, że nawet najlepszy system nie jest w stanie uchronić gospodarki, szczególnie mniejszych krajów, przed zewnętrznymi impulsami, które mogą być przyczyną kryzysu.

Innowacje finansowe w postaci instrumentów, technik i metod – pod warunkiem właściwego stosowania – mogą sprzyjać utrwalaniu ładu finansowego, realizując funkcję stabilizacyjną, redystrybucyjną oraz integracyjną. Pierwsza z nich jest rozumiana jako utrwalanie bezpieczeństwa ekonomicznego. Z punktu widzenia wpływu na gospodarkę realną, innowacje finansowe mogą być dobrym narzędziem redystrybucji ryzyka gospodarczego w kierunku podmiotów potrafiących zarządzać tym ryzykiem w sposób profesjonalny. Profesjonalna redystrybucja ryzyka pozwala skoncentrować się na podstawowej działalności określonego podmiotu oraz zmniejszyć koszt pozyskiwanego i użytkowanego kapitału. Funkcja trzecia wiąże się z globalizacją i integracją rynków finansowych – powstawanie nowych produktów jest wynikiem importu innowacyjnych rozwiązań, regulacji oraz myśli technologicznej. Powyższe funkcje, by mogły być efektywnie realizowane, wymagają właściwie ukształtowanych i odpowiednio dostosowanych narodowych, regionalnych, jak również globalnych instytucji wspomagających realizację powyższych zadań.

Efektywnie funkcjonujący system gospodarczy wymaga sprawnych instytucji. Niewątpliwie można do nich zaliczyć rynek finansowy. Rola poszczególnych segmentów operacyjnych rynku finansowego jest niezwykle ważna z punktu widzenia tworzenia klimatu przedsiębiorczości, konkurencyjności firm bankowych i niebankowych, a także tworzenia instytucjonalno-organizacyjnych ram przepływu kapitału finansowego oraz przenoszenia praw własności¹⁶. Integracja z rynkiem międzynarodowym nie tylko poprawia płynność krajowego rynku finansowego, ale daje przede wszystkim możliwość korzystania ze światowych zasobów kapitału. Dostatecznie duża skala przepływów kapitałowych rodzi potrzebę oferowania instrumentów umożliwiających zabezpieczenie przed różnego rodzaju ryzykiem finansowym. Banki komercyjne coraz chętniej oferują swym klientom (głównie przedsiębiorcom) możliwość zawierania transakcji zabezpieczających. Same również wykorzystują wiele strategii zabezpieczających.

Wyróżnikiem niniejszego opracowania jest jego instytucjonalny wgląd w krajowy system finansowy. System bankowy (wraz ze wszystkimi instytu-

¹⁵ Zob. Z. Krzyżkiewicz, *Innowacje bankowe*, WSUiB, Warszawa 1996, s. 13–15.

¹⁶ *Finansowe rynki kapitałowe*, *op.cit.*, s. 7.

cyjami) jest uznawany za bardzo istotny element systemu finansowego i szerzej – systemu gospodarczego państwa. To dzięki temu systemowi mogą sprawnie funkcjonować poszczególne segmenty operacyjne rynku finansowego. To on organizuje międzybankowe rynki: pieniężny i walutowy, które odgrywają rolę głównych kanałów importu i eksportu oszczędności, nadając im znaczną autonomię wobec państw, na terytorium których działają. Międzybankowe rynki finansowe przestały spełniać jedynie funkcję pośrednika finansowego i biernego dodatku do wszechmocnych rynków kapitałowych. Skala obrotów na rynkach finansowych z bezpośrednim i pośrednim udziałem banków jest dziesiątki razy większa niż łączna wartość światowego importu i eksportu¹⁷.

1.4. Globalizacja współczesnych rynków finansowych

Współczesna globalizacja jest splotem wielu procesów występujących równocześnie¹⁸. Jest to zjawisko na tyle złożone oraz zachodzące w tak wielu sferach aktywności człowieka, że jego poznanie wymaga wyodrębnienia poszczególnych obszarów występowania. Jednym z nich jest sektor finansowy.

Na rynkach finansowych globalizacja uwidacznia się głównie poprzez: integrację krajowych rynków finansowych w jeden rynek ogólnosiwiatowy, międzynarodową standaryzację usług finansowych oraz stopniowe obniżanie kosztów pośrednictwa finansowego¹⁹. Bezpośrednią przyczyną globalizacji rynków finansowych jest liberalizacja oraz deregulacja narodowych rynków finansowych. Liberalizacja systemów ekonomicznych i tworzenie ponadnarodowych organizacji ekonomicznych stworzyły podstawowe przesłanki dla międzynarodowego przepływu czynników produkcji, towarów i usług. Skutkiem tych procesów są istotne zmiany struktury i zasad funkcjonowania rynków finansowych. Wynikają one również z internacjonalizacji przedsiębiorstw, które szukają instrumentów pozwalających zarządzać rozproszonym kapitałem, poddanym wpływom lokalnej polityki monetarnej i fiskalnej²⁰.

Wolne przepływy kapitałowe pozwalają gospodarce globalnej na zwiększenie efektywności poprzez specjalizację w „produkcji” usług finansowych i wy-

¹⁷ J.K. Solarz, *op.cit.*, s. 8.

¹⁸ Szerzej na ten temat zob. m.in. P. Dickens, *Global Shift. Industrial Change in a Turbulent World*, London 1988; H.P. Martin, H. Schumann, *Pułapka globalizacji. Atak na demokrację i dobrobyt*, Wyd. Dolnośląskie, Wrocław 1999; Z. Bauman, *Globalizacja*, PIW, Warszawa 2000; W. Szymański, *Globalizacja. Wyzwania i zagrożenia*, Difin, Warszawa 2001.

¹⁹ Zob. M. Dąbrowski, *Czy należy się bać globalizacji rynków finansowych?*, CASE, Warszawa 1998.

²⁰ J. Zaręba, *Globalizacja rynków finansowych. Tendencje przekształceń systemu bankowego w Polsce*, „Zeszyty Finansowe” nr 3/97, Instytut Naukowo-Wydawniczy OLYMPUS, 1997, s. 5.

korzystanie w niej efektów skali. Konkurencja na rynkach międzynarodowych może zatem przyczynić się do zwiększenia wydajności oraz innowacyjności każdego segmentu operacyjnego rynku finansowego.

Przyspieszenie procesu globalizacji rynków finansowych w ostatnich latach zostało spowodowane: rewolucją technologiczną, integracją gospodarczą, transformacją ustrojową oraz modernizacją wielu państw z dawnego bloku socjalistycznego.

Granice pomiędzy poszczególnymi segmentami rynków finansowych są coraz bardziej płynne zarówno w odniesieniu do poszczególnych regionów gospodarczych, jak i do grup produktów finansowych. Sprzyja temu wiele czynników, do których możemy zaliczyć²¹:

1. Gwałtowny wzrost postępu technicznego w telekomunikacji i informatyce, który powoduje radykalną zmianę w infrastrukturze technologicznej instytucji finansowych. Szybki rozwój techniki komputerowej, informatyki oraz telekomunikacji umożliwia dokonywanie olbrzymich transakcji w przeciągu sekund. Ułatwia znacznie możliwość zdobywania, gromadzenia i przetwarzania informacji o poszczególnych rynkach krajowych i regionalnych. Proces ten sprzyja innowacjom finansowym, a także zbliżaniu ośrodków finansowych z różnych regionów świata, co stymuluje wzrost globalnych transferów, których przejawem jest handel 24-godzinny.

2. Występowanie silnej tendencji do zabezpieczania otwartych pozycji kredytowych, depozytowych, walutowych i innych na międzynarodowych rynkach finansowych. Znakomita większość produktów finansowych staje się coraz łatwiej zbywalna. Umożliwia to elastyczne dostosowywanie do szybko zmieniającej się sytuacji rynkowej przy zacierających się różnicach pomiędzy różnymi segmentami rynku finansowego.

3. Czynności bankowe w coraz większym stopniu stają się częścią większego rynku usług finansowych. Funkcje instytucji bankowych są przejmowane przez inne instytucje zajmujące się pośrednictwem finansowym: firmy ubezpieczeniowe, organizacje kart kredytowych. Usługi parabankowe stają się także częścią działalności przemysłowej spółek holdingowych oraz przedsiębiorstw handlowych. Nie jest to jednak efekt zmiany o charakterze wyłącznie instytucjonalnym, ważnym impulsem przemian są innowacje finansowe. Pojawienie się innowacyjnych instrumentów finansowych i rozwój technologii informatycznych likwiduje monopol pewnych instytucji w pośrednictwie finansowym.

4. Zmiany w popycie na kapitał. Zmienia się struktura inwestowania, jak również strategię i źródła finansowania. Systematycznie zwiększa się aktywność międzynarodowych inwestorów instytucjonalnych.

5. Rynek usług finansowych podlega ustawicznej liberalizacji. Zmniejsza się zasięg regulacji państwowych w zakresie przepływów kapitałowych. Regulacje dostosowuje się do zmiennych warunków rynkowych. Wyznacznikiem globali-

²¹ *Ibidem*, s. 5.

zacji stała się liberalizacja przepływów kapitałowych. Do początku lat siedemdziesiątych międzynarodowy przepływ kapitału był ściśle kontrolowany. Po upadku porozumienia z Bretton Woods nastąpiło stopniowe znoszenie systemu kontroli przepływu kapitału w krajach rozwiniętych. Z początkiem lat dziewięćdziesiątych na swobodny przepływ kapitału otworzyły się również kraje rozwijające się.

Wymienione zjawiska zaostrzają walkę konkurencyjną w sektorze finansowym. Ta konkurencja sprzyja powstawaniu innowacji finansowych i technologicznych. Zadaniem nowych narzędzi jest podzielenie pomiędzy uczestników rynku ciężaru ponoszonego ryzyka ceny (ryzyka zmiany stopy procentowej i ryzyka kursowego), ryzyka kredytowego (ryzyka wypłacalności) i ryzyka transformacji (ryzyka terminów i transformacji ryzyka).

1.5. Wpływ liberalizacji obrotów kapitałowych na gospodarkę

Gospodarka światowa nabiera coraz bardziej otwartego charakteru. Zjawisko to jest rezultatem uniwersalnej tendencji do liberalizacji obrotów międzynarodowych, swobody w realizacji procesów produkcji i dystrybucji oraz zmian technologicznych usuwających dotychczasowe bariery w handlu dobrami, usługami oraz w przepływie kapitału²². Coraz więcej krajów wprowadza nowe rozwiązania prawne sprzyjające większej bądź całkowitej wymienialności walut krajowych, usuwaniu przeszkód w przepływie usług finansowych wewnątrz kraju, jak również w obrocie międzynarodowym, zachęcaniu inwestorów zagranicznych do inwestowania na krajowym rynku. Jest to spowodowane szeregiem potencjalnych korzyści, jakie mogą płynąć z dostępu do światowych rynków.

Biorąc pod uwagę gospodarkę światową jako całość, nieskrępowane przemieszczanie się kapitału stwarza możliwości jego wykorzystania w sposób najbardziej efektywny. W przypadku pojedynczego kraju korzyści te wynikają z możliwości pozyskiwania oraz lokowania – głównie przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą – środków na międzynarodowych rynkach finansowych na warunkach bardziej korzystnych, niż na rynku krajowym²³. Możliwość swobodnego lokowania oraz pożyczania kapitału na rynku międzynarodowym – jak dowodzą tego w swojej pracy B. Greenwald, J. Stiglitz oraz

²² M. Gruszczyński, *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 7.

²³ L. Oreziak, *Przyczyny kryzysu finansowego w Azji Południowo-Wschodniej [w:] Współczesny kryzys finansowy w świecie a gospodarka Polski*, red. P. Bożyk, Zeszyty Naukowe WSHiP w Warszawie, Seria Ekonomia, nr 1, 1999, s. 42.

A. Weiss²⁴ – sprzyja amortyzowaniu amplitudy cyklu koniunkturalnego, uwalniając przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe od konieczności nadmiernego ograniczania wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych w okresach recesji, a przez to zmniejszania krajowego popytu oraz dalszego powiększania depresji gospodarczej. Swobodne przepływy kapitałowe mogą nie tylko tworzyć warunki do różnicowania portfeli inwestycyjnych, dywersyfikacji ryzyka, ale również sprzyjać bardziej zrównoważonemu wzrostowi i rozwojowi gospodarczemu. Korporacje, średni i mali przedsiębiorcy oraz gospodarstwa domowe mogą wykorzystywać, oprócz dostępu do zagranicznych rynków, możliwość podejmowania aktywności gospodarczej w innych, bardziej stabilnych krajach. Ponadto mogą korzystać z różnorodnych instrumentów zabezpieczających ich działalność gospodarczą przed ryzykiem.

Konsekwencją swobody obrotów kapitałowych bywa często wzrost inwestycji w kraju dokonującym liberalizacji. Wraz z zagranicznymi inwestycjami na rynku krajowym pojawiają się zagraniczne instytucje finansowe z własnymi produktami, usługami i standardami obowiązującymi na rynkach światowych. Instytucje te, początkowo zajmując się obsługą inwestycji zagranicznych, stają się ostatecznie konkurencją dla krajowych instytucji finansowych. Skutkiem wzrostu konkurencji jest rozwój sektora usług finansowych.

Dzięki usuwaniu ograniczeń w międzynarodowym transferze kapitału, tworzone są warunki do poprawy efektywności i konkurencyjności. Powiększaniu ulega m.in. gama oferowanych instrumentów finansowych, pozwalających stosować coraz doskonalsze strategie inwestycyjne.

Liczne kraje, w tym Polska, mające ograniczone zasoby i możliwości zdobywania kapitału, są szczególnie zainteresowane korzystaniem z kapitałów dostępnych na międzynarodowym rynku finansowym. Znoszenie przez te kraje ograniczeń dewizowych²⁵, w stosunku do transakcji objętych bilansem obrotów kapitałowych, daje możliwość zwiększania inwestycji, a w rezultacie przyspieszenia wzrostu gospodarczego i poprawy poziomu życia społeczeństwa²⁶. Słabiej rozwinięte i borykające się z brakiem kapitału gospodarki, znajdują się obecnie w sytuacji trudniejszej aniżeli kraje, które przez dziesięciolecia kształtowały swój system gospodarczy. Na rynku usług finansowych krajowe instytucje finansowe są zmuszone konkurować z doświadczonymi i mocnymi kapitałowo instytucjami międzynarodowymi.

Nasilający się proces liberalizacji przepływów kapitałowych wywiera silną presję na szybkie dostosowanie krajów rozwijających się do światowych standardów obowiązujących na międzynarodowych rynkach finansowych. Procesy

²⁴ B. Greenwald, J. Stiglitz, A. Weiss, *Information imperfections in the capital markets and macroeconomics fluctuations*, „American Economic Review” Papers and Proceedings, vol. 74, 1984, s. 195–199.

²⁵ W Polsce ograniczenia te zostały zniesione 1 października 2002 r., w dniu wejścia w życie nowej ustawy Prawo dewizowe (Dz. U. 2002 r., nr 141, poz. 1178).

²⁶ L. Oręziak, *op.cit.*, s. 43.

te sprzyjają niewątpliwie rozwojowi rynków lokalnych oraz pobudzają rozwój krajowego systemu finansowego²⁷. Istniejące i nowo powstające instytucje finansowe są wyposażane w najnowocześniejsze technologie przesyłania informacji oraz sprawdzone na innych rynkach techniki obsługi klientów. Teleinformatyzacja sprzyja intensyfikowaniu liczby i wielkości zawieranych transakcji, powodując dynamiczny rozwój międzybankowych rynków walutowych, pieniężnych oraz transakcji terminowych. Rynki finansowe – dynamicznie się rozwijające, o coraz większej płynności, z nowymi instrumentami – stają się ważnym elementem systemu gospodarczego. Pełnią wiele ważnych funkcji istotnych dla dynamiki wzrostu i rozwoju gospodarczego w skali globalnej, jak również pojedynczych podmiotów gospodarczych.

Kraje, powszechnie określane jako uprzemysłowione, swoje systemy finansowe tworzyły, często modyfikowały i dostosowywały do zmieniających się warunków w gospodarce światowej przez dziesięciolecia, natomiast kraje rozwijające się próbują dostosowywać swoje systemy finansowe w ciągu jednej dekady. Silna konkurencja ze strony zagranicznych rynków finansowych, dynamizująca rozwój krajowego systemu finansowego i tworzących go instytucji, niesie wiele zagrożeń dla bezpieczeństwa krajowego systemu gospodarczego. Kraj dokonujący liberalizacji obrotów kapitałowych staje się otwarty na oddziaływanie zewnętrznych wstrząsów, nierzadko destabilizujących gospodarkę. Wynika to stąd, że międzynarodowe strumienie kapitału mogą szybko i silnie reagować zarówno na sytuację gospodarczą danego kraju, jak i sytuację w jego otoczeniu. Negatywne konsekwencje mogą być efektem przede wszystkim nagłego, niekontrolowanego i masowego odpływu kapitału²⁸. Inwestorzy wyzbijają się w pierwszej kolejności najbardziej płynnych aktywów finansowych wyrażonych w walucie krajowej. Uzyskane z ich sprzedaży środki najczęściej są kierowane za granicę po wcześniejszej ich zamianie na inną walutę. Gwałtowny odpływ kapitału poza granice powoduje silną deprecjację krajowej waluty. W takiej sytuacji niezbędna może się okazać szybka reakcja banku centralnego, który dostosuje poziom stóp procentowych do poziomu na tyle atrakcyjnego, by skutecznie zahamować odpływ kapitału zagranicznego. To zaś nie pozostaje bez wpływu na stan wewnętrznej koniunktury gospodarczej oraz na sytuację pojedynczych podmiotów rynkowych.

Ostatnie dwie dekady przynoszą wiele spektakularnych przykładów nieskutecznych prób obrony waluty przez krajowy bank centralny. Większość z nich miała miejsce w tzw. krajach wschodzących.

Dzięki przeprowadzonym względnie szybko reformom kraje te weszły na ścieżkę dynamicznego wzrostu gospodarczego. Skuteczność reform przyciągnęła kapitał zagraniczny. Okazało się jednak, że wspomniane kraje nie były

²⁷ Por. M.J. Fry, *In Favour of Financial Liberalisation*, „The Economic Journal” nr 442, maj 1997 r.

²⁸ Zob. L. Oręziak, *op.cit.*, s. 43.

dostatecznie przygotowane i właściwie instytucjonalnie ukształtowane, aby w pełni racjonalnie wykorzystać napływający kapitał. Gdy sytuacja w gospodarce i bilansie płatniczym zaczęła się pogarszać, kapitał zagraniczny (często o charakterze spekulacyjnym) odpływał. Gwałtowny odpływ kapitału zagranicznego, powodujący w rezultacie silną deprecjację krajowej waluty, często bywa początkiem trwałej utraty zaufania inwestorów do danej gospodarki i jej waluty. Fala odpływającego kapitału nie tylko pozostawia za sobą bardzo osłabioną walutę, wywołując kryzys walutowy, ale może stać się zaczątkiem kryzysu finansowego. Gwałtowne załamanie kursów akcji na giełdzie i cen nieruchomości, nagły wzrost stóp procentowych, pociągający za sobą narastanie zjawiska niewypłacalności przedsiębiorstw i ich wierzycieli (banków) – przekształca się w groźny w skutkach kryzys bankowy. Tak powstałe kryzysy zwykle skutecznie destabilizują i obniżają poziom ogólnej aktywności realnej sfery gospodarki (spadek produkcji, wzrost bezrobocia, spadek nakładów inwestycyjnych), wywołując zjawisko określane kryzysem ekonomicznym państwa.

1.6. Zaburzenia w funkcjonowaniu systemów gospodarczych

Liberalizacja przepływu kapitału wspomaga rozwój rynków krajowych oraz wymusza na krajowych podmiotach stosowanie innowacji finansowych. Swobodny przepływ kapitału sprzyja efektywnej alokacji światowych oszczędności. Jednocześnie w przypadku takich państw jak Polska, które znajdują się na etapie dochodzenia do poziomu państw uprzemysłowionych, oszczędności krajowe okazują się często niewystarczające do finansowania potrzeb pożyczkowych podmiotów krajowych. Stąd istnieje potrzeba szukania źródeł finansowania na rynkach zagranicznych.

Na podstawie doświadczeń wielu krajów można stwierdzić, że finansowanie potrzeb rozwojowych kapitałem zagranicznym, szczególnie krótkoterminowym, może być bardzo ryzykowne. Analiza większości kryzysów walutowych, które wystąpiły w najnowszej historii krajów rozwijających się – Meksyk, Czechy, Azja Południowo-Wschodnia, Rosja – wskazuje, że jedną z ważniejszych przyczyn tych kryzysów było wysokie zaangażowanie kapitału zagranicznego w krótkoterminowe instrumenty nominowane w walutach krajowych²⁹. Doświadczenia wymienionych krajów wykazały również, iż najpoważniejszym następstwem kryzysów walutowych były kryzysy bankowe. Przekształcanie się

²⁹ O. Szczyńska, D. Tymoczko, *Liberalizacja przepływów kapitałowych w Polsce i jej konsekwencje*, „Bank i Kredyt” nr 4, 1999, s. 17.

jednych kryzysów w drugie było tak częste, że zaczęto używać w literaturze określenia „kryzysy bliźniacze”³⁰.

Polska gospodarka dosyć dobrze opierała się niekorzystnym dla niej zewnętrznym kryzysom, które raz po raz występowały w ostatniej dekadzie XX wieku. Nie oznacza to jednak, że stosowane narzędzia polityki makroekonomicznej skutecznie mogły zażegnać niebezpieczeństwo pogłębienia się kryzysu w otoczeniu zagranicznym. Doświadczenia wielu państw pokazały, że kryzys finansowy może wystąpić nawet wówczas, gdy trudno sformułować poważne zarzuty pod adresem prowadzonej polityki ekonomicznej. Co więcej, jak wynika z najnowszej generacji modeli ekonometrycznych, czynnik bezpośrednio uruchamiający kryzys może mieć charakter losowy. Z drugiej jednak strony prawdopodobieństwo, że jakiś losowy czynnik zapoczątkuje kryzys, zależy od kumulacji w przeszłości pewnych niekorzystnych procesów w gospodarce, które są w dużej mierze odbiciem realizowanej polityki ekonomicznej. W tym sensie „jakość” prowadzonej polityki gospodarczej ma istotne znaczenie w przeciwdziałaniu kryzysom. Koncentrowanie się jednak na polityce zapobiegającej wybuchowi kryzysu byłoby poważnym błędem. Niezależnie bowiem od przyjętych środków zaradczych kryzys może i tak wystąpić³¹. Dowodem tej tezy są przedstawione niżej przykłady kryzysów finansowych, które w ostatniej dekadzie XX wieku wstrząsnęły światową gospodarką. Celem poniższej syntetycznej prezentacji wybranych kryzysów finansowych jest wykazanie, że braki w infrastrukturze instytucjonalnej systemu finansowego (np. brak dobrze ukształtowanych rynków transakcji terminowych) tworzą warunki, w których przebieg sytuacji kryzysowych jest dotkliwszy.

Kryzys meksykański 1994–1995³²

Na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych Meksyk rozpoczął program reform gospodarczych. W ich wyniku udało się:

- 1) rozłożyć termin spłat zadłużenia zagranicznego na dziesięć lat,
- 2) dokonać liberalizacji systemu bankowego i sprywatyzować 18 banków,
- 3) zminimalizować ograniczenia dotyczące inwestycji zagranicznych,
- 4) dokonać prywatyzacji kluczowych sektorów gospodarki,

³⁰ Zob. np. G.L. Kaminsky, C.M. Reinhart, *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, „American Economic Review” nr 6, 1999, s. 473–500.

³¹ A. Wojtyna, *Kryzysy finansowe a skuteczność polityki makroekonomicznej*, „Bank i Kredyt” nr 7–8, 1999, s. 97.

³² Przywołane przykłady niektórych tylko kryzysów finansowych zostały opracowane na podstawie m.in.: A. Sławiński, M. Dusza: *Kryzysy walutowe w krajach otwierających się na wymianę*, „Bank i Kredyt” nr 1–2, 1998; T. Baig, I. Goldfajn, *Financial market contagion in the Asian Crisis*, IMF, Staff Papers, June, MFW, Washington, 1999; M. Gruszczyński, *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2002.

5) obniżyć inflację ze 160% w 1987 roku do jednocyfrowej w 1993 roku.

Ukoronowaniem tych procesów było podpisanie w 1993 roku traktatu NAF-
TA o wolnym handlu z USA i Kanadą oraz ok. 3% średnioroczny wzrost gospodarczy w latach 1989–1992. Poziom rezerw walutowych Banco de Mexico na koniec 1993 roku wyniósł 25,5 mld USD. Począwszy od 1991 roku następowało pogarszanie się salda rachunku bieżącego, którego deficyt w 1994 roku osiągnął 8% PKB. Wzrastał napływ kapitału obcego w postaci inwestycji realnych i portfelowych oraz następował wzrost zadłużenia zagranicznego firm i banków prywatnych. W roku 1994 wystąpił kryzys polityczny, który uaktywnił dotąd skrywane błędy w prowadzonej polityce gospodarczej.

Bezpośrednią przyczyną kryzysu w 1994 roku był wybuch paniki na wiadomość, że rząd meksykański ma wykupić wyemitowane przez siebie denominowane w dolarach bony skarbowe o wartości ok. 30 miliardów USD, w sytuacji gdy Bank Meksyku dysponował w tym czasie zaledwie 10 miliardami rezerwy walutowej. Finansowi spekulanci wykorzystali nastrój powszechnej paniki do przeprowadzenia ataku spekulacyjnego, potęgując falę deprecjacji peso. W krótkim czasie peso zostało zdeprecjonowane o 40%³³.

Meksykański sektor finansowy nie miał dobrze ukształtowanych instytucji pozwalających zabezpieczać otwarte pozycje walutowe krajowych przedsiębiorstw. Dopiero w drugiej połowie 1994 roku bank centralny wyraził zgodę na wprowadzenie do oferty bankowej procentowych i walutowych kontraktów terminowych. W następstwie kryzysu zostały podjęte działania mające na celu poszerzenie gamy instrumentów zarządzania ryzykiem. Utworzono m.in. miejscowy rynek futures na peso oraz zezwolono na obrót takimi kontraktami na chicagowskiej giełdzie CME w kwietniu 1995 roku³⁴. Od roku 1995 odnotowano silny rozwój rynku finansowego w Meksyku. Od tego czasu nastąpiła również liberalizacja w zawieraniu transakcji na rynku spot oraz rynku terminowym.

Kryzys walutowy w Meksyku wywołał falę odpływu kapitału z innych krajów Ameryki Łacińskiej, m.in. z Argentyny i Brazylii. W przypadku Argentyny odpływ kapitału był tak gwałtowny, że w 1995 roku spowodował poważny kryzys walutowy, który przerodził się w następnych latach w kryzys bankowy. W Brazylii kryzys walutowy rozpoczął się w styczniu 1999 roku. Przyczyną kryzysu było połączenie realnej aprecjacji kursu i dużego deficytu budżetowego, który przełożył się na szybko rosnącą lukę w handlu zagranicznym. Brazylia stała się bardzo ryzykownym miejscem dla kapitału zagranicznego.

³³ Atak na peso miały zapoczątkować duże banki meksykańskie, które mogły być najlepiej zorientowane w istniejącej sytuacji.

³⁴ Zob. M. Marran, *Can Zedillo develop the peso markets?*, „Euromoney”, styczeń 1995, s. 59–68, podają za W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1998, s. 61.

Kryzys w Tajlandii 1997–1998

Podobna sytuacja wystąpiła w lipcu 1997 roku w Tajlandii. Również w tym przypadku czynnikiem, który przyczynił się do wybuchu kryzysu, było nieoczekiwane pojawienie się złej informacji. W pewnym momencie inwestorzy dowiedzieli się, że dużą część rezerw walutowych wykazywanych przez tamtejszy bank centralny stanowią dolary już sprzedane w transakcjach terminowych. W praktyce oznaczało to, że tak naprawdę rzeczywiste rezerwy walutowe, mogące służyć do interwencji na rynku walutowym, stanowią jedynie niewielką część oficjalnego poziomu rezerw. W wyniku szybkiego odpływu kapitału rezerwy walutowe Tajlandii spadły do ok. 3 mld USD³⁵.

Kryzys z 1997 roku ujawnił wiele słabości dotychczas funkcjonujących rozwiązań instytucjonalnych tamtejszego systemu finansowego, do których można było zaliczyć:

1) upłynnienie kursu waluty tajlandzkiej dokonane w lipcu 1997 roku; był on indeksowany do koszyka walutowego, którego dokładny skład został objęty tajemnicą przez bank centralny (Bank of Thailand),

2) ograniczenia w ekspozycji walutowej do 20% własnego kapitału,

3) brak skutecznych gwarancji wypłacalności instytucji finansowych w systemie bankowym,

4) rynek instrumentów pochodnych w Tajlandii był rynkiem słabo rozwiniętym, pomimo to Bank of Thailand interweniował znacząco na rynku krótkoterminowych kontraktów forward; wartość otwartych pozycji banku centralnego w kontraktach terminowych wyniosła w 1997 roku ok. 23 mld USD, a system ujawniania informacji o stanie rezerw walutowych, stosowany przez bank centralny, spowodował problemy z dotrzymaniem warunków niektórych kontraktów terminowych przewidujących dostawę bahta.

Kryzysy europejskie 1997–1998

Kryzysy lat dziewięćdziesiątych nie ominęły również Europy. W maju 1997 roku doszło do kryzysu walutowego w Czechach. Za główne źródło kryzysu w tym kraju należy uznać brak harmonizacji między nowo wprowadzonymi rozwiązaniami instytucjonalnymi w zakresie otwierania gospodarki na wymianę międzynarodową a przedsiębiorstwami nieprzygotowanymi do tej wymiany. Zawiniła przede wszystkim wadliwie przeprowadzona prywatyzacja i restrukturyzacja na szczeblu mikro.

Kryzysem finansowym poprzedzającym okres załamania systemu finansowego w Czechach był kryzys w Rosji. U jego źródeł leżało przekonanie władz

³⁵ W. Małecki, A. Sławiński i in., *Kryzysy walutowe*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 13.

o skuteczności przesuwania trudnych decyzji związanych z pogłębiającym się deficytem budżetowym. Czynnikiem, który na to pozwalał, był ciągle napływający kapitał zagraniczny. W niedługim czasie krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne przekroczyło wielkość rezerwy walutowej tego kraju.

Kryzysy walutowe przywołane powyżej – tylko nieliczne z tych, które wystąpiły w latach dziewięćdziesiątych – nierzadko powodowały impas płynności w systemach bankowych. To, że problemy z płynnością w wielu krajach nie przekształciły się w kryzysy wypłacalności, powodując masowe bankructwa banków i innych przedsiębiorstw, było w dużej mierze zasługą Międzynarodowego Funduszu Walutowego, który udzielił rządów poszczególnych krajów pomocy kredytowej na ratowanie ich systemów³⁶.

Wielu ekonomistów za istotną przyczynę współczesnych kryzysów finansowych obwinia również globalizację, która powoduje:

- 1) wzrost liczby, złożoności i zmienności zjawisk oraz relacji zachodzących między uczestnikami gry rynkowej,
- 2) ograniczoną możliwość kontrolowania przez ludzi czynników kształtujących rzeczywistość,
- 3) dysproporcje w rozwoju oraz sile ekonomicznej poszczególnych krajów,
- 4) wzrost liczby podmiotów rynkowych wykorzystujących instrumenty pochodne, które obok funkcji zabezpieczających same generują określony potencjał ryzyka.

W przeciwieństwie do powszechnie panującej opinii o instrumentach pochodnych, jako istotnej przyczynie wywoływania kryzysów, w niniejszym opracowaniu próbuje się dowodzić, że pochodne instrumenty finansowe uczyniły świat bardziej bezpiecznym, a nie bardziej ryzykownym³⁷. Świadczy o tym obserwowany w ostatnich latach ogromny sukces finansowych rynków terminowych oferujących produkty, które można określić przede wszystkim jako ubezpieczenie i stabilizatory ryzyka zmiany ceny.

³⁶ *Ibidem*, s. 149.

³⁷ Zob. M. Miller, *Merton Miller o instrumentach pochodnych*, Wyd. K.E. Liber s.c., Warszawa 1999, s. IX.

Rozdział 2. RYNKI BAZOWE

2.1. Segmenty operacyjne rynku finansowego

Zaprezentowana poniżej struktura polskiego rynku finansowego jest podyktowana kilkoma przyczynami, ważnymi z punktu widzenia analizowanego tematu.

Po pierwsze, procesowi ciągłego rozprzestrzeniania się oraz zwiększania znaczenia rynków finansowych towarzyszy proces powstawania nowych instrumentów finansowych. Powstawanie nowych, nierzadko innowacyjnych produktów finansowych w ostatnich 30 latach, było podyktowane ogólnym celem równoważenia przepływów strumieni finansowych. Bilansowanie przepływów finansowych odbywa się w sposób zinstytucjonalizowany – poprzez system bankowy oraz rynek kapitałowy. W krajach rozwiniętych gospodarczo ważną rolę, oprócz wymienionych elementów systemu finansowego, odgrywa również rynek transakcji terminowych wraz instrumentami pochodnymi, zastępującymi czy też komplementarnie uzupełniającymi tradycyjną ofertę wyżej wymienionych rynków, zwanych bazowymi.

Po drugie, mimo utrwalanych tendencji do ujednociania się rynków finansowych nadal można zaobserwować powstawanie nowych nisz rynkowych na globalnym rynku. Innowacje finansowe są głównymi narzędziami wypełniającymi nisze rynku finansowego¹.

Po trzecie, najważniejszym czynnikiem rozwoju instrumentów pochodnych jest właściwy rozwój rynków bazowych. Stąd zamieszczona poniżej prezentacja poszczególnych segmentów rynku finansowego. Rozwój pochodnych instrumentów finansowych na rynkach o niskim stopniu płynności i przejrzystości jest daleko bardziej utrudniony. Instrumenty te mogą efektywnie spełniać swoje funkcje na rynkach stosunkowo dojrzałych.

W niniejszej pracy system bankowy (wraz z rynkiem bankowym i międzybankowym) uznaje się za bardzo istotny element składowy systemu finansowego państwa. Z uwagi na dotychczasowe rozwiązania instytucjonalne oraz istniejący system prawny i gospodarczy w Polsce, system bankowy jest traktowany jako zinstytucjonalizowany układ, mogący współdziałać z innymi elemen-

¹ W. Tarczyński, M. Zwolanowski, *Inżynieria finansowa. Instrumentarium, strategie, zarządzanie ryzykiem*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1999, s. 11.

tami systemu finansowego, tak aby nie powodować zakłóceń, a przede wszystkim pozwalać na zwiększenie efektywności całego systemu finansowego państwa. „O ile system bankowy jest krwioobiegiem gospodarki, to rynki finansowe są jego układem nerwowym”².

Uznając, że cel analizy rynku finansowego został wystarczająco nakreślony, należy w dalszej części wyjaśnić samo pojęcie rynku, by następnie zastanowić się nad pojęciem rynku finansowego.

Rynek jest fundamentalnym pojęciem ekonomii, która uznaje go za jedną z podstawowych instytucji gospodarczych. Wymusza on konkretne typy zachowań, tworzy określone normy. Jako całokształt relacji gospodarczych może być opisywany na sześciu płaszczyznach: ekonomicznej, prawnej, organizacyjnej, technicznej, geograficznej i cybernetycznej, które pomagają zrozumieć istotę rynku³. Ta mnogość podejść otwiera możliwość usystematyzowania elementów każdego rynku, również finansowego.

Pierwszym elementem są instytucje organizujące i aktywizujące rynek (poprzez infrastrukturę, tworzone rozwiązania organizacyjne, stosowane prawo i procedury). Drugi element to uczestnicy rynku, którzy w zależności od potrzeb zgłaszają chęć użytkowania bądź zagospodarowania swoich nadwyżek finansowych. Korzystają z istniejących już możliwości oferowanych przez dany segment rynku. Często jednak zgłaszają zapotrzebowanie na nowe rozwiązania i nowe produkty. Sprzyjają i nadają ruch kapitałom. Kolejnym elementem tworzącym obraz rynku finansowego jest przedmiot podlegający obrotowi, nazywany często instrumentem finansowym, który można zakwalifikować do instytucji przedmiotowych. Taki pogląd prezentuje R. Koch, podając w „Słowniku zarządzania i finansów”⁴ definicję „instrumentu” rozumianego jako ogólny termin określający wszelkiego rodzaju mechanizmy kapitałowe⁵. Dosłowne rozumienie terminu „mechanizm” jako urządzenia bądź zespołu współpracujących z sobą części składowych urządzeń podpowiada adekwatność podejścia przedmiotowego. Mechanizmy kapitałowe są swoistymi nośnikami siły nabywczej. Ostatnim, ważnym elementem są ceny jako efekt gry rynkowej.

² J. Osiński, *Czynniki determinujące dalszy rozwój rynku pieniężnego*, [w:] red. E. Pietrzak, A. Sławiński, *Projekcja rozwoju rynków: kapitałowego, walutowego, pochodnych instrumentów finansowych i pieniężnego do roku 2005*, CeDeWu, Warszawa 2002, s. 150.

³ Zob. S. Mynarski, *Analiza rynku w warunkach konkurencji*, PWN, Warszawa 1977, s. 125–132; A. Toffler, *Trzecia fala*, PIW, Warszawa 1986, s. 70; W. Wrzosek, *Funkcjonowanie rynku*, Warszawa 1994, i inni. Z uwagi na bogatą i powszechnie dostępną literaturę na temat instytucji rynku, jego istoty, sprawowanych funkcji w gospodarce ograniczono się jedynie do podania najczęściej przytaczanych w literaturze podejść naukowych, które wyjaśniają istotę rynku – jako podstawowej kategorii ekonomicznej.

⁴ R. Koch, *Słownik zarządzania i finansów*, Wydawnictwo PSB, Kraków 1997, s. 90.

⁵ Pojęcie to obejmuje również „papiery wartościowe” oraz inne prawa majątkowe, które mogą nieść z sobą przywilej do wyegzekwowania w przyszłości praw inkorporowanych w tych papierach – prawa pochodne.

Współczesny rynek finansowy jako instytucja powstaje dzięki akceptacji pewnych norm i zwyczajów dotyczących zachowania w sytuacji postępującej liberalizacji handlu światowego, zwiększonej mobilności kapitału w skali narodowej i międzynarodowej. Funkcjonowanie rynku finansowego jest bardzo ważnym elementem procesów gospodarczych. Znaczenie tej instytucji wzrasta wraz z postępującym procesem kształtowania i umacniania się reguł gospodarki rynkowej. Rynek finansowy to ważny podzespół systemu finansowego.

Z uwagi na wysoki stopień skomplikowania współczesnych transakcji finansowych, całokształt stosunków ekonomicznych związanych z transmisją kapitałów pieniężnych przybiera relację trudną do jednoznacznego określenia. Podobnie trudno jest dokonać klasyfikacji instrumentów finansowych, jak też skonkretyzować abstrakcyjne pojęcie rynku finansowego.

W literaturze ekonomicznej z zakresu finansów i bankowości, pojęcie rynku finansowego jest określane na wiele sposobów. Często definiuje się go jako „miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy”⁶. Współcześnie trudno jednak definiować rynek finansowy, przypisując mu konkretną lokalizację, ponieważ zgodnie z wnioskiem B.R. Barbera: „[...] rynki finansowe nie mają adresów ani narodowych afiliacji [...]”⁷. Inna definicja rynku finansowego mówi, że „jest to ogół transakcji papierami wartościowymi, będącymi instrumentami udzielania kredytów krótko, średnio i długoterminowych”⁸. Wynika z niej, iż przedmiotem transakcji rynku finansowego są instrumenty finansowe, a w szczególności papiery wartościowe, które stanowią jednocześnie aktywa finansowe dla ich posiadacza oraz zobowiązania dla emitenta.

Dokonując przeglądu dorobku naukowego w zakresie badań rynku finansowego i jego instrumentów, można dojść do wniosku, że wielu badaczy próbuje wyjaśnić istotę rynku finansowego poprzez wydzielenie z jego struktury określonych segmentów operacyjnych, dzięki którym następuje uściślenie tego pojęcia. Wśród badaczy nie ma zgodnego stanowiska w kwestii tej systematyki. E. Pietrzak i K. Szymański w 1991 roku postulowali całkowite oddzielenie rynku walutowego od samego rynku finansowego⁹. W skład tego ostatniego zaproponowali następujące segmenty operacyjne: rynek pieniężny, rynek kapitałowy, rynek kredytowy, rynek pozabilansowych instrumentów finansowych¹⁰.

⁶ M. Wypych, *Finanse i instrumenty finansowe*, „Absolwent”, Łódź 1977, s. 115. Podobną definicję podaje Z. Fedorowicz, *Rynek pieniądza i kapitału*, POLTEXT, Warszawa 1997, s. 22.

⁷ B.R. Barbera, *Dżihad kontra McŚwiat*, Wydawnictwo MUZA, Warszawa 1997, s. 19–21.

⁸ A. Kaźmierczak, *Pieniądz i bank w kapitalizmie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1993, s. 50.

⁹ Zob. E. Pietrzak, K. Szymański, *Międzynarodowy rynek walutowy i finansowy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1991; E. Pietrzak, *Międzynarodowy rynek walutowy – największe kasyno gry na świecie*, „Handel Zagraniczny” nr 4–6, 1990; oraz zob. dodatkowo: J. Bień, B. Kosiński, Z. Królak, *Rozliczenia międzynarodowe*, PWE, Warszawa 1970, s. 78–156.

¹⁰ E. Pietrzak, K. Szymański, *op.cit.*, s. 100.

Inni badacze¹¹ w swoich pracach nad rynkiem finansowym przyjmują klasyfikację, zgodnie z którą rynek finansowy to: rynek pieniądza, rynek akcji i świadectw udziałowych, rynek bonów skarbowych i obligacji, rynek opcji i innych transakcji terminowych.

Uzasadnieniem potrzeby analizy poszczególnych segmentów operacyjnych rynku finansowego jest silne, funkcjonalne i instytucjonalne powiązanie rynków bazowych z rynkiem transakcji terminowych funkcjonującym w otoczeniu oraz na podstawie instrumentów i wskaźników kreowanych na rynkach bazowych. Najważniejszym czynnikiem rozwoju instrumentów pochodnych wydaje się przejrzyste i przyjaźnie ukształtowane otoczenie instytucjonalne rynków bazowych.

Współcześnie najbardziej spopularyzowany w literaturze ekonomicznej podział rynku finansowego wyróżnia dwa segmenty operacyjne, którymi są rynek pieniężny i kapitałowy¹². Powszechnie stosowane kryteria podziału to¹³:

- 1) kryterium celu (przeznaczenia uzyskanych środków finansowych),
- 2) kryterium terminu zapadalności (okresu dysponowania środkami),
- 3) kryterium funkcji ekonomicznej.

2.2. Rynek pieniężny

Poniższa synteza jest propozycją prezentacji poszczególnych segmentów rynku finansowego w formie możliwie całościowego zbioru informacji o mechanizmach tworzących rynek finansowy. Ważny element syntezy stanowi wstępna propozycja wyjaśniająca istotę i rolę rynku pochodnych instrumentów finansowych w kontekście każdego segmentu operacyjnego rynku finansowego.

Zgodnie z wyżej wymienionymi kryteriami rynek stopy procentowej (rynek pieniężny), mimo wielu niejednoznaczności wśród opinii badaczy¹⁴, należy zdefiniować jako segment rynku finansowego, w którego obszarze są zawierane transakcje za pomocą krótkoterminowych instrumentów finansowych o stosunkowo najmniejszym ryzyku inwestycyjnym oraz największym stopniu płynności. Jest to rynek obsługujący głównie znaczących kontrahentów instytucjonalnych, takich jak: skarb państwa, bank centralny, instytucje finansowe (m.in. banki, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń, domy

¹¹ *Finansowe rynki kapitałowe*, *op.cit.*, s. 12.

¹² Zob. Z. Fedorowicz, *op.cit.*, s. 22–32 oraz P.S. Rose, *Money and Capital Markets*, IRWIN, Burr Ridge Illinois 1994.

¹³ Por. W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 18.

¹⁴ Zob. m.in. Ch.J. Woelfel, *Encyclopedia of Banking and Finance*, wyd. 10, Probus, Chicago 1994, s. 753.

maklerskie), a za ich pośrednictwem korporacje przemysłowe i inne podmioty. Dzięki rynkowi pieniężnemu jego uczestnicy mogą uzyskiwać źródła pokrycia niedoborów (np. deficyt budżetu państwa, deficyt kapitału obrotowego w przedsiębiorstwie, deficyt płynności przedsiębiorstwa bankowego) oraz lokować nadwyżki płynności – nadwyżki wolnych funduszy w sposób mający na celu osiągnięcie zysku lub ochronę przed stratami na bazie zmienności krótkoterminowych stóp procentowych.

Rynek stopy procentowej nie jest obszarem jednorodnym. W celu właściwego zidentyfikowania jego obszaru, należy poddać bardziej szczegółowej analizie jego mikrostruktury, dokonując wyodrębnienia mniejszych segmentów, stanowiących odrębną oraz spójną całość¹⁵.

1. Rynek depozytowo-pożyczkowy – tj. rynek krótkoterminowych depozytów i pożyczek bankowych podmiotów niefinansowych, pomagających kształtować bieżącą płynność tych podmiotów – określane mianem rynku detalicznego, klientowskiego.

2. Rynek bonów – rynek krótkoterminowych instrumentów dłużnych (inkorporujących prawa podmiotowe – tj. wierzytelności pieniężne na sumy oznaczone, płatne we wskazanych terminach), emitowanych przez skarbu państwa, bank centralny, przedsiębiorstwa, banki komercyjne, samorządy lokalne, znajdujące się w obiegu pozabankowym oraz międzybankowym – określane rynkiem hurtowym. Przykładowo, bony emitowane przez rząd Stanów Zjednoczonych stanowią najistotniejszy instrument, za pomocą którego wpływa się na rynki stóp procentowych¹⁶.

3. Rynek niezabezpieczonych lokat międzybankowych – to system depozytów, pożyczek i kredytów udzielanych przez banki między sobą – rynek hurtowy.

4. Rynek zabezpieczonych lokat międzybankowych – rynek swapów i transakcji warunkowych (transakcje repo, reverse repo, sell-buy-back, buy-sell-back).

Poszczególne elementy rynku pieniężnego ulegają coraz silniejszemu wzajemnemu zazębieniu się. Coraz trudniej wyjaśniać rozwijające się zjawiska bez odwoływania się do sytuacji w innych segmentach rynku finansowego (np. rynku walutowego, kapitałowego). Wynika to z silnie ukształtowanych związków funkcjonalnych pomiędzy poszczególnymi rynkami. Szczególnie jest to widoczne w obszarze międzybankowego rynku pieniężnego, walutowego i terminowego.

W celu poddania analizie rynku pieniężnego ze względu na kryterium terminu zapadalności należy przyjąć powszechnie panujące w analizie ekonomicznej okresy standardowe, w których bada się nadwyżki i niedobory strumieni pieniężnych obiektów gospodarujących. Takim ekonomicznie uzasadnionym okre-

¹⁵ Por. Z. Polański, *Rynek pieniężny w Polsce: zarys tendencji [w:] Rynek pieniężny w Polsce: stan i perspektywy*, red. Z. Polański, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk–Warszawa 1997 s. 2.; oraz P. Zapalka, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, „Bank i Kredyt” nr (1) 2002, s. 30–32.

¹⁶ Zob. T. Cook, T. Rowe, *Instruments of the money market*, wyd. 6., Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond, Virginia 1986.

sem standardowym jest jeden rok. Istotny wyznacznik rynku pieniężnego to krótkoterminowość operacji¹⁷. Wielu autorów podaje właśnie jeden rok jako podstawowy przedział czasu, w którym dokonuje się obrotu instrumentami rynku pieniężnego. Kryterium czasu, dzięki któremu próbuje się wytyczyć pewne granice między poszczególnymi rynkami finansowymi, może – zdaniem autora – odgrywać jedynie rolę drugorzędną¹⁸.

Istota sprawowanych funkcji ekonomicznych, w przypadku rynku pieniężnego, sprowadza się głównie do regulowania nadwyżek i niedoborów płynności obiektów gospodarujących w obrocie gospodarczym. Osobliwością omawianego rynku jest silne jego uzależnienie od polityki pieniężnej banku centralnego. Finałny cel polityki pieniężnej – umocnienie waluty narodowej w sensie stabilizacji siły nabywczej pieniądza – wymaga działań podejmowanych właśnie na rynku pieniądza, za pomocą instrumentów pozostających w dyspozycji banku centralnego¹⁹.

Jednym z zasadniczych narzędzi, jakimi dysponuje bank centralny, są stopy procentowe, na podstawie ich zmienności tworzone są zaś instrumenty pochodne. Gospodarcze oddziaływanie finansowych instrumentów pochodnych opartych na stopie procentowej sprowadza się zarówno do stabilizacji systemu finansowego, jak również do stabilizacji ekonomicznej poszczególnych obiektów gospodarujących.

Z uwagi na coraz szerszą skalę rozpowszechniania się nowych instrumentów finansowych, nierzadko zastępujących tradycyjne produkty bankowe, ważną kwestią pozostaje nadzór władz monetarnych nad tymi nowymi instrumentami, o profilu ryzyka nierzadko trudnym do oszacowania.

Należy jeszcze raz podkreślić schematyzm podziału tego, jak i innych – niżej analizowanych – segmentów rynku finansowego. Prezentowana prostota podziału ma posłużyć ostatecznie lepszemu zrozumieniu funkcjonowania rynku transakcji terminowych w odniesieniu do tzw. segmentów bazowych.

Baza dla instrumentów pochodnych

Każdy instrument finansowy na rynku pieniężnym ma swoją cenę, którą jest oprocentowanie. Jedną z głównych sił napędowych rynku pochodnych finansowych w segmencie pochodnych procentowych jest zmienność cen instrumentów bazowych rynku pieniężnego. Gdyby stopy procentowe były stałe, nie zostałyby wykreowane procentowe instrumenty pochodne. Z drugiej strony to różnorod-

¹⁷ A. Chłopecki, G. Romański, R. Jurga, M. Michalski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, C.H. Beck, Warszawa 1999; T. Gruszecki: *Instytucje i rynki finansowe*, WSZiP im. B. Jasińskiego, Warszawa 1998; *Rynek finansowy w Polsce 1998–2001*, NBP, Warszawa 2002.

¹⁸ Uzasadnieniem tej tezy jest umowny charakter tzw. okresu standardowego. Przykładowo, w Niemczech okresem standardowym jest okres 2 lat.

¹⁹ Z. Fedorowicz, *op.cit.*, s. 21.

ność i zmienność cen, a przede wszystkim charakter zmian stanowi niekiedy barierę rozwoju rynku pochodnych instrumentów procentowych.

Biorąc pod uwagę transakcje zawierane na rynku terminowym, istotne wydaje się właściwe pojmowanie konstrukcji cen poszczególnych bazowych produktów finansowych. Jest to wyraźnie widoczne dla stóp procentowych. Obecnie na polskim rynku pieniężnym są kwotowane różne stopy procentowe:

- 1) stopy oprocentowania międzybankowych lokat jednodniowych – O/N, T/N, S/N,
- 2) tygodniowych – SW, dwutygodniowych – 2W, trzytygodniowych – 3W,
- 3) miesięcznych – 1M, dwumiesięcznych – 2M, trzymiesięcznych – 3M, sześciomiesięcznych – 6M, dziewięciomiesięcznych – 9M,
- 4) rocznych – 1Y²⁰,
- 5) redyskontowa, lombardowa i refinansowa – stopy procentowe NBP,
- 6) oprocentowanie depozytów i kredytów klientów,
- 7) stopy rentowności bonów i obligacji skarbowych.

Różnorodność stóp procentowych stanowi pewne utrudnienie dla uczestników rynku pieniężnego. Nie jest to jednak jakaś szczególna cecha polskiego rynku. Na wszystkich rozwiniętych rynkach występuje ogromna różnorodność cen pieniądza²¹.

W celu przejrzystego i syntetycznego zobrazowania tendencji panujących na rynku pieniężnym, praktyka bankowa wypracowała syntetyczne miary stóp procentowych. Jako wypadkowe stawek rynkowych, uniezależnione od manipulacji, stały się najbardziej wiarygodnym wskaźnikiem poziomu rynkowego oprocentowania. Przykładowo można tutaj wymienić referencyjne stopy procentowe rynku międzybankowego, które stanowią ważny parametr ustalania oprocentowania wielu innych aktywów finansowych. Prawie na każdym rynku krajowym są ogłaszane stawki rynku międzybankowego. Najważniejsze i najpopularniejsze w Europie to²²: LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), czyli stawka pożyczek międzybankowych na rynku w Londynie, oraz EURIBOR (*European Interbank Offered Rate*) – stawka stopy referencyjnej Eurolandu. Stanowią one podstawę do ustalania ceny większości produktów oferowanych przez system bankowy.

W Polsce stawkami odniesienia dla większości instrumentów rynku pieniężnego oraz instrumentów rynku terminowego są podstawowe stopy procentowe kształtujące się również w segmencie rynku międzybankowego. Powszechnie

²⁰ Wszystkie lokaty oprócz O/N i T/N rozpoczynają się drugiego dnia roboczego po dniu zawarcia transakcji. Lokata O/N (ang. *overnight*) rozpoczyna się w dniu zawarcia transakcji i zapada w następnym dniu roboczym. T/N (ang. *tomorrow next*) jest depozytem rozpoczynającym się w pierwszym dniu roboczym po dniu zawarcia transakcji i zapada w następnym dniu roboczym.

²¹ Zob. P. Żukowski, *WIBID/WIBOR – stopy referencyjne i baza dla pochodnych*, „Rynek Terminowy” nr 2 (4/99), 1999, s. 60.

²² Zob. G. Bannock, R.E. Baxter, E. Davis, *The Penguin Dictionary of Economics*, Fourth Ed., London 1987, s. 209.

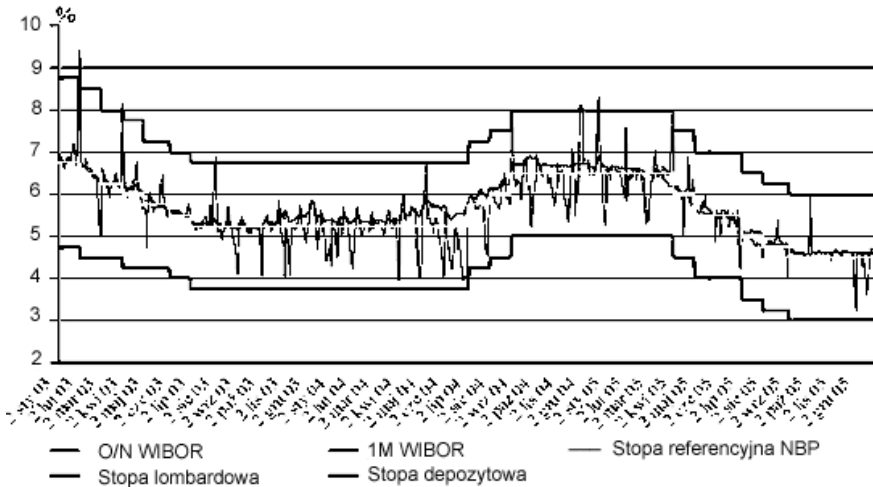
wykorzystuje się dwa główne indeksy tego rynku, szczególnie ważne dla gospodarki są WIBOR (*Warsaw Interbank Offered Rate*) i WIBID (*Warsaw Interbank Bid Rate*).

W latach 1998–2000 w ustalaniu stawek WIBOR/WIBID brało udział 15 banków – dealerów rynku pieniężnego. Banki były zobowiązane do kwotowania stawek własnych lokat międzybankowych o terminach zapadalności T/N, 1 tydzień, 1 miesiąc, 3 miesiące, 6 miesięcy. Ustalano średnią arytmetyczną kwotowań banków po wcześniejszym odrzuceniu 4 skrajnych kwotowań (dwa najniższe i dwa najwyższe). Obsługę techniczną zapewniał Reuters.

Od stycznia 2001 r. obowiązują nowe zasady, dopuszczające do fixingu 10 banków krajowych lub oddziałów banków zagranicznych. Stawki referencyjne WIBOR oraz WIBID są ustalane na następujące terminy: O/N, T/N, SW, 1 miesiąc, 3, 6, 9 oraz 12 miesięcy. Stawka WIBOR/WIBID jest obliczana jako średnia arytmetyczna stawek podanych przez uczestników po odrzuceniu dwóch kwotowań – najwyższego i najniższego.

Przejrzysty, syntetyczny i uniwersalny charakter stóp referencyjnych kształtowanych przez rynek międzybankowy nadaje tym wskaźnikom dodatkowy atrybut, oprócz dotychczas realizowanych funkcji (np. bazy ustalania oprocentowania klientów kredytów bankowych). Wymienione stopy referencyjne stają się coraz bardziej popularnymi i efektywnymi bazami tworzenia pochodnych instrumentów finansowych. Większość tych instrumentów powstaje w obszarze rynku międzybankowego oraz bankowego (klientowskiego).

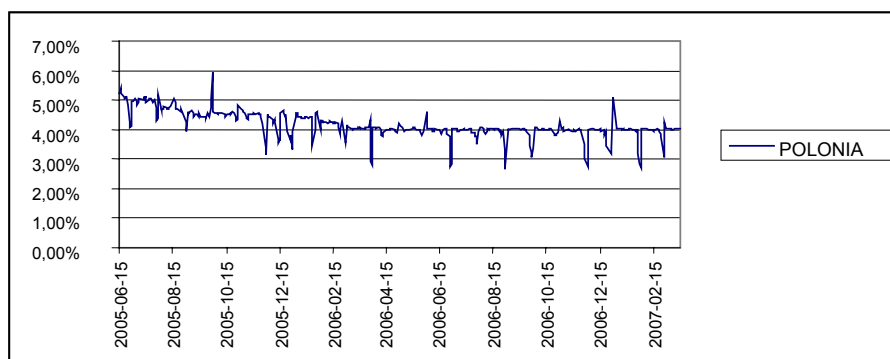
Rysunek 2. Zmienność wybranych stóp procentowych rynku międzybankowego w latach 2003–2005



Źródło: *Rozwój rynku finansowego w Polsce w 2005 r.*, NBP, Warszawa, listopad 2006, s. 269.

Ważnym wydarzeniem dla rozwoju rynku finansowego w Polsce było wprowadzenie 24 stycznia 2005 r. stawki POLONIA (*Polish Overnight Index Average*), odpowiednika stopy EONIA w strefie euro.

Rysunek 3. Wahania stopy rynku międzybankowego POLONIA



Źródło: Opracowanie na podstawie danych archiwalnych zamieszczonych na stronie internetowej <http://www.nbp.gov.pl/>

Polskie Stowarzyszenie Dealerów Bankowych ACI Polska we współpracy z NBP organizuje fixing stopy POLONIA²³.

Wybór instrumentu (wskaźnika) bazowego ma istotny, często decydujący wpływ na powodzenie rozwoju danego segmentu rynku transakcji terminowych. Wykorzystanie określonej stopy (WIBOR/WIBID: T/N, 1W, 1M, 3M, 6M, LIBOR, POLONIA i inne) jako podstawy dla pochodnych warunkuje wiele czynników. Wśród nich istotne są:

- 1) wewnętrzna konstrukcja,
- 2) konwencja kwotowania,
- 3) powszechność wykorzystania w praktyce gospodarczej,
- 4) odporność na manipulacje przez uczestników rynku.

Ostatni czynnik przesądza o możliwości pełnienia bazy dla instrumentów pochodnych. Jeżeli wskaźnik bazowy jest odporny na wszelkiego rodzaju manipulacje, to cieszy się on powszechnym zaufaniem i staje się rzetelną oraz efektywną informacją o tendencjach kształtowania się stóp procentowych w gospodarce danego kraju oraz obszaru gospodarczego. Zaczyna być wówczas wykorzystywany we wszystkich segmentach rynku terminowego funkcjonującego w otoczeniu innych rynków.

²³ Szerzej na ten temat: http://www.acipolska.pl/pliki/Regulamin_Fixingu_POLONIA.pdf

2.3. Rynek kapitałowy

Funkcjonowanie rynku kapitałowego, w przeciwieństwie do transakcji rynku pieniężnego, jest związane z dokonywaniem transakcji za pomocą instrumentów finansowych o terminie wykupu powyżej roku (z przeznaczeniem uzyskanych przez przedsiębiorstwa środków na cele inwestycyjne). Rynek kapitałowy to rynek konfrontacji popytu i podaży kapitału długoterminowego.

Zastosowanie kryterium czasu (zwrotu kapitału finansowego) w celu rozdzielenia operacji na rynku pieniężnym od operacji na rynku kapitału spełnia funkcję utylitarną. Różnice dotyczące przedmiotu operacji na omawianych rynkach nie zawsze są bowiem łatwo dostrzegalne.

Z pierwotnego, gospodarczego punktu widzenia w pełni rozwinięty rynek kapitałowy powinien spełniać rolę dominującą w gospodarce realnej, w szczególności w zakresie pobudzania wzrostu gospodarczego. O poziomie rozwoju i jego makroekonomicznej roli decyduje stopień realizowanych funkcji: alokacyjnej, wyceny oraz kontroli.

Najbardziej syntetyczną miarą roli rynku kapitałowego jako mechanizmu mobilizacji i alokacji zasobów jest udział wpływów uzyskiwanych przez spółki na rynku giełdowym w całości nakładów brutto na środki trwałe. Syntetycznym odzwierciedleniem roli omawianego rynku w rozwoju gospodarczym jest stopień korelacji między cenami akcji a wzrostem gospodarczym. Niska efektywność makroekonomiczna oraz niska efektywność wewnętrzna powodują, że wypełnianie tych funkcji staje się niemożliwe. Konstytutywne cechy rozwiniętego rynku, takie jak: transparentność, efektywność, płynność i innowacyjność stają się prawdziwymi atrybutami wówczas, gdy otoczenie instytucjonalne rynku kapitałowego pozwala stabilizować i wspierać efektywne funkcjonowanie gospodarki.

Efektywność rynku kapitałowego, głównie w aspekcie sprawowanych funkcji w gospodarce, jest uzależniona również od wymienionych niżej czynników:

1. Występowania rynku komplementarnego – rynku transakcji terminowych. Wykorzystanie instrumentów pochodnych i transakcji terminowych opartych na bazie instrumentów rynku kapitałowego przyczynia się do zwiększenia przepływów kapitałowych w skali globalnej. Kapitał zagraniczny łatwiej napływa do krajów, które tworzą warunki pozwalające na zabezpieczenie różnego rodzaju ryzyka powstającego podczas transferu kapitałów.

2. Rozwiązań w sferze infrastruktury instytucjonalnej. Wyrażają się one w liczbie inwestorów instytucjonalnych, takich jak: fundusze inwestycyjne typu otwartego, zamkniętego, fundusze o podwyższonym ryzyku (venture capital, private equity), banki inwestycyjne i inne. Mnogość i różnorodność uczestników rynku kapitałowego przyczynia się zarówno do zwiększania jego płynności

i stabilności, jak też do zwiększania zgłaszanego zapotrzebowania na innowacje finansowe.

3. Rozwiązań w sferze instytucjonalno-prawnej. Wzrost niepewności, nowe obszary ryzyka, łatwość przepływów kapitałowych w skali globalnej, dysproporcje w rozwoju, sile ekonomicznej poszczególnych krajów, dysparytet stóp procentowych powodują konieczność tworzenia sprzyjającego otoczenia prawnego, które określa przejrzyste warunki gry ekonomicznej. Stworzenie określonych reguł umożliwi osiągnięcie celów rozwoju makroekonomicznego w długim okresie szczególnie wtedy, gdy istnieją instrumenty, które pomagają unikać wszelkich niedogodności w sferze rozwiązań instytucjonalnych. Jeżeli ustawodawca zakłada np. niezbędny przez pewien czas poziom reglamentacji dewizowej, a na rynku funkcjonuje masa walutowych kontraktów terminowych o charakterze nierzeczywistym, wykreowanych w celu obejścia tych przepisów, to nietrudno uzyskać niepożądane relacje²⁴.

4. Relacji między rynkiem kapitałowym a systemem bankowym. O ile w przypadku rynku pieniężnego związek ten wydaje się koherentny, o tyle w przypadku rynku kapitałowego trudno o jednoznaczny wniosek.

Banki są obecne nie tylko w infrastrukturze pośredników na rynku kapitałowym, ale również duża ich część to spółki publiczne zasilające swe kapitały z tego rynku.

Rynek kapitałowy może stanowić zarówno konkurencję, jak i uzupełnienie oferty bankowej. Doskonale jest to widoczne w przypadku produktów pochodnych. Duża liczba konkurencyjnych inicjatyw z lat 1996–1998, dotyczących koncepcji organizacji rynku instrumentów pochodnych, wpłynęła na zburzenie wizji rozwoju rynku terminowego w Polsce. Obecnie rynek kapitałowy oferuje instrumenty pochodne niedostępne na rynku bankowym. Również rynek międzybankowy i klientowski (bankowy) oferują instrumenty niedostępne na rynku kapitałowym. Oferowane są również kontrakty terminowe na bazie tych samych zmiennych ekonomicznych.

Rynek kapitałowy, podobnie jak rynek pieniężny, nie jest jednorodny. W celu głębszego rozpoznania rynku kapitałowego należy poddać jego strukturę bardziej szczegółowej analizie – dokonując wyodrębnienia głównych segmentów, stanowiących odrębną całość.

1. Rynek kredytów bankowych (średnio i długoterminowych) – uzależniony od kształtowania się długoterminowych stóp procentowych.

2. Rynek papierów wartościowych – którego cechuje duża zmienność koniunktury i związana z tym konieczność podejmowania wielu decyzji inwestycyjnych w warunkach niepewności i ryzyka. W ramach tego rynku należy wyodrębnić:

²⁴ D. Lewandowski, *Bank Centralny a instrumenty pochodne*, AGENCJA UNIA-PRESS, Ośrodek Badawczo-Rozwojowy Prawa Gospodarczego, Warszawa 2000, s. 5.

a) rynek instrumentów dłużnych – rynek obligacji skarbu państwa, długo-terminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw, w tym banków komercyjnych, obligacji komunalnych, listów zastawnych, obligacji banku centralnego,

b) rynek instrumentów udziałowych – rynek akcji.

3. Rynek kapitału fizycznego.

Ochrona pozycji inwestycyjnych wyeksponowanych na wiele rodzajów ryzyka występującego w każdym segmencie rynku kapitałowego odbywa się poprzez zastosowanie transakcji zabezpieczających na rynku terminowym.

Giełdowy rynek praw pochodnych

Przemiany zachodzące na światowych rynkach kapitałowych są efektem:

- 1) stopniowego łagodzenia ograniczeń przepływu kapitału,
- 2) powstawania rynków globalnych,
- 3) powszechnego stosowania osiągnięć naukowych i nowoczesnych technologii informacyjnych,
- 4) rozszerzenia i „profesjonalizowania” środowiska uczestników rynku oraz
- 5) znacznego rozwoju zakresu usług i produktów dostępnych na rynku²⁵.

Niewątpliwą oznaką rozwoju polskiego rynku kapitałowego jest dynamiczny rozwój nowego segmentu rynku – rynku praw pochodnych opartego głównie na bazie zmienności cen papierów wartościowych i indeksów giełdowych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Zdecydowanie największe znaczenie dla rozwoju rynku praw pochodnych w latach 1998–2006 miały obroty kontraktami terminowymi typu futures na indeks giełdowy WIG–20. Od momentu zainicjowania obrotu tą klasą kontraktów (16 stycznia 1998 r.), konsekwentnie umacnia swoją pozycję najbardziej popularnego instrumentu pochodnego w Polsce. Na koniec 2000 roku wskaźnik DLR²⁶ wyniósł zaledwie 0,35. Oznacza to, że obroty na rynku praw pochodnych w zakresie kontraktu terminowego FW20 stanowiły w 2000 roku średnio 35% obrotów wszystkimi akcjami notowanymi na krajowym rynku. W roku 2001 wskaźnik ten wyniósł już 1,2. Na koniec 2006 wskaźnik odnotował wartość również na poziomie 1,2. Należy jednak podkreślić, że w tym okresie kapitalizacja rynku giełdowego²⁷ wzrosła z 103 mld PLN do 635 mld PLN²⁸.

²⁵ J. Jakóbczak, *Efektywność i bezpieczeństwo. Rozwój międzynarodowych rynków kapitałowych*, „Rynek Terminowy” nr 8 (2/00), 2000, s. 65.

²⁶ Wskaźnik DLR jest ilorazem obrotów na rynku terminowym (wartości nominalnych zawieranych kontraktów) i obrotów na rynku kasowym.

²⁷ Kapitalizacja rynku akcji – spółek krajowych i zagranicznych.

²⁸ Obliczenia własne na podstawie danych statystycznych GPW w Warszawie S.A.

Tabela 1. Kontrakty terminowe typu futures na indeks giełdowy WIG20 w latach 1999–2006 kwotowane na GPW w Warszawie S.A.

	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Liczba transakcji	2 106 875	1 428 473	1 060 563	1 185 126	964 709	1 162 584	525 172	88 667
Średnia liczba transakcji na sesję	8 428	5 691	4 143	4 722	3 874	4 650	2 092	349
Wolumen	6 242 128	5 156 953	3 484 397	4 118 952	3 057 237	3 646 528	1 490 005	203 843
Wartość obrotu (w mln PLN)	369 347	225 296	122 193	113 661	75 246	96 394	57 390	6 014
Liczba otwartych pozycji (na koniec grudnia)	72 600	30 099	27 460	20 163	17 539	11 412	11 116	4 845

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW w Warszawie S.A.

Chociaż o szybkim rozwoju rynku finansowych instrumentów pochodnych w Polsce zdecydowały obroty kontraktami terminowymi typu futures na WIG20, to inne kontrakty terminowe kwotowane na regulowanym rynku kapitałowym, takie jak: kontrakty terminowe typu futures na indeks TechWIG, kontrakty terminowe typu futures na indeks MIDWIG, kontrakty terminowe typu futures na akcje wybranych spółek oraz walutowe kontrakty terminowe również mają swój udział w rozwoju tego segmentu rynku transakcji terminowych. Niestety, jak dotąd nie podzieliły one sukcesu kontraktu na główny indeks. Stanowią jedynie tło dla kontraktu na indeks WIG20.

Kontrakty futures na indeksy giełdowe

Kontrakty futures na indeksy giełdowe oraz akcje poszczególnych spółek umożliwiają efektywne zabezpieczenie wartości portfeli inwestycyjnych przed niekorzystnymi zmianami cen akcji. Kontrakt terminowy na indeks giełdowy jest umową między dwiema stronami, które zobowiązują się do rozliczenia różnic między przyszłą wartością indeksu a jego wysokością z dnia zawarcia transakcji.

W 1998 roku – pierwszym roku notowań – rozwój rynku futures na WIG20 był stosunkowo powolny. Od 1999 roku obserwuje się wyraźny i systematyczny wzrost zainteresowania tego rodzaju kontraktem finansowym (tabela 1).

W przypadku kontraktów terminowych wystawianych na inne instrumenty bazowe uderzające jest zdecydowanie mniejsze zainteresowanie uczestników rynku. Dowodzą tego dane liczbowe zamieszczone w poniższych tabelach.

Tabela 2. Kontrakty terminowe typu futures na indeks giełdowy TechWIG w latach 2000–2006 kwotowane na GPW w Warszawie S.A.

	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000 (VIII–XII)
Liczba transakcji	12 782	6993	7124	2965	10 547	24 210	12 519
Średnia liczba transakcji na sesję	51	28	28	12	42	97	119
Wolumen	13 419	7617	7961	4379	12 927	33 444	18 070
Wartość obrotu (w mln PLN)	278	105	101	43	130	637	545
Liczba otwartych pozycji (na koniec grudnia)	118	209	181	39	203	146	606

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW w Warszawie S.A.

Tabela 3. Kontrakty terminowe typu futures na indeks giełdowy MIDWIG w latach 2002–2006 kwotowane na GPW w Warszawie S.A.

	2006	2005	2004	2003	2002 (II–XII)
Liczba transakcji	1558	2145	21 068	8211	6464
Średnia liczba transakcji na sesję	6	9	82	33	30
Wolumen	1656	2541	25 424	9418	7672
Wartość obrotu (w mln PLN)	92	89	842	215	144
Liczba otwartych pozycji (na koniec grudnia)	17	40	146	111	124

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW w Warszawie S.A.

Z przeprowadzanych w biurach i domach maklerskich, przez GPW w Warszawie S.A., badań dotyczących udziału poszczególnych grup inwestorów w obrotach wynika, że indywidualni inwestorzy mają największy udział na rynku kontraktów terminowych, gdzie generują ok. 70% łącznych obrotów²⁹. Z zamieszczonych powyżej tabel (nr 1–3) wynika, że obroty na giełdowym rynku praw pochodnych są realizowane w większości tylko na jednej klasie kontraktów terminowych – FW20. Głównym motywem zawieranych transakcji jest motyw spekulacyjny.

Od początku zainicjowania transakcji kontraktami terminowymi na indeks giełdowy WIG20 systematycznie wzrasta wolumen i wartość obrotów. Sprzyjała temu duża zmienność kursów na rynku kasowym. W 2000 roku na fali ogólnoświatowej bessy na rynkach papierów wartościowych, wartość obrotów na rynku terminowym przekroczyła obroty na rynku kasowym. W następnym roku tendencja ta się utrzymała.

Powyższa, krótka charakterystyka trzech pierwszych w historii warszawskiej giełdy indeksowych kontraktów terminowych wydaje się uzasadniona z uwagi na ich innowacyjny charakter, skalę i wolumen obrotów, a także spore zainteresowanie wśród uczestników rynku. Mimo że na rynku bankowym brak konkurencyjnych pochodnych instrumentów finansowych na wskaźniki bazowe rynku kapitałowego, to należy podkreślić, że w Polsce giełdowy rynek praw pochodnych jest głównym konkurentem bankowego rynku instrumentów pochodnych.

Kontrakty terminowe futures na akcje oraz opcje na akcje

Kontrakty terminowe typu futures na akcje poszczególnych spółek giełdowych zostały wprowadzone do obrotu przez GPW w Warszawie w styczniu 2001

²⁹ Badanie zostało przeprowadzone za okres od 1 stycznia do 30 czerwca 2006 r. W badaniach uczestniczyło 19 biur i domów maklerskich reprezentujących ok. 95% udziału w obrocie akcjami oraz ok. 92% udziału w obrocie kontraktami futures.

roku. W roku następnym całkowity obrót kontraktami terminowymi (na indeksy: TechWIG i MIDWIG oraz na akcje spółek giełdowych) notowanymi na rynku praw pochodnych GPW w Warszawie stanowił zaledwie 4,05% obrotów kontraktami na WIG20 (FW20)³⁰. We wrześniu 2003 roku GPW wprowadziła do obrotu opcje na indeks WIG20.

O ile cel charakterystyki indeksowych kontraktów terminowych został uzasadniony, o tyle wydaje się bezzasadna analiza kontraktów na akcje poszczególnych spółek giełdowych oraz opcji na indeks WIG20. Podyktowane jest to głównie krótką obecnością obu instrumentów na rynku oraz niską skalą obrotów.

Kontrakty futures na kurs walutowy

Kontrakt terminowy futures na kurs walutowy jest umową między dwiema stronami, które zobowiązują się do rozliczenia różnic między przyszłym poziomem kursu walutowego spot a poziomem kursu terminowego z dnia zawarcia transakcji. W latach 1998–2006 kontrakty futures na kursy walut były przedmiotem obrotu na czterech rynkach: Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., niektórych giełdach towarowych (np. Warszawskiej Giełdzie Towarowej), Polskiej Giełdzie Finansowej³¹ oraz rynku bankowym.

Jako pierwsza handel kontraktami terminowymi typu futures na waluty obce rozpoczęła we wrześniu 1998 roku GPW w Warszawie S.A. na kurs dolara amerykańskiego. W maju 1999 roku GPW zaoferowała kontrakty futures na euro. Wielkość rynku giełdowych kontraktów walutowych na kurs wymiany PLN do USD oraz z PLN do EUR mierzona liczbą otwartych pozycji jest stosunkowo niewielka.

Tabela 4. Walutowe kontrakty terminowe typu futures na kurs PLN/USD w latach 1999–2006 kwotowane na GPW w Warszawie S.A.

	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Liczba transakcji	2081	4260	2008	1419	1744	3779	1170	399
Średnia liczba transakcji na sesję	8	17	8	6	7	15	5	2
Wolumen	2494	5070	2244	2121	2945	6934	2826	2350
Wartość obrotu (w mln PLN)	157	328	159	166	246	590	253	198
Liczba otwartych pozycji (na koniec grudnia)	65	59	165	85	73	212	62	140

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW w Warszawie S.A.

³⁰ Obliczenia własne na podstawie danych z GPW w Warszawie.

³¹ W styczniu 2002 r. PGF została przejęta przez CeTO (publiczny regulowany rynek pozagiełdowy).

Tabela 5. Walutowe kontrakty terminowe typu futures na kurs PLN/EUR w latach 1999–2006 kwotowane na GPW w Warszawie S.A.

	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999 (V–XII)
Liczba transakcji	498	924	892	2528	1998	3913	1873	36
Średnia liczba transakcji na sesję	2	4	3	10	8	16	7	2
Wolumen	650	1146	1211	4024	3012	7391	5141	1 908
Wartość obrotu (w mln PLN)	51	92	113	357	235	564	423	167
Liczba otwartych pozycji (na koniec grudnia)	3	25	50	165	53	266	168	375

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW w Warszawie S.A.

Nieporównywalnie wyższą wartość zawieranych transakcji terminowych na kurs walut obcych można zaobserwować na rynku międzybankowym. Przykładowo, tylko w grudniu 2001 roku obroty na rynku outright-forward wyniosły 50,6 mld PLN³². W tym samym miesiącu na rynku giełdowym zawarto walutowe transakcje terminowe o łącznej wartości 68 mln PLN. W grudniu 2005 roku obroty netto na rynku walutowym forward wyniosły blisko 20 mld PLN³³. W tym okresie na rynku giełdowym zrealizowano transakcje o wartości 20,5 mln PLN. Dynamiczny rozwój międzybankowego segmentu terminowego jest wywołany przede wszystkim przez banki zagraniczne (taka sytuacja może w przyszłości utrudnić NBP ewentualną interwencję).

2.4. Rynek walutowy

Rynek walutowy stanowi specyficzną formę rynku pieniężnego. Przez niektórych autorów nie jest uznawany za samodzielny segment rynku finansowego³⁴. Pogląd ten należy jednak odrzucić przynajmniej z kilku powodów.

Po pierwsze, mimo silnych współzależności i związków funkcjonalnych między rynkiem walutowym a międzybankowym rynkiem pieniężnym, ten

³² Zob. *Rynek finansowy w Polsce 1998–2001*, NBP, Warszawa 2002, s. 71–76.

³³ Zob. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 r.*, NBP, Warszawa 2006, s. 373.

³⁴ M. Górecki, *Makroekonomia – doradca inwestycyjny* [w:] *Polski Rynek Kapitałowy*, red. K. Nowak, Wydawnictwo WSB, Poznań 1998, s. 11–13; W. Bień, *Rynek finansowy*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 1995, s. 5.

pierwszy w swoim segmencie międzybankowym jest wyodrębnioną instytucjonalną całością. Rynek walutowy stanowi całokształt transakcji wymiany walut wraz z instytucjami pomagającymi je przeprowadzić oraz odrębny zespół reguł, według których są zawierane transakcje walutowe, a także ogół urzędzeń i czynności prowadzących do zawierania transakcji³⁵.

Po drugie, kasowy rynek walutowy w Polsce to głównie rynek międzybankowy. Transakcje walutowe w innych obszarach rynku finansowego stanowią ok. 15% transakcji realizowanych na walutowym rynku międzybankowym. W Polsce ponad 65% obrotów przypada na 5 najaktywniejszych banków. Kolejne 11 banków generuje dalsze 30% obrotów na krajowym rynku walutowym³⁶. Podobna koncentracja występuje na innych rynkach w regionie Europy Środkowej.

Po trzecie, rynek walutowy spełnia wiele ważnych makroekonomicznych funkcji w gospodarce. Jest podstawowym ośrodkiem realizacji polityki kursowej państwa, zapewnia porównywalność cen w skali międzynarodowej, przyczynia się do rozwoju handlu zagranicznego poszczególnych krajów, wiąże krajowy sektor finansowy z międzynarodowym rynkiem finansowym, ustala cenę jednostkową waluty krajowej wyrażoną w jednostce waluty obcej – najważniejszą cenę każdej otwartej gospodarki rynkowej.

Po czwarte, z mikroekonomicznego punktu widzenia rynek walutowy dostarcza podmiotom finansowym i niefinansowym narzędzi ochrony przed ryzykiem kursowym oraz narzędzi spekulacji walutowej w ramach klientowskiego rynku walutowych transakcji terminowych.

Można przyjąć ogólne założenie, że rynek walutowy tym lepiej spełnia swoje funkcje zarówno makroekonomiczne, jak i mikroekonomiczne, im jest bardziej rozwinięty. Inaczej mówiąc: im większy, głębszy oraz bardziej płynny jest rynek dewizowy, w tym większym stopniu spełnia on swoje funkcje. W szczególności chodzi o rynek walutowy jako narzędzie polityki gospodarczej państwa³⁷.

Głównym segmentem rynku walutowego jest rynek międzybankowy, na którym jest zawierana większość transakcji. Pozostałą część stanowi rynek klientowski (określany jako bankowy, detaliczny) oraz rynek giełdowy, który obejmuje głównie terminowe transakcje walutowe.

Na rynku walutowym dokonywane są transakcje zakupu i sprzedaży waluty krajowej za inne waluty, między podmiotami krajowymi oraz zagranicznymi.

Systematycznie rośnie znaczenie transakcji walutowych z udziałem np. złotego zawieranych między nierezydentami (rynek *offshore*). Głównym zagranicznym rynkiem walutowym, na którym transakcje przy użyciu złotego cieszą

³⁵ Por. K. Zabielski, *Finanse międzynarodowe*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 179.

³⁶ Zob. więcej na temat wielkości obrotów i struktury krajowych rynków walutowych objętych cyklicznymi badaniami Banku Rozrachunków Międzynarodowych na stronie internetowej: www.bis.org/pupl/rpfxo4.htm

³⁷ E. Pietrzak, P. Kowalewski, *Projekcja rozwoju rynku walutowego do roku 2000 z makroekonomicznego punktu widzenia* [w:] red. E. Pietrzak, *Polityka kursowa, rynek walutowy oraz instrumenty pochodne, dotychczasowy rozwój i perspektywy*, IBnGR, Warszawa–Gdańsk, 1997, s. 26.

się ciągle rosnącym zainteresowaniem, jest rynek londyński. NBP dysponuje ograniczonymi informacjami na temat wielkości i struktury tego rynku.

W latach 1998–2001 standardowa wartość transakcji zawieranych na krajowym międzybankowym rynku walutowym wynosiła 5 mln USD i 5 mln EUR. W okresie tym przeciętnie 70% transakcji zawieranych na krajowym rynku walutowym stanowiły transakcje zakupu i sprzedaży złotego za dolary USA. Po 1999 r. udział euro w amerykańskich transakcjach rynku walutowego kształtował się średnio na poziomie około 10%, mimo że jego udział w transakcjach związanych z płatnościami za eksport kształtował się w 2001 roku na poziomie 54,6%, natomiast po stronie płatności importowych wynosił 54,2%³⁸.

Od 2001 roku utrwała się zjawisko zmniejszania się wartości transakcji walutowych dokonywanych na krajowym kasowym rynku złotego. Wyraźnie wzrasta płynność na rynku offshore. Jest to efektem dużej aktywności funduszy hedgingowych oraz rosnącego zainteresowania inwestycjami w aktywa denominowane w złotych. Drugim, obserwowanym zjawiskiem jest systematyczny wzrost udziału euro w strukturze walutowej obrotów na rynku międzybankowym.

Zasadniczym motywem zawierania transakcji jest spekulacja. Dealerzy rynku walutowego (banki komercyjne) – dokonują transakcji pod wpływem oczekiwań (bardziej lub mniej sformalizowanych prognoz) zmian kursu. Ten rodzaj transakcji w największym stopniu decyduje o płynności rynku walutowego, jest jego kołem zamachowym. Płynność rynku – podstawowy miernik jego rozwoju – ma istotne znaczenie dla zamykania pozycji walutowych w dowolnym momencie, bez znaczącego wpływu na zmianę kursu. Tym samym przesądza o możliwości kreacji pochodnych instrumentów finansowych.

Rynek walutowy, podobnie jak rynek pieniężny, nie ma swojej określonej lokalizacji (tak jak np. giełdy). Transakcje między uczestnikami są zawierane telefonicznie oraz za pomocą terminali połączonych siecią teleinformatyczną. Dlatego rynki te określa się jako OTC (*over-the-counter*). Uczestników rynku walutowego można podzielić zasadniczo na trzy grupy: banki komercyjne, brokerzy – często o charakterze międzynarodowym, oraz banki centralne. Dominująca część transakcji jest zawierana bezpośrednio między bankami komercyjnymi, które są największymi uczestnikami tego rynku. Brokerzy międzynarodowi to zazwyczaj instytucje finansowe, które umożliwiają innym dostęp do tego rynku – mniejszym bankom, korporacjom niefinansowym czy inwestorom indywidualnym. Istotnym uczestnikiem tego rynku są również banki centralne. Głównym celem ich obecności i działalności są zwykle doraźne interwencje oraz bieżący monitoring kształtowania się kursów wymiany walut. Postęp technologiczny, który sprzyja de facto rozwojowi wszystkich segmentów rynku finansowego, oraz rosnąca popularność handlu walutami obcymi powodują coraz większe zainteresowanie transakcjami zabezpieczającymi i czysto spekulacyjnymi przy niewielkim angażowaniu własnych środków.

³⁸ *Rynek finansowy w Polsce 1998–2001*, NBP, Warszawa 2002, s. 65.

W przypadku rynku walutowego można mówić o co najmniej trzech motywach zawierania transakcji walutowych:

- 1) wymianie walut pochodzących z transakcji handlowych lub inwestycji dokonywanych przez przedsiębiorstwa lub inwestorów zagranicznych,
- 2) zabezpieczeniu się przed ryzykiem niekorzystnych zmian kursów walut,
- 3) spekulacji, czyli chęci wykorzystywania wahań kursowych w celu osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków; transakcje tego typu są zawierane zarówno na rynku transakcji natychmiastowych, jak również na rynku korespondującym – rynku walutowych transakcji terminowych.

Spekulacja na transakcjach walutowych, połączona z możliwościami wykorzystywania wysokiej dźwigni finansowej³⁹, jest najczęstszym motywem inwestowania na rynku walutowym. Pochodne instrumenty walutowe oparte na zmienności kursów walutowych są obecnie rozpatrywane jako nowa kategoria aktywów i alternatywny sposób alokacji nadwyżek finansowych instytucji finansowych oraz niefinansowych na rynku międzybankowym i detalicznym (bankowym). Wszystkie te transakcje z jednej strony gwarantują wysoką płynność, z drugiej – powodują znaczną dynamikę rozwoju tego segmentu rynku finansowego oraz dużą zmienność kursów walut⁴⁰.

Baza dla kreowania instrumentów pochodnych

Warunki zaistnienia i rozwoju rynku walutowego w Polsce pojawiły się dopiero w 1990 roku wraz z początkiem transformacji ustrojowej, a w jej ramach nowej polityki gospodarczej, której elementem było całkowicie nowe podejście do liberalizacji dewizowej i kursu walutowego⁴¹.

Rozwój rynku walutowego oraz rozwój rynku transakcji terminowych na bazie zmienności kursów walut zależy od następujących czynników: polityki dewizowej, polityki kursowej, polityki pieniężnej (w szczególności polityki stóp procentowych) oraz od ogólnego postępu w zakresie budowy sprawnego systemu gospodarczego, w tym systemu finansowego.

Ewolucja mechanizmu kursowego i powiązany z tym rozwój rynku walutowego w Polsce dowodzą, że budowa tego segmentu rynku finansowego przebiega prawidłowo⁴². Rynek walutowy jest jednym z największych segmentów rynku finansowego w Polsce oraz największym i najbardziej płynnym spośród ryn-

³⁹ Nierzadko kilkunastokrotnie; np. Bank Handlowy w Warszawie S.A. oraz BRE Bank S.A. oferują dla swoich najlepszych klientów dźwignię 20-krotną.

⁴⁰ A. Dziewięcki, *op.cit.*, s. 15.

⁴¹ E. Pietrzak, P. Kowalewski: *op.cit.*, s. 27.

⁴² Więcej na temat ewolucji mechanizmu kursowego w Polsce zobacz m.in. w: W. Małecki, *Polityka kursowa w Polsce w okresie transformacji*, *Studia Finansowe*, 53/2000, s. 17–28; A. Sławiński, *National Bank of Poland Monetary Policy and Capital Flows*, NBP Research Department, Paper nr 15, 1999; oraz w serii publikacji IBnGR z Gdańska, poświęconych polityce kursowej i rynku walutowego, „Transformacja Gospodarki”, nr 88, 93, 102, 106.

ków Europy Środkowej⁴³. Przykładowo: łączne obroty na rynku walutowym w 2000 roku wyniosły 5200 mld PLN⁴⁴. Dla porównania wartość obrotów na rynku kapitałowym (w segmencie giełdowym) w 2000 roku wyniosła 108 mld PLN⁴⁵, a na rynku pieniężnym (w segmencie bonów skarbowych, bonów pieniężnych oraz lokat międzybankowych) ok. 3650 mld PLN⁴⁶.

Postępujący rozwój rynku walutowego oraz dynamiczny rozwój jego segmentu terminowego zależy w dużej mierze – oprócz wcześniej wymienionych czynników o charakterze konstytutywnym, systemowym – od kształtowania się strumienia dewiz przepływających przez krajowy rynek walutowy. Siła strumienia przepływających dewiz zależy z jednej strony od skali płatności związanych z handlem zagranicznym (wpływy dewizowe przedsiębiorstw z eksportu oraz wpływy rządu z prywatyzacji, płatności za import, płatności związane ze spłatą zadłużenia zagranicznego rządu, środki pożyczone przez przedsiębiorstwa krajowe za granicą oraz spłata tych pożyczek), a z drugiej – od skali przepływów kapitałowych (głównie kapitału portfelowego, krótkoterminowego). Skala tych ostatnich uzależniona jest z kolei od: ogólnego klimatu panującego na międzynarodowych rynkach finansowych, zagrożeń wynikających z powstania i rozwoju kryzysów finansowych w określonych regionach świata, różnic w oprocentowaniu kapitału na różnych rynkach.

Dla współczesnych rynków walutowych, przyspieszających rozwój globalizacji kapitału, charakterystyczna jest sytuacja, w której różne jakościowo i ilościowo zmiany w gospodarkach i bilansach płatniczych poszczególnych krajów wywołują takie same zmiany kursów walutowych⁴⁷. W takich warunkach analiza zmian kursów walutowych i ich ocena jest bardzo trudna. Oczywistym tego dowodem jest sytuacja, w której w wyniku zmian, jakie zaszły w ostatnich dekadach na międzynarodowych rynkach walutowych, dotychczasowe teorie kursu walutowego nie są w stanie wyjaśnić wahan kursów wymiennych i są mało pomocne przy prognozowaniu ich wysokości⁴⁸. Wyznawane wcześniej poglądy, że zmiany kursów walutowych są odzwierciedleniem racjonalnych oczekiwań inwestorów, a odchylenie kursu od poziomu równowagi jest tylko efektem nadreakcji rynku pod wpływem pojawiających się nowych informacji, okazały się mało trafne. Rynek walutowy różnie reaguje na nowe informacje o gospodar-

⁴³ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 r., op.cit., s. 347.*

⁴⁴ M. Siudaj, *Terminowy rośnie w siłę*, „Parkiet. Gazeta Giełdy”, 23 marca 2001.

⁴⁵ Informacja na podstawie danych uzyskanych z GPW w Warszawie S.A.

⁴⁶ Informacja na podstawie danych uzyskanych z NBP.

⁴⁷ Przyczyna wydaje się dość prozaiczna. Spadek kursów uzależniony może być jedynie od rodzaju „etykiety” (np. „gospodarka wschodząca”) przypisanej danemu rynkowi, krajowi. Straty poniesione przez międzynarodowe instytucje finansowe na jednym rynku, najczęściej są rekompensowane przez szybką sprzedaż walerów finansowych w innych krajach, co ma istotny wpływ na kursy ich walut. Sama kondycja gospodarki jest wówczas mniej istotna.

⁴⁸ A. Sławiński, *Czynniki wpływające na kurs złotego*, „Rynek Terminowy” nr 13 (3/01), 2001, s. 8.

ce⁴⁹. Potwierdzeniem tej tezy była sytuacja na polskim rynku walutowym w latach 2000–2001, kiedy kurs złotego, mimo wielu niepokojących danych o stanie polskiej gospodarki, zachowywał swój trend wzrostowy (aprecjacja złotego względem dolara i euro).

Powyższe rozważania, potwierdzone przez rzeczywistość gospodarczą ostatnich lat, dowodzą o dużym stopniu losowości kursu walutowego⁵⁰. Świadomość tego stanowi główny motyw działania przedsiębiorstw zabezpieczających się przed ryzykiem kursowym, tak trudnym obecnie do skalkulowania. Rynek bankowy oferuje wiele instrumentów, pozwalających skutecznie zabezpieczyć się przed ryzykiem tego rodzaju.

Naszkirowana struktura rynku finansowego ukazuje rolę, znaczenie oraz związki, jakie zachodzą między sferą realną gospodarki a związanymi z nią przepływami finansowymi w różnych obszarach rynku finansowego. Generalnie każdy z wymienionych segmentów operacyjnych rynku finansowego może sprzyjać efektywniejszemu funkcjonowaniu gospodarki, zwiększając jej konkurencyjność.

⁴⁹ Ch.A.E. Goodhart, *The Foreign Exchange Market: A Random Walk with Dragging Anchor*, „Economica” nr 55 (1988), s. 437–460, podaję za A. Sławińskim, *op.cit.*, s. 12.

⁵⁰ Teza ta jest zgodna z poglądami reprezentowanymi m.in. przez A. Alesina i F. Giavazzi: A. Alesina, F. Giavazzi, *Ręce precz od silnego euro*, „Rzeczpospolita”, 22 maja 2003 r.

Rozdział 3. EKONOMICZNE ASPEKTY FUNKCJONOWANIA RYNKU INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

3.1. Wpływ ryzyka na tworzenie innowacji finansowych

Ryzyko to nieodłączny element funkcjonowania podmiotów gospodarujących. Wiele działań podejmowanych przez przedsiębiorstwa służy jego ograniczeniu. W literaturze ekonomicznej ryzyko jest tematem obszernych badań, które jednak nie doprowadziły do przyjęcia powszechnie akceptowanej jego definicji.

Ryzyko stanowi efekt kompilacji wielu zmieniających się nieustannie czynników o różnorodnym charakterze. W zależności od przyjętego punktu odniesienia, badacze definiują ryzyko w aspekcie celów realizowanych badań¹. W ekonomii i statystyce odróżnia się ryzyko od niepewności. Ta ostatnia jest uważana za immanentną cechę rzeczywistości. Wynika z wielkiej liczby podmiotów rynkowych, ich złożoności, zmienności, zależności zachodzących między nimi, i w ich otoczeniu, oraz z ograniczonej możliwości kontrolowania przez ludzi czynników kształtujących rzeczywistość. Można zatem mówić o niepewności natury, zwanej niepewnością obiektywną, zewnętrzną, egzogeniczną lub niezależną. Źródłem niepewności jest środowisko zewnętrzne, w którym zachodzą procesy wymykające się precyzyjnemu przewidywaniu i kontroli².

Ryzyko jest związane z niepewnością (jej cechami) oraz z poziomem awersji decydenta do ryzyka. Przez ryzyko rozumie się sytuację, w której jest znane prawdopodobieństwo wystąpienia określonych zdarzeń (znana jest wartość oczekiwana zmiennej losowej). W ten sposób postrzega omawiane zjawisko J.F. Sinkey Jr.³, który twierdzi, że „ryzyko – to niepewność związana z przyszłymi wydarzeniami lub wynikami decyzji”. Można zatem stwierdzić, że prawdopodobieństwo to miara ryzyka, a nie jego istota.

¹ Za W. Rogowski, J. Grzywacz, *Ryzyko kredytowe – pojęcie oraz klasyfikacje*, „Bank i Kredyt” nr 10, 1999, s. 18.

² K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje, instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 98.

³ J.F. Sinkey Jr, *Commercial Bank Financial Management in the financial Services Industry*, Macmillan Publishing Company 1992, s. 391.

W literaturze przedmiotu znajdujemy różne podejścia i klasyfikacje ryzyka całkowitego oraz ryzyka ujawniającego się w sektorze finansowym⁴.

Niektórzy autorzy proponują następującą koncepcję ryzyka⁵:

1) ryzyko wynikające z możliwości wystąpienia niepożądanego zdarzenia, która zagraża osiągnięciu zamierzonego celu (negatywne rozumienie ryzyka). W praktyce, dla przedsiębiorstwa oznacza to stratę na działalności, zmniejszenie potencjalnych zysków, utratę wiarygodności, płynności oraz inne trudności o charakterze finansowym i operacyjnym;

2) ryzyko wynikające z możliwości zrealizowania dochodu różniącego się od dochodu oczekiwanego (neutralne rozumienie ryzyka). W niektórych przypadkach rozwój wydarzeń wewnątrz przedsiębiorstwa oraz w jego otoczeniu może przyczynić się do nieoczekiwanej poprawy jego sytuacji. Takie korzyści może stwarzać przykładowo dla przedsiębiorstwa bankowego korzystne kształtowanie się rynkowych stóp procentowych.

Ryzyko należy rozpatrywać zatem w kontekście podmiotu, który jest na nie wyeksponowany. Ryzyko w sektorze finansowym wiąże się głównie z przepływami pieniężnymi⁶, zachodzącymi między instytucjami finansowymi oraz instytucjami finansowymi a niefinansowymi. W przypadku ostatniej grupy oprócz ryzyka finansowego występują także inne jego rodzaje, związane z typem prowadzonej działalności podstawowej. Fakt ten ma bardzo istotny wpływ na relacje z instytucją kredytową.

Nauka finansów do dziś nie stworzyła powszechnie uznawanego i pełnego modelu działania przedsiębiorstwa bankowego. Nic więc dziwnego, że nadal brak także spójnej teorii ryzyka bankowego⁷.

W literaturze z zakresu bankowości i finansów można znaleźć kilkadziesiąt różnorodnych klasyfikacji ryzyka bankowego. Poniżej zaprezentowano przykładową klasyfikację.

Dominującym rodzajem ryzyka w segmencie bankowym są dwa współzależnie z sobą powiązane rodzaje ryzyka⁸:

⁴ Por. M. Rotschild, J. Stiglitz, *Increasing Risk: I. A Definition*, „Journal of Economic Theory” nr 13, 1976; K. Jajuga, *Ryzyko w finansach*, „Rector’ Lectures, nr 30, AE w Krakowie, 1996; B. Gruszka, Z. Zawadzka, *Ryzyko w działalności bankowej. Zabezpieczenia systemowe*, Warszawa 1992; R. Chudzik, *Kategorie ryzyka bankowego – próba klasyfikacji zjawiska*, „Bank i Kredyt” nr 1 (1993).

⁵ Zob. K. Jajuga, *Nowe tendencje w zarządzaniu ryzykiem finansowym*, „Rynek Terminowy” nr 3 (5/99), 1999, s. 62; Z. Fedorowicz, *Ryzyko bankowe*, Warszawa 1996, s. 13–17; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1993, s. 232.

⁶ Por. C. Kosikowski: *Publiczne prawo bankowe...*, s. 182–184.

⁷ Za K. Jackowicz, *Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 31.

⁸ *Bankowość...*, *op.cit.*, s. 598.

1. Ryzyko w obszarze finansowym określane jako typowo bankowe, o zasadniczym znaczeniu przy zarządzaniu ryzykiem w działalności bankowej.
2. Ryzyko operacyjne ujawniające się w obszarze techniczno-organizacyjnym.

Do ryzyka w obszarze finansowym należy zaliczyć⁹:

- 1) Ryzyko płynności – związane z powstawaniem nieoczekiwanych strat w wyniku wydłużenia się braku zdolności do spłacania zobowiązań. Płynność finansowa banków zależy od wielkości i jakości aktywów i pasywów oraz stopnia ich powiązania („czasowego zazębienia się”). Przyczyną utraty płynności jest najczęściej niespodziewane wycofanie dużej liczby lokat przy jednoczesnym zaprzestaniu spłacania kredytów. Ryzyko płynności w przypadku przedsiębiorstw niebankowych wiąże się z brakiem dogodnych warunków zamiany posiadanych aktywów na gotówkę. Wynika ono z obniżki cen (ewentualnie innych ustępstw, które trzeba ponieść) na korzyść potencjalnego nabywcy prawa do aktywów po to, aby zamknąć pozycję na rynku. Im większa płynność, *ceteris paribus*, tym kursy kształtują się na wyższym poziomie. Generalnie, poziom ryzyka płynności jest uzależniony od dojrzałości rynku: im bardziej dojrzały, tym mniejsze ryzyko płynności.
- 2) Ryzyko rynkowe – przejawia się poprzez zmienność cen. Ma charakter jednorodny dla wszystkich kontraktów. W tej grupie ryzyka wyróżnia się:
 - a) ryzyko stopy procentowej,
 - b) ryzyko kursu walutowego,
 - c) ryzyko cen akcji,
 - d) dodatkowo w ramach tej grupy osobnego potraktowania wymaga ryzyko cen towarów, w tym cen metali szlachetnych.

Przy każdym z wymienionych rodzajów ryzyka można mówić o dwóch cenach rynkowych, których zmienność generuje ryzyko. Jest to cena spot (należymostowa, kasowa) i cena terminowa.

- 3) Ryzyko niewypłacalności partnera transakcji – to niebezpieczeństwo nieosiągnięcia przez przedsiębiorstwo założonego wyniku na skutek częściowej lub całkowitej straty, wynikającej z niewywiązania się ze swoich obowiązków przez partnerów transakcji. W ramach tego rodzaju ryzyka wyróżnia się m.in.:
 - a) ryzyko kredytowe – wiąże się z niedotrzymaniem przez stronę jakiegokolwiek warunków kontraktu finansowego. Ryzyko związane bezpośrednio z partnerem transakcji. Ma charakter zindywidualizowany. Jest rozpatrywane w dłuższej perspektywie czasu;
 - b) ryzyko spadku wartości rynkowej – wiąże się z bilansowymi stratami z tytułu trwałego spadku cen rynkowych różnego rodzaju dłużnych pa-

⁹ Por. K. Jajuga, *Nowe tendencje w zarządzaniu ryzykiem finansowym...*, *op.cit.*, s. 62–63.

pierów wartościowych, akcji czy udziałów w innych podmiotach. Jest skutkiem pogorszenia się standingu ich emitenta;

- c) ryzyko tradycyjnych (gwarancje i poręczenia bankowe) i nowych transakcji pozabilansowych (transakcje swapowe, terminowe i opcyjne).

Drugi ważny obszar ryzyka, na które narażone jest przedsiębiorstwo bankowe, to obszar techniczno-organizacyjny. O ile całym ryzykiem finansowym można efektywnie zarządzać poprzez zastosowanie różnego rodzaju narzędzi zarządzania ryzykiem, o tyle ryzyko operacyjne ma zupełnie inną specyfikę. Wynika ono z uchybień w realizacji i implementacji systemów ostrożnościowych. Przykładowo dla przedsiębiorstwa bankowego są to adekwatność kapitałowa, współczynniki wypłacalności, limity koncentracji, wskaźniki płynności, limitowanie pozycji walutowych i inne¹⁰.

Oprócz wyżej wymienionych rodzajów ryzyka należy również zwrócić uwagę na ryzyko prawne i systemowe. Ryzyko prawne ma źródło w zmianach regulacji prawnych (np. wzrost obciążeń podatkowych, zmiany w zasadach wyceny instrumentów finansowych). Ryzyko systemowe wiąże się z postępującym procesem liberalizacji przepływu usług finansowych oraz kapitału na skalę światową. To niebezpieczeństwo, m.in. przenoszenia się kryzysu finansowego z jednego kraju do drugiego, spowodowane jest rosnącą współzależnością krajowych systemów finansowych.

Teoria i praktyka zarządzania ryzykiem znalazły szerokie zastosowanie w sektorze finansowym, w którym powszechnie wykorzystuje się instrumenty pochodne – jako narzędzia zarządzania różnego rodzaju ryzykiem.

3.2. Instrumenty pochodne jako narzędzie zarządzania ryzykiem

Temat niniejszej książki zawęża rozważania wyłącznie do pochodnych instrumentów finansowych jako innowacyjnych narzędzi wspomagających proces zarządzania ryzykiem. W związku z tym świadomie pominięto wiele różnych środków, technik, metod, regulacji i szczegółowych wewnętrznych procedur, mających za cel ochronę przed poszczególnymi rodzajami ryzyka¹¹.

¹⁰ Por. *The New Basel Capital Accord-an Explanatory Note*, Annex 2, Basle Committee on Banking Supervision, January 2001, s. 10.

¹¹ Praktyka bankowa wypracowała wiele środków, których celem jest wzmocnienie bezpieczeństwa banków. Należy do nich zaliczyć głównie uregulowania w ustawodawstwie: bankowym, dewizowym, fiskalnym, w prawie handlowym, w ustawie o rachunkowości i w wielu innych aktach prawnych. Na podstawie zapisów przywołanych regulacji prawnych tworzone są systemy i instytucje ubezpieczające wkłady pieniężne, gwarantujące kredyty, system controlingu i analiz informacji, system planowania i programowania rozwoju, system rachunku kosztów, system monitorowania

Deregulacja, liberalizacja i globalizacja powodują uaktywnienie nowych zagrożeń. Wynikają one głównie z niepewności i niemożności przewidzenia wszystkich okoliczności przyszłych zdarzeń, które należy brać pod uwagę przy podejmowaniu decyzji. Działając w zmiennym środowisku, przedsiębiorstwa bankowe wypracowały instrumenty ułatwiające zarządzanie różnymi rodzajami ryzyka, zapewniając sobie i swoim klientom ochronę otwartych pozycji w różnych kontraktach finansowych.

Całkowite ryzyko, w zależności od przyjętych kryteriów, można podzielić na różne rodzaje oraz dokonać klasyfikacji przyczyn jego powstawania¹². Źródła każdego rodzaju ryzyka można z kolei podzielić na makroekonomiczne i mikroekonomiczne. Za najważniejsze przyczyny powstawania ryzyka w sektorze finansowym uważa się zmiany o charakterze egzogenicznym i endogenicznym¹³. Do pierwszej grupy możemy zaliczyć na przykład:

- 1) spadek eksportu (produkcji przemysłowej, dochodu narodowego),
- 2) utrzymujące się trwale ujemne saldo bilansu handlu zagranicznego,
- 3) międzynarodowe kryzysy walutowe i finansowe,
- 4) niedopasowany poziom regulacji sektora do stopnia rozwoju całej gospodarki.

Do drugiej grupy przyczyn można między innymi zaliczyć zmiany poziomu:

- 1) stóp procentowych na rynkach finansowych,
- 2) siły nabywczej pieniądza krajowego,
- 3) stawek obciążeń fiskalnych,
- 4) kursu walutowego,
- 5) płynności finansowej.

Ryzyko na rynku finansowym, oprócz wcześniej przykładowo wymienionych przyczyn, wiąże się również z przyczynami natury politycznej, społecznej, demograficznej, technicznej i międzynarodowej. Wymienione przyczyny odnoszą się w podobnym zakresie do wszystkich przedsiębiorstw.

Następstwa ryzyka finansowego mają zróżnicowany charakter. Można wśród nich wskazać na przykład:

- 1) ekonomiczne (zmniejszenie dochodu z działalności, utrata części lub całości funduszy związanych z określonym produktem, utrata płynności, niewypłacalność),
- 2) prawne (zwiększenie bądź zmniejszenie regulacji prawnych w sektorze),
- 3) społeczne (nadwężenie reputacji podmiotu bankowego, spadek poziomu zaufania dla całego systemu bankowego).

i ograniczania ryzyka bankowego. W ramach tego ostatniego należy wymienić system norm prawnych regulujących: płynność, wielkość kapitału własnego, relację kapitału własnego do podejmowanego ryzyka, dywersyfikację ryzyka.

¹² Por. D. Dziawgo, *Credit-rating; Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 15–31; K. i T. Jajuga, *Inwestycje...*, s. 98–101.

¹³ Por. Z. Fedorowicz, *Ryzyko bankowe, op.cit.*, s. 3–17 [w:] C. Kosikowski, *op.cit.*, s. 181.

Na podstawie dotychczasowych rozważań można stwierdzić, iż ryzyko to nieodłączny element działalności bankowej oraz każdej innej działalności gospodarczej. Współcześnie jego źródła i skutki mają zróżnicowany, nieliniowy i wieloaspektowy charakter.

Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwie niefinansowym różni się zasadniczo od spotykanego w branży finansowej. Dotyczy to również zarządzania ryzykiem. W przedsiębiorstwie niebędącym pośrednikiem finansowym jest działalnością dodatkową, w instytucji finansowej wyraźną częścią działalności podstawowej.

Podejście do kwestii zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie niefinansowym zmienia się w zależności od specyfiki i rozmiarów prowadzonej działalności. Polega głównie na sporządzaniu raportów, statystyk, monitorowaniu sposobu księgowania instrumentów finansowych, śledzeniu zjawisk finansowych zachodzących w otoczeniu organizacji, rozwiązywaniu problemów podatkowych, kontroli współpracujących jednostek organizacyjnych oraz stosowaniu instrumentów zarządzania ryzykiem.

Specyfika zarządzania finansowego w przedsiębiorstwie finansowym opiera się często na przejmowaniu ryzyka od innych podmiotów oraz jego profesjonalnym zarządzaniem w zamian za określone wynagrodzenie. Dlatego precyzyjna identyfikacja ryzyka, przedsięwzięcia zarobkowe podejmowane w oparciu o nie, kontrola, mierzenie efektywności i doskonalenie procesu jego zarządzania stanowią przedmiot szczególnej troski samego podmiotu, ale również wielu instytucji kontrolnych.

Na podstawie licznych badań sektora finansowego należy stwierdzić, że najważniejszymi typami ryzyka – przedmiotem szczególnego zainteresowania przedsiębiorstw finansowych (głównie banków) – są: ryzyko kredytowe, ryzyko stopy procentowej oraz ryzyko walutowe.

Trzeba podkreślić, że wymienione typy ryzyka nie stanowią zamkniętego katalogu. Uznaje się je za najważniejsze nie tylko w działalności bankowej. Klienci przedsiębiorstw bankowych (głównie przedsiębiorcy) w coraz większym stopniu uświadamiają sobie potrzebę zarządzania wyżej wymienionymi typami ryzyka. Wpływają one bowiem na wielkość przychodów. Mogą znacząco obniżyć wynik finansowy każdego obiektu gospodarującego.

3.2.1. Ryzyko kredytowe

Za tradycyjny i najbardziej charakterystyczny rodzaj ryzyka, szczególnie dla praktyki bankowej, uznaje się ryzyko kredytowe. Obejmuje ono:

- 1) ryzyko utraty zdolności obsługi zadłużenia przez kredytobiorcę z tytułu zaciągniętego długu,
- 2) ryzyko konieczności wywiązania się przez bank z zobowiązań z tytułu udzielonych akredytyw, gwarancji i poręczeń bankowych,

- 3) ryzyko utraty zdolności obsługi zadłużenia z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych (bank często pełni rolę agenta emisji, często pierwszy nabywa skrypty dłużne i organizuje dla nich rynek wtórny; przejmuje na siebie dodatkowe ryzyko wypłacalności emitenta),
- 4) ryzyko utraty zdolności obsługi zobowiązań powstałych w wyniku wystawienia (wyemitowania) opcji, warrantów; wzrost tego typu ryzyka wynika w dużym stopniu z rozwoju pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych,
- 5) ryzyko obniżenia ratingu kredytobiorcy,
- 6) wzrost liczby bankructw w otoczeniu podmiotu i zapowiedź recesji.

Powyższa prezentacja wylicza główne zagrożenia, można zatem powiedzieć, że wpisuje się w nurt negatywnego postrzegania ryzyka. W przypadku ryzyka kredytowego takie podejście wydaje się adekwatne. Przedstawiony podział wskazuje także, iż produkty i działania banku, które stwarzają ryzyko kredytowe, są umiejscowione w różnych jednostkach organizacyjnych banku, jak również poza nim. W konsekwencji można spotkać wiele klasyfikacji ryzyka kredytowego¹⁴. Funkcjonuje też wiele jego klasyfikacji, przyjmujących odmienne kryteria różnicujące. Analizując liczne propozycje systematyki ryzyka kredytowego, można wyprowadzić następujące ogólne wnioski:

- 1) ryzyko kredytowe wiąże się nie tylko z kredytem bankowym, ale również z innymi produktami bankowymi,
- 2) ryzyko kredytowe stanowi wypadkową ryzyka wypłacalności, ryzyka płynności, struktury kapitału, ryzyka przyjętych form zabezpieczenia, ryzyka wartości pieniądza w czasie oraz ściśle powiązanego z nim ryzyka stopy procentowej,
- 3) ze względu na przyczyny powstania ryzyka kredytowego należy stwierdzić, że jest ono skutkiem błędnych decyzji samego banku (ryzyko przedkredytowe, ryzyko prognoz finansowych, ryzyko decyzji bankowych, ryzyko ekonomicznych warunków kredytu) albo działaniem niezależnych czynników zewnętrznych (polityki ekonomicznej, sprawności aparatu państwowego, ryzyka kraju).

Dotychczasowa praktyka bankowa wypracowała wiele mechanizmów i instytucji pozwalających efektywnie zarządzać ryzykiem kredytowym¹⁵. Jednym z wielu narzędzi zarządzania są od niedawna kredytowe instrumenty pochodne. Wzrost popytu na instrumenty pochodne oraz różnorodność potrzeb przedsiębiorstw w kwestii zabezpieczania przed ryzykiem wymogło poszerzenie oferty produktowej wielu banków w tym zakresie. Dostępne obecnie na rynku banko-

¹⁴ Szerzej na ten temat zob. H.E. Buschgen, *Przedsiębiorstwo bankowe*, tom 2, Poltext, Warszawa 1997, s. 248–250.

¹⁵ W skład takich działań i mechanizmów wchodzi: działania systemowo-organizacyjne, działania realizacyjne oraz działania kontrolno-monitoringowe.

wym kontrakty terminowe pozwalają precyzyjnie dopasować i zabezpieczyć indywidualną ekspozycję na ryzyko.

3.2.2. Ryzyko stopy procentowej

Ryzyko stopy procentowej należy uznać za główny element sukcesu bądź niepowodzenia obiektu gospodarującego w procesie zarządzania swoimi aktywami i pasywami. Wielu badaczy sytuuje ryzyko stopy procentowej wśród najważniejszych rodzajów ryzyka¹⁶, zaliczając je jednocześnie do szerszej grupy ryzyka finansowego¹⁷. Należy podkreślić, że zarówno w literaturze ekonomicznej, jak i w praktyce gospodarczej spotyka się wiele różnych rodzajów stóp procentowych. Wielość terminów i nadawanych im znaczeń może wprowadzać pewnego rodzaju zamieszanie semantyczne¹⁸. W niniejszych rozważaniach głównym punktem odniesienia są stopy procentowe, na podstawie których konstruuje się procentowe instrumenty pochodne.

Przyczyną zagrożenia ryzykiem stopy procentowej jest nierównomierna elastyczność dopasowania się do zmian rynkowej stopy procentowej po stronie aktywów i pasywów. Efektem tego może być¹⁹:

1) zmniejszenie się różnicy między odsetkami otrzymanymi a płaconymi, co wystąpi wówczas, gdy:

- a) przy rosnącym poziomie rynkowych stóp procentowych wzrastają odsetki po stronie pasywów, natomiast na skutek zawartych wcześniej umów nie ma możliwości podniesienia stopy procentowej po stronie aktywów,
- b) przy spadającym poziomie rynkowych stóp procentowych odsetki otrzymywane po stronie aktywów spadają, natomiast nie ma możliwości obniżenia odsetek płaconych przez bank po stronie pasywów;

2) konieczność przewartościowania i spisania na straty części wartości papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu, gdyż przy rosnącej rynkowej stopie procentowej spada rynkowy kurs tych papierów.

Zmiany rynkowych stóp procentowych mogą mieć zatem zarówno negatywny, jak i pozytywny wpływ na wynik finansowy przedsiębiorstwa oraz jego wartość rynkową.

¹⁶ Zob. m.in.: D.G. Uyemura, D.R. Deventer, *Financial Risk Management in Banking*, Bankers Publishing Company 1993, s. 6; S. Bereza, *Zarządzanie ryzykiem bankowym*, Związek Banków Polskich, Warszawa 1992, s. 14.

¹⁷ Por. G.H. Hempel, *Bank Management, Text and Cases*, New York, John Wiley and Sons, 1990, s. 82–83. Podaję za K. Jackowicz, *op.cit.*, s. 34.

¹⁸ Zob. m.in. na ten temat: K. Jackowicz, *op.cit.*, s. 13–28; M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1994, s. 112.

¹⁹ *Bankowość...*, *op.cit.*, s. 744.

Na podstawie badań własnych, w tym wywiadów z pracownikami instytucji bankowych na temat środowiska, sytuacji i powiązań kształtowania się stóp procentowych na polskim rynku finansowym, należy stwierdzić, że:

- 1) ocena kształtowania stóp procentowych opiera się głównie na przewidywaniach (analizie otoczenia makroekonomicznego, obserwacjach rynku, nierzadko nawet intuicji). Przyszłe stopy procentowe nie są wyliczane na podstawie sformalizowanych metod, tak jak odbywa się to na rynkach zagranicznych;
- 2) sytuacja na rynku stopy procentowej jest o wiele bardziej uzależniona od sytuacji makroekonomicznej gospodarki niż w przypadku rynku walutowego;
- 3) spekulacje inwestycyjne na podstawie stopy procentowej mają charakter nierzeczywisty;
- 4) stopa kredytu lombardowego stanowi krańcowy koszt pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym;
- 5) krótkoterminowa krzywa rentowności instrumentów funkcjonujących na podstawie oprocentowania (bądź stopa dyskonta) implikowana jest działaniami Rady Polityki Pieniężnej i Narodowego Banku Centralnego;
- 6) długoterminowa krzywa rentowności pozostaje w gestii sił rynkowych;
- 7) głównym punktem odniesienia kształtowania się innych stóp procentowych jest referencyjna stopa rynku międzybankowego WIBOR.

3.2.3. Ryzyko kursu walutowego

Ryzyko walutowe to niebezpieczeństwo pogorszenia się sytuacji finansowej na skutek niekorzystnej zmiany kursu walutowego. W bardziej ogólnym znaczeniu ryzyko walutowe to stosunek zmiany wartości rynkowej przedsiębiorstwa do zmiany kursu walutowego, gdzie wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest obliczana jako wartość bieżąca przepływów finansowych generowanych przez to przedsiębiorstwo.

Powszechnie jako ryzyko walutowe traktuje się ryzyko wahan kursu wymiany wokół określonej wartości, przy czym wartość ta jest ustalana przez prognozy kursu walutowego. Ryzyko walutowe wynika zatem z odchyień od wartości oczekiwanej sumy końcowej i może być określane przez miary dyspersji²⁰. Zdolność przedsiębiorstwa do ponoszenia ryzyka walutowego jest uzależniona od liczby otwartych pozycji walutowych, które ustala się jako saldo należności i zobowiązań wyrażonych w walutach obcych. Ekspozycja na ryzyko walutowe dla wszystkich podmiotów rynkowych narażonych na nie obejmuje zatem:

- 1) pozycje bilansu denominowane w obcych walutach,

²⁰ Zob. szerzej H.E. Buschgen, *op.cit.*, s. 312.

- 2) przewidywane przyszłe składniki aktywów lub pasywów denominowane w walutach obcych, które nie zostały jeszcze ujęte w księgach rachunkowych,
- 3) płatności denominowane w walutach obcych, które ujawnią się, jeżeli dojdzie do powstania zdarzenia wcześniej uzgodnionego w umowie kontraktu z partnerem transakcji²¹.

Na podstawie badań własnych dotyczących środowiska kształtowania się kursów walutowych na polskim rynku finansowym, można stwierdzić, że:

- 1) ocena kształtowania się kursów walutowych opiera się głównie na przewidywaniach (analizie otoczenia makroekonomicznego, obserwacjach rynku, nierzadko nawet intuicji oraz nastrojach panujących na rynku),
- 2) sytuacja na rynku walutowym często odbiega od sytuacji makroekonomicznej gospodarki,
- 3) polski rynek walutowy obok giełdowego rynku papierów wartościowych jest wciąż podatny na chwilowe nastroje inwestorów,
- 4) podobnie jak na rynku stopy procentowej spekulacja może mieć charakter zarówno krótko-, jak i długoterminowy,
- 5) kształtowanie się kursów wymiany na polskim rynku walutowym w dużej mierze określa przypadkowość.

3.3. Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego²² a zarządzanie ryzykiem rynkowym

Głównymi, obecnie obowiązującymi, międzynarodowymi dokumentami określającymi zasady obliczania kapitału potrzebnego na pokrycie przez bank różnych rodzajów ryzyka są:

- 1) Umowa Kapitałowa z 1988 roku dotycząca ryzyka kredytowego²³,
- 2) nowelizacja Umowy Kapitałowej obejmująca rynkowe rodzaje ryzyka²⁴,

²¹ Wśród badaczy zajmujących się finansami przedsiębiorstw trwa nieustannie debata, czy przewidywane ryzyko, w odróżnieniu od ryzyka rzeczywistego lub wynikającego z kontraktów, może tak naprawdę być uznane za ryzyko.

²² W skład tego organu wchodzi przedstawiciele banków centralnych i instytucji nadzorujących system bankowy z dwunastu krajów: Francji, Japonii, Kanady, Niemiec, Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Włoch (kraje G-7) oraz Belgii, Holandii, Luksemburga, Szwajcarii i Szwecji. Komitet powstał w 1974 r. po perturbacjach, które wystąpiły w systemie bankowym i na rynku walutowym, bezpośrednio związanych z upadkiem niemieckiego banku Herstatt.

²³ *International convergence of capital measurement and capital standards*, Basle Committee on Banking Supervision, 1988.

²⁴ *Amendment to the capital accord to incorporate market risks*, Basle Committee on Banking Supervision, 1996.

3) Nowa Umowa Kapitałowa dotycząca minimalnych wymogów kapitałowych, procesu nadzoru nad bankami oraz dyscypliny rynkowej.

Wymienione pierwsze dwa dokumenty zostały przyjęte przez ponad 100 państw, w tym wszystkie państwa członkowskie Unii Europejskiej. Konieczność ujednolicenia standardów zarządzania ryzykiem spowodowała, że Komitet Bazylejski w ścisłej współpracy ze wszystkimi państwami członkowskimi postanowił w pełni zaimplementować postanowienia Nowej Umowy Kapitałowej (Nowej Umowy Bazylejskiej) do końca 2007 roku. Umowa ta stanowi syntezę i unifikację, a także rozszerzenie wymienionych wcześniej dokumentów.

Podstawą koncepcji Nowej Umowy Kapitałowej są:

- 1) minimalne wymogi kapitałowe (limity na pokrycie ryzyka kredytowego, rynkowego i operacyjnego):
 - a) wymogi kapitałowe obliczane są przy użyciu modyfikacji obecnie obowiązującej metodologii (metoda standardowa)²⁵,
 - b) wymogi kapitałowe obliczane są przy użyciu podstawowej metody wewnętrznych ratingów²⁶,
 - c) wymogi kapitałowe obliczane są przy użyciu zaawansowanej metody wewnętrznych ratingów²⁷,
 - d) obliczanie wymogów kapitałowych dotyczy całości grupy kapitałowej;
- 2) procesy analizy nadzorczej:
 - a) umowa szczegółowo opisuje proces analizy nadzorczej,
 - b) wymagane są szczegółowe procedury regulujące poziom wymogu kapitałowego,
 - c) nadzorca powinien analizować sytuację i podejmować zdecydowane działania w sytuacji niewystarczających kapitałów,
 - d) banki powinny utrzymywać kapitały na poziomie przekraczającym 8%²⁸;
- 3) dyscyplina rynkowa:
 - a) ujawnianie informacji mających istotne znaczenie dla profilu ryzyka i składników kapitału banków,

²⁵ Podejście standardowe opiera się na obliczaniu adekwatności kapitałowej na podstawie procedury przygotowanej w Bazylei i jest związane z potrzebą posiadania przez instytucję dużej ilości kapitałów na pokrycie każdego rodzaju ryzyka. Metoda standardowa zakłada m.in. preferencyjne podejście do pożyczek krótkoterminowych; waga ryzyka dla firmy lub banku nie może być niższa niż 20%; wagi ryzyka zależą od kategorii pożyczkobiorcy (należności państwowe, bankowe i korporacyjne).

²⁶ Podstawowa metoda ratingów wewnętrznych zakłada, że: banki są zobowiązane do rzetelnego szacowania PD (prawdopodobieństwa niedotrzymania prawnego zobowiązania); wartość PD musi być wyznaczona dla każdej klasy ratingu; szacunki PD muszą opierać się na 5-letniej historii; sposób wyznaczania PD musi spełniać szereg warunków określonych przez Komitet; wartość straty w przypadku niedotrzymania prawnego zobowiązania oraz ekspozycja kredytowa w takim przypadku określane są przez Nadzorcę (danego rynku).

²⁷ Wymóg kapitałowy może być tutaj mniejszy nawet o więcej niż 10%.

²⁸ Minimalne wymogi kapitałowe Nowej Umowy mówią, że fundusze własne pozostają bez zmian, zwiększa się wymóg kapitałowy: $[(Fundusze)/(ryzyko rynkowe + ryzyko kredytowe + ryzyko operacyjne)] > 8\%$.

- b) publikowanie szczegółowych informacji na temat stosowanych modeli wewnętrznych,
- c) rynek powinien uzyskać wystarczające informacje, aby stwierdzić, czy bank ustala minimum kapitałowe i spełnia wymogi jakościowe oraz ilościowe²⁹.

Nowa Umowa Kapitałowa zakłada, że kapitał banku pokrywał wystarczająco każdy rodzaj ryzyka, na które wyeksponowane jest przedsiębiorstwo bankowe. Nowością jest pewne ujednoczenie ryzyka kredytowego i rynkowego. Do zarządzania nimi można zastosować metodologię standardową albo modele oparte na koncepcji Value-at-Risk.

3.4. Uwarunkowania tworzenia innowacji finansowych

Pojawienie się dowolnego rodzaju ryzyka finansowego implikuje możliwość zaprojektowania instrumentu pochodnego służącego do zarządzania nim. Na obecnym etapie rozwoju polskiego rynku terminowego teza ta znajduje potwierdzenie w segmencie bankowym. Stopień rozwoju, elastyczny i innowacyjny charakter pozwalają na szybkie dostosowywanie się do indywidualnych preferencji klientów.

Bankowy rynek transakcji terminowych jako pierwszy zaczął wyznaczać kierunek rozwoju instrumentów pochodnych w pozostałych obszarach polskiego rynku finansowego. Można zaryzykować stwierdzenie, że segment ten ma szansę nadal być zasadniczym obszarem konstruowania innowacji finansowych, nadając kierunek rozwoju tej klasie instrumentów finansowych w pozostałych segmentach rynku finansowego.

Jednym z podstawowych czynników konkurencji przedsiębiorstwa bankowego jest jego innowacyjność. W literaturze przedmiotu można spotkać wiele interpretacji oraz prób definicji tego terminu. Powszechnie uważa się, że skłonność przedsiębiorstw oraz całych gospodarek do tworzenia coraz to nowszych, doskonalszych produktów, procesów, systemów zarządzania i organizacji jest nie tylko głównym atrybutem konkurencyjności, ale przede wszystkim jest istotnym czynnikiem rozwoju. To impuls do kreowania nowej jakości i wartości.

Wdrażane innowacje powodują różnorakie konsekwencje, zarówno w układzie, w którym są implementowane, jak również w otoczeniu. Analiza zmian wywołanych przez innowacje dała podstawę do formułowania różnych ich klasyfikacji, np.: produktowych, technologicznych, organizacyjnych, społecznych,

²⁹ Podaję za A. Kulik: *Umowa Bazylejska II – charakterystyka i implikacje dla instytucji finansowych*, materiały z konferencji „Innowacje na światowych rynkach finansowych – 2001”, Warszawa 21–22 czerwca 2001, s. 79.

politycznych, instytucjonalnych, ciągłych, dynamicznych, nieciągłych, szybkich, powolnych³⁰. Z punktu widzenia podejmowanych rozważań nacisk położono na substrat produktowy i organizacyjny. Osnowę stanowi technika informatyczna. Głównymi artefaktami, poprzez które łatwo można zidentyfikować innowacyjność produktową, są przede wszystkim: działania organizacyjne i techniczne, polegające na wprowadzaniu nowych produktów finansowych, zmiany organizacyjne oraz nowoczesna technika i technologia³¹.

Innowacje wymagają elastyczności, szybkości działania, nowych kwalifikacji oraz przedsiębiorczości. Nietwórcza i nieinnowacyjna organizacja jest skazana na niepowodzenie. P. Drucker określa innowacje jako szczególne narzędzie przedsiębiorców, za pomocą którego zmiany czynią okazję do podjęcia nowej działalności gospodarczej lub do świadczenia nowej jakości usług³². Według Druckera, w gospodarce postkapitalistycznej podstawowym zasobem ekonomicznym jest wiedza. Nowa wartość jest generowana zatem głównie przez efektywność i innowacje, stanowiące efekt wykorzystania wiedzy³³. Istnieją liczne dowody na to, że innowacje produktowe i organizacyjne – jako efekty intelektu człowieka – powodują pozytywne zmiany. Widoczne jest to przede wszystkim w usprawnieniach organizacyjnych i metodach pracy oraz obniżce kosztów rutynowych transakcji. Niektóre spośród tych efektów wiążą się z nowymi obszarami zastosowań, takimi jak zarządzanie wszelkiego rodzaju ryzykiem.

Innowacja według Druckera jest jednak zjawiskiem bardziej społeczno-ekonomicznym niż technicznym. Słuszne jest stwierdzenie, że głównie uwarunkowania społeczno-ekonomiczne kreują proces twórczy, zdolność społeczeństwa do uczenia się oraz umiejętność wdrażania innowacji jako produktu kreatywności intelektualnej. Złożoność procesu twórczego polega na tym, że jest kompozycją wielu zdolności, różnych sposobów organizowania działalności gospodarczej, syntezy i wyrażania teoretycznej wiedzy, takiego postrzegania świata, które powoduje eksplozję nowych idei oraz odsłania nowe perspektywy tego, co jest niezbędną pożywką dla innowacyjności – tego wszystkiego, co można określić jako „talent przedsiębiorczości”. Zmiany techniczne i produktowe oraz wymagane przez nie zmiany organizacyjne są jedynie modyfikacją początkowego aktu twórczego w bardziej lub mniej utylitarną innowację.

Do najważniejszych zjawisk, jakie zachodzą w globalnej gospodarce, w tym na międzynarodowych rynkach finansowych od początku lat siedemdziesiątych XX wieku, należy zaliczyć innowacje finansowe, określane również mianem

³⁰ E. Okoń-Horodyńska, *Instytucjonalne uwarunkowania innowacji techniczno-technologicznych* [w:] *Instytucjonalne podejście w analizie procesów społeczno-gospodarczych i politycznych w Polsce*, red. E. Okoń-Horodyńska, AE w Katowicach, Katowice 1996, s. 102.

³¹ Zob. Z. Krzyżkiewicz, *Innowacje bankowe*, *op.cit.*, s. 9–12.

³² P. Drucker, *Innowacje i przedsiębiorczość. Praktyka i zasady*, PWE, Warszawa 1992, s. 23.

³³ P. Drucker, *Post-Capitalist Society*, Harper Business, New York 1993, s. 8, 20, 42–45.

nowych usług finansowych³⁴. Wśród wielu innowacji finansowych na szczególną uwagę zasługują finansowe instrumenty pochodne (*derivative instruments*), powszechnie oceniane jako najbardziej udane finansowe innowacje produktowe.

Dokonując przeglądu literatury z zakresu teorii innowacji finansowych, wyraźnie widać bogactwo i różnorodność propozycji interpretacji natury innowacji finansowych. Jednak, jak podają W. Tarczyński i M. Zwolanowski³⁵, dwie kwestie zdają się łączyć większość znawców problematyki. Po pierwsze, tłem dla interpretacji innowacji finansowych jest zwykle analiza tendencji na współczesnych rynkach finansowych oraz zmiany zasad ich funkcjonowania. Po drugie, większość badaczy definiuje innowacje, nadając im często jednowymiarowy, produktowy charakter.

Wielu autorów posługuje się terminem „innowacja finansowa”, nie dbając szczególnie o precyzję jego wyjaśnienia. M. Miller w swojej książce o innowacjach finansowych i zmienności rynku³⁶ twierdzi, że „innowacje finansowe są niezaplanowanymi i niespodziewanymi zmianami w obszarze produktów finansowych”. Trudno się zgodzić z tym podejściem, ponieważ zgłaszane zapotrzebowanie ze strony uczestników rynku każdorazowo pozwala na bardziej lub mniej poprawną interpolację. Podobnie Z. Bodie i inni definiują innowacje na poziomie dużej ogólności, jako proces prowadzący do większej efektywności systemu finansowego³⁷.

Wśród polskich autorów innowacje finansowe najczęściej rozumiane są jako działania organizacyjne i techniczne, polegające na oferowaniu nowych produktów bankowych³⁸.

Z punktu widzenia marketingu usług finansowych przez innowacje finansowe rozumie się najczęściej usługi, które są kierowane dla wcześniej zdefiniowanego segmentu klientów banku. Stanowią one metodę przyciągania nowych klientów. Umożliwiają dostarczenie nowego rodzaju satysfakcji, niekiedy wyprzedzają potrzeby i oczekiwania klientów³⁹.

W niniejszym opracowaniu przez innowacje finansowe rozumie się całościowy proces kreacji zupełnie nowych produktów finansowych, powstałych w wyniku jednostkowego bądź zbiorowego zapotrzebowania klientów, oraz proces implementacji już wykorzystywanych na innych rynkach różnych form produktów finansowych. W ramach tej definicji mieszczą się również finansowe

³⁴ K. Zabielski, *op.cit.*, s. 266.

³⁵ Za W. Tarczyński, M. Zwolanowski, *op.cit.*, s. 51.

³⁶ M. Miller, *Financial Innovations and Market Volatility*, Blackwell, Cambridge, Mass.-Oxford, 1991.

³⁷ Z. Bodie, D.B. Crane, K.A. Froot, i inni: *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston, 1995. Podają za: W. Grabowski: *op.cit.*, s. 30.

³⁸ Zob. Z. Krzyżkiewicz, *op.cit.*, s.9.; W. Spruch, *Innowacje na rynkach finansowych*, „Bank i Kredyt”, nr 10–11, 1992.

³⁹ Por. B. i W. Żurawik, *Marketing usług finansowych*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 19–20; E. Głogowski, M. Munch, *Nowe usługi finansowe*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa, 1996, s. 17.

instrumenty pochodne oferowane przez GPW w Warszawie S.A. oraz banki działające w Polsce.

Innowacje finansowe wykazały w ostatnich latach niezwykle dynamikę rozwoju. Ułatwiają finansowanie krajowych i międzynarodowych obrotów gospodarczych, stanowią dogodnie możliwości zabezpieczenia się przed ryzykiem, powstającym w wyniku prowadzonej działalności gospodarczej. Umożliwiają także bezpieczny przepływ środków pieniężnych między inwestorami⁴⁰.

Do głównych powodów szybkiego rozwoju innowacji finansowych, a szczególnie pochodnych instrumentów finansowych w ostatnich 30 latach, należą:

- 1) zmiana struktury światowego systemu finansowego we wczesnych latach siedemdziesiątych – przejście na system płynnych kursów walutowych,
- 2) światowy kryzys zadłużeniowy,
- 3) powstanie i dynamiczny rozwój technologii szybkiego komunikowania się,
- 4) możliwość stosowania, dzięki rozwojowi informatyki, zaawansowanych algorytmów matematycznych pozwalających optymalizować decyzje inwestycyjne,
- 5) „powrót do długookresowego trendu rozwoju instrumentów finansowych” zapoczątkowanego już w latach dwudziestych XX wieku⁴¹,
- 6) nadmierna – okresowo – regulacja bądź deregulacja,
- 7) tendencja do obniżania kosztów transakcyjnych oraz tendencja do obniżania kosztów gospodarowania w ogólności.

Do bezpośrednich powodów wdrażania innowacji w polskim systemie finansowym należą względy konkurencyjności przedsiębiorstw finansowych w aspekcie jednolitego rynku usług finansowych Unii Europejskiej. Podstawowym warunkiem zdobycia konkurencyjnej pozycji na rynku finansowym jest zapewnienie klientowi, szybkiej, sprawnej i wszechstronnej obsługi, poprzez oferowanie szerokiego wachlarza produktów finansowych. Wiąże się to z wprowadzaniem innowacji produktowych oraz podnoszeniem poziomu technicznego wyposażenia obiektów.

Mimo że główną drogą rozwoju oraz poprawy jakości usług finansowych są innowacje produktowe, skala ich wykorzystania w polskiej praktyce nie jest na tyle duża, by można mówić o dojrzałym rynku. W praktyce banki kierują określone grupy produktów jedynie do pewnego segmentu klientów. Jednak nie chodzi tutaj o selekcję produktów, wynikającą z ich natury i przeznaczenia, ale raczej o produkty o całkowicie uniwersalnym przeznaczeniu, takie jak np. opcje walutowe czy opcje na stopę procentową. Większość banków dokonuje w segmencie tych produktów sztywnej selekcji, nie pozwalając na korzystanie z nich pewnej grupie klientów (np. osobom prywatnym).

⁴⁰ Por. K. Zabielski, *op.cit.*, s. 267.

⁴¹ M. Miller, *Merton Miller o instrumentach pochodnych, op.cit.*, s. 4.

Właściwością sektora finansowego jest akceptowanie przez instytucje finansowe znacznie wyższego poziomu ryzyka w porównaniu z innymi podmiotami rynkowymi. Przyspieszenie szeregu globalnych procesów w gospodarce światowej powoduje, że współcześnie środowisko ekonomiczne staje się bardzo skomplikowane i trudne do efektywnego skontrolowania. Uwarunkowania te stanowią jedną z ważniejszych przyczyn kreowania nowych produktów finansowych oraz strategii zarządzania finansowego, wywołanych jakościowo nowymi zmianami. Stąd powstaje coraz bardziej uświadomiona potrzeba dokonywania różnego rodzaju zabezpieczeń pozycji bilansowych podmiotów gospodujących. Instrumenty pochodne pozwalają sprostać tym wyzwaniom. Pomagają transferować ryzyko rynkowe między uczestnikami życia gospodarczego.

Instrumenty pochodne należy uznać za najbardziej udane innowacje produktowe ostatniego ćwierćwiecza. Ich natura, kolejne modyfikacje, opcjonalność oraz akceptacja rynku podpowiadają, że możliwości ich stosowania nie są skończone.

Rozdział 4. PRAWNE ASPEKTY FUNKCJONOWANIA INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

4.1. Ogólna systematyka instrumentów pochodnych

Rynek transakcji terminowych to jeden z wielu segmentów operacyjnych rynku finansowego. Podstawą jego funkcjonowania jest zmienność wskaźników rynków bazowych. Przedmiot obrotu stanowią na nim kontrakty terminowe, które urzeczywistniane są poprzez finansowe instrumenty pochodne.

Pochodne instrumenty finansowe – zwane derywatami – to takie instrumenty, których cena z reguły jest uzależniona od kształtowania się ceny określonego instrumentu podstawowego. W niniejszym opracowaniu przyjmuje się ekonomiczny punkt widzenia instrumentów pochodnych i uznaje się za pochodne wszystkie rodzaje transakcji poza natychmiastowymi.

Do grupy instrumentów pochodnych zaliczono:

- 1) klasyczne kontrakty terminowe typu forward oraz ich odmiana – kontrakty terminowe typu futures (wysoko wystandaryzowane kontrakty terminowe, kwotowane na rynkach giełdowych),
- 2) odmiany klasycznych transakcji terminowych – kontrakty typu swap – mają charakter umowy zamiany zwrotnej,
- 3) kontrakty opcyjne,
- 4) kombinacje lub pochodne wyżej wymienionych transakcji.

Należy podkreślić, że definicje pochodnych instrumentów finansowych zmieniały się. Często różne instrumenty finansowe zaliczono do instrumentów tej samej klasy.

Finansowe instrumenty pochodne można klasyfikować na wiele różnych sposobów. Najczęściej stosowanymi kryteriami podziału są:

- 1) rodzaj instrumentu bazowego,
- 2) organizacja rynku notowań,
- 3) wewnętrzna konstrukcja instrumentu pochodnego oraz charakter jego ryzyka.

Zgodnie z podziałem według rodzaju instrumentu bazowego można wyróżnić co najmniej sześć grup pochodnych instrumentów finansowych:

1. Walutowe instrumenty pochodne – podstawą są kursy wymiany walut¹:
 - a) terminowa transakcja wymiany walutowej (*outright forward*) – pojedyncza transakcja wymiany określonej kwoty waluty na inną walutę, po kursie terminowym uzgodnionym w momencie zawierania transakcji. Rozliczenie transakcji następuje w terminie późniejszym, niż dwa dni robocze od daty zawarcia; kategoria ta obejmuje również terminowe transakcje wymiany walutowej z rozliczeniem różnicowym (*nondeliverable forwards* – NDF, *contracts for difference* – CFD);
 - b) swap walutowy (*fx swap*) – transakcja, która zobowiązuje strony kontraktu do dokonania początkowej wymiany walut w wyznaczonym dniu i po określonym kursie oraz zwrotnej (końcowej) wymiany tych walut, w określonym w przyszłości dniu (innym niż rozliczenie tzw. pierwszej „nogi”) i po kursie uzgodnionym w momencie zawarcia transakcji (przeważnie różnym od kursu wymiany początkowej). Waluta, którą jeden z kontrahentów jest zobowiązany zapłacić drugiemu w wyniku wymiany końcowej, jest tą samą walutą, którą kontrahent otrzymał w wymianie początkowej. Do kategorii tej zalicza się zarówno swapy walutowe typu spot/forward, jak i forward/forward;
 - c) dwuwalutowa transakcja wymiany płatności odsetkowych (CIRS) – transakcja zobowiązująca 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 kontraktu. Płatności odsetkowe są wyrażone w różnych walutach i obliczane według stóp procentowych ustalonych oddzielnie dla każdej ze stron;
 - d) opcja walutowa (*currency option*) – kontrakt opcyjny dający prawo do kupna lub sprzedaży w oznaczonym czasie określonej kwoty waluty po ustalonym wcześniej kursie. Kategoria ta obejmuje opcje typu europejskiego i amerykańskiego oraz wszelkie opcje egzotyczne.
2. Procentowe instrumenty pochodne – podstawę stanowią stopy procentowe (stopy rentowności) instrumentów i wskaźników rynku pieniężnego²:
 - a) transakcja przyszłej stopy procentowej (FRA) – transakcja, w której strony zobowiązują się do zapłaty odsetek od ustalonej kwoty nominalnej za określony okres rozpoczynający się w przyszłości. Odsetki te są naliczane według stopy procentowej ustalonej w dniu zawarcia kontraktu. W praktyce są to kontrakty z rozliczeniem różnicowym. Strony rozliczają się różnicą odsetkową, która jest proporcjonalna do kwoty nominalnej kontraktu i różnicy pomiędzy stawką FRA (stopą terminową w dniu zawarcia

¹ Zgodnie z metodyką stosowaną przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych. Szerzej na temat metodyki pozyskiwania i porównywania danych statystycznych o płynności i strukturze rynków pochodnych instrumentów finansowych zobacz www.bis.org/publ/rpfx04.htm

² Zgodnie z metodyką stosowaną przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych.

- transakcji) a stopą referencyjną obowiązującą dwa dni robocze przed dniem rozliczenia;
- b) jednowalutowa transakcja wymiany płatności odsetkowych (IRS) – transakcja zobowiązująca obie strony do wymiany okresowych płatności odsetkowych od określonej kwoty nominalnej przez uzgodniony okres. Dokonywane płatności odsetkowe są wyrażone w tej samej walucie i obliczane według ustalonej dla każdej ze stron stopy procentowej (jedna stopa może być stała, a druga zmienna lub obie mogą być zmienne, ale uzależnione od różnych indeksów). Ta kategoria obejmuje także transakcje IRS, których kwota nominalna zmienia się w czasie – swapy amortyzowane i zaliczkowe (*amortising and drawdown swaps*) oraz transakcje OIS (*overnight index swaps*);
 - c) opcja stopy procentowej (*interest rate option*) – kontrakt opcyjny dający prawo do płacenia lub do otrzymywania odsetek od określonej kwoty nominalnej za uzgodniony okres, naliczonych według ustalonej stopy procentowej. Wśród opcji stopy procentowej można wyróżnić: opcje typu cap, floor i collar.
 - d) opcja typu cap (*interest rate cap*) – opcja dająca prawo otrzymania rekompensaty w przypadku wzrostu rynkowych stóp procentowych. Rekompensatą jest różnica pomiędzy odsetkami naliczonymi według stopy rynkowej a odsetkami wyznaczonymi według ustalonej w kontrakcie maksymalnej stopy procentowej. Odsetki są naliczane od uzgodnionej kwoty nominalnej i za określony okres.
 - e) opcja typu floor (*interest rate floor*) – opcja dająca prawo otrzymania rekompensaty w przypadku spadku rynkowych stóp procentowych. Rekompensatą jest różnica pomiędzy odsetkami naliczonymi według ustalonej w kontrakcie minimalnej stopy procentowej a odsetkami wyznaczonymi według stopy rynkowej. Odsetki są naliczane od uzgodnionej kwoty nominalnej za określony okres.
 - f) opcja typu collar (*interest rate collar*) – kombinacja (złożenie) instrumentów cap i floor, przy czym jeden z tych instrumentów jest sprzedany, a drugi kupiony.
3. Kredytowe instrumenty pochodne – podstawą są udzielane kredyty.

Do instrumentów finansowych najszybciej zyskujących popularność w ostatnich latach należą pochodne instrumenty kredytowe. Stanowią one jedną z najważniejszych innowacji w światowym systemie finansowym w ciągu ostatnich dziesięciu lat. Dzięki nim ryzyko kredytowe, różniące się od innych typów ryzyka, mogło stać się przedmiotem zarządzania i obrotu rynkowego. Powstanie i szybki wzrost wolumenu transakcji pochodnymi instrumentami kredytowymi w połączeniu z wielością ich form konstrukcyjnych i możliwościami zastosowań

są efektem przemian, które dokonują się w obszarze zarządzania ryzykiem kredytowym.

Pochodne instrumenty kredytowe umożliwiają transfer ryzyka kredytowego ponoszonego przez banki (i innych inwestorów) w związku z udzielanymi kredytami, pożyczkami i gwarancjami oraz w związku z zakupem dłużnych instrumentów finansowych. Instrumenty te pozwalają bankom zmienić proporcje ryzyka i rentowności charakteryzujące ich portfele kredytowe bez konieczności wprowadzania w nich zmian (np. sprzedaż długu, natychmiastowe żądanie spłaty długu). Banki mogą w ten sposób uniknąć nie tylko niekorzystnego oddziaływania na relacje z klientami, ale również problemów z płynnością oraz niesprzyjającym harmonogramem płatności podatkowych³. Banki skłaniają się do wykorzystywania kredytowych instrumentów pochodnych na coraz szerszą skalę z uwagi na istotność kształtowania poprawnej relacji z klientami, kwestie podatkowe, koszty transakcyjne oraz zasadę zachowania płynności finansowej. Pochodne instrumenty kredytowe stanowią alternatywę dla innych bezpośrednich metod rozwiązywania problemów kredytowych. W polskich warunkach skala ich wykorzystania jest niewielka, a obrót nimi odbywa się poza jakimkolwiek rynkiem regulowanym (np. giełdowym, pozagiełdowym publicznym rynkiem regulowanym). W większości przypadków odbywa się to między bankami a ich klientami.

Banki, zabezpieczając się przed ryzykiem kredytowym, wykorzystują następujące kredytowe instrumenty pochodne:

- a) opcję kupna marży kredytowej – jeżeli bank obawia się wzrostu ryzyka kredytowego związanego z udzielonym kredytem (portfelem kredytów), może zakupić opcję kupna. Spadek jakości kredytowej kredytobiorcy powoduje wzrost marży kredytowej dla banku posiadającego opcję kupna;
- b) opcję na niewypłacalność – w tym przypadku wystawca wypłaca określoną kwotę należności kredytowych w razie odmowy spłaty pożyczki. Przykładowo, wyżej wymienione konstrukcje opcji mogą podlegać rozmaitym mutacjom, w zależności od potrzeb wykorzystujących je podmiotów;
- c) swap całkowitej rentowności – polegający na wymianie zobowiązania do wypłaty odsetek według określonej stałej lub zmiennej stopy procentowej na płatności odpowiadające całkowitej rentowności udzielonego kredytu, pożyczki czy całościowego kuponu odsetkowego od zakupionych obligacji;
- d) swap odmowy zapłaty – przypominający opcję na niewypłacalność; główna różnica między tymi instrumentami polega na tym, że w wypadku swapu bank wypłaca prowizję przez cały czas jego obowiązywania, pod-

³ A. Saunders: *Metody pomiaru ryzyka kredytowego*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2001, s. 176.

czas gdy w przypadku wspomnianej opcji całą prowizję (cenę opcji) wypłaca z góry. Wszystkie przepływy pieniężne płacone przez cały okres trwania transakcji swapu to nic innego jak amortyzacja premii opcyjnej⁴. Instrument umożliwia ochronę inwestora przed skutkami ogłoszenia wstrzymania wypłaty należności wynikających z emitowanego przez dany podmiot papieru dłużnego bądź kredytu. Jest to kontrakt finansowy między dwiema stronami, zgodnie z którym jedna z nich dokonuje określonych płatności odsetkowych, naliczanych od uzgodnionej kwoty kapitału, a w zamian druga strona kontraktu bierze na siebie ryzyko kredytowe związane z określonym kredytobiorcą. Rekompensatą dla strony przejmującej ryzyko jest okresowa opłata wyrażona w punktach bazowych od oprocentowania wartości nominalnej. Płaci się ją najczęściej w równych odstępach czasu, przez cały okres trwania transakcji, zwykle co kwartał bądź co pół roku;

- e) forward kredytowy – czyli transakcję terminową zabezpieczającą przed wzrostem ryzyka niewypłacalności kredytobiorcy po ustaleniu warunków umowy kredytowej. Umowa forwardu kredytowego może określać marżę kredytową, która będzie kompensować kredytodawcy ryzyko niewypłacalności dłużnika.

Przyczyną szybkiego rozwoju pochodnych kredytowych były kryzysy finansowe w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku. W obliczu zagrożenia utraty zdolności kredytowej, utraty płynności finansowej, a nawet zagrożenia bankrutem zaistniała potrzeba zabezpieczenia się przed niewypłacalnością kredytobiorcy.

- 4. Udziałowe instrumenty pochodne – ich podstawą są kursy notowań akcji.
- 5. Indeksowe instrumenty pochodne – podstawę stanowią instrumenty nieistniejące fizycznie (indeksy koniunktury giełdowej, indeksy koniunktury gospodarczej, stawki referencyjne rynku międzybankowego).
- 6. Nietypowe instrumenty pochodne – podstawą jest czynnik losowy (ryzyko katastrofy, ryzyko pogodowe).

Zgodnie z podziałem według organizacji rynku notowań można wyróżnić co najmniej 4 grupy pochodnych instrumentów finansowych:

- 1) giełdowych rynków finansowych,
- 2) giełdowych rynków towarowych,
- 3) regulowanych rynków pozagiełdowych,
- 4) rynków międzybankowych i klientowskich.

Przyjmując kryterium wewnętrznej konstrukcji oraz charakteru ryzyka, jakie jest związane z instrumentami pochodnymi, dzieli się je zazwyczaj na dwie podstawowe grupy:

⁴ A. Wodniak, *Credit default swap – sposób na bankructwo*, „Rynek Terminowy” nr 11 (1/01), 2001, s. 17.

1. Instrumenty o ryzyku symetrycznym (charakterystyka liniowa) – będące dla obu stron bezwzględny zobowiązaniem wykonania transakcji, do których można zaliczyć kontrakty terminowe typu forward i futures oraz kontrakty zamiany długu typu swap.
2. Instrumenty o ryzyku niesymetrycznym (charakterystyka nieliniowa) – stanowiące dla sprzedającego (wystawcy) zobowiązanie do wykonania, dla nabywającego zaś prawo wykonania kontraktu w dogodnej sytuacji w przyszłości; należą do nich kontrakty opcyjne i warranty oraz obligacje zamienne (obligacja + opcja).

Współcześnie na światowych rynkach terminowych największą popularnością cieszą się wymienione niżej transakcje terminowe:

- 1) kontrakty terminowe typu forward i pokrewne, typu futures, FRA,
- 2) kontrakty terminowe typu swap, szczególnie IRS, CIRS,
- 3) kontrakty opcyjne i pokrewne, typu cap, floor.

Wymienione typy kontraktów finansowych można opisać wspólnie poprzez:

- a) aktywo bazowe/pierwotne – tj. aktywo/instrument stanowiący przedmiot transakcji,
- b) cenę wykonania/rozliczenia (cena umowna) – cenę instrumentu bazowego stanowiącą podstawę rozliczenia transakcji w przyszłości,
- c) termin wykonania transakcji w przyszłości – tj. termin wygaśnięcia kontraktu,
- d) cenę sprzedaży/nabycia uprawnień i praw ucieleśnionych w kontrakcie.

Zasadniczym celem funkcjonowania rynków terminowych jest dostarczenie efektywnego i wydajnego mechanizmu zabezpieczającego przed szeroko rozumianym ryzykiem rynkowym. Aby kontrakt terminowy mógł być skutecznym narzędziem służącym do zabezpieczenia ryzyka cenowego, musi występować ścisła zależność pomiędzy ceną instrumentu bazowego a ceną terminową. W szczególności kierunek zmian cen na obu rynkach musi być jednakowy. Tylko wówczas straty na rynku gotówkowym będą rekompensowane zyskami z tytułu zawarcia odwrotnej transakcji na rynku terminowym.

Zarówno teoria, jak i praktyka funkcjonowania rynków terminowych potwierdza występowanie ścisłej korelacji cenowej obu rynków. Cena gotówkowa jest ceną bazową – tj. ceną płaconą dziś na rynku kasowym (np. rynku międzybankowym, rynku akcji). Cena forward (futures) jest wyrazem pewnej rynkowej prognozy wartości, jaką ustali się w dniu dostawy (wykonania) na rynku gotówkowym.

Mechanizm występującej współzależności obu cen umożliwia:

- 1) powiązanie cen krótko i długoterminowych,
- 2) prognozę przyszłych cen spot,
- 3) połączenie ceny spot i futures poprzez mechanizm „cost-of-carry”.

Koncepcja „cost-of-carry” opiera się na racjonalnej wycenie instrumentów bazowych. Alternatywą dla nabycia instrumentu bazowego w transakcji forward

jest jego nabycie na rynku natychmiastowym (gotówkowym) i przechowanie do terminu wykonania kontraktu. Nabycie instrumentu bazowego nierzadko wiąże się jednak z kosztami. Koszty te powinny być odzwierciedleniem różnicy pomiędzy ceną rynku gotówkowego a ceną forward.

Rynek instrumentów pochodnych charakteryzują normy – pozwalające kreować określone postacie instrumentów pochodnych oraz sposób dokonywania nimi obrotu – zawarte w przepisach prawa i w procedurach tworzonych przez instytucje, które są jednocześnie organizatorami i uczestnikami tego rynku.

Regulaminy szczegółowo określające: istotę transakcji instrumentami pochodnymi, wynikające z nich zobowiązania stron, warunki, na jakich zawierane są transakcje, oraz sposoby ich rozliczania – należy również uznać za infrastrukturę regulacyjną tego segmentu rynku finansowego.

4.2. Źródła prawa rynku bankowego

Analizując uregulowania prawne dotyczące pochodnych instrumentów finansowych, trzeba odwołać się przede wszystkim do przepisów kodeksu cywilnego⁵, który należy uznać za pierwsze i podstawowe źródło prawa pochodnych instrumentów finansowych, rozumianych jako relacja zobowiązaniowa, bez względu na status prawny tego rodzaju kontraktów finansowych, tzn. prawa majątkowe *vs* papiery wartościowe. W świetle przepisów zawartych w kodeksie cywilnym instrumenty pochodne należy uznać za kontrakty finansowe o charakterze umów nienazwanych – wzajemnie zobowiązujące strony umowy.

Pozakodeksowe załączki infrastruktury prawnej funkcjonowania rynku pochodnych instrumentów finansowych pojawiły się w 1991 roku. Za pierwszą regulację w tym zakresie uznać należy artykuł 31 ustawy z dnia 14 czerwca 1991 r. o spółkach z udziałem zagranicznym⁶. Wraz z trzema kolejnymi zarządzeniami wydanymi przez prezesa NBP między grudniem 1991 roku a kwietniem 1993 roku wspomniany przepis stanowi prawną podwalinę zasad funkcjonowania finansowych instrumentów pochodnych w segmencie pochodnych transakcji walutowych. W latach 1994–1997 rozbudowa infrastruktury prawnej rynku pochodnych instrumentów finansowych w Polsce dokonywała się niemal wyłącznie w części dotyczącej pochodnych walutowych⁷. Tendencja ta była kontynuowana w kolejnych latach.

⁵ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. z 1964 r., Nr 16, poz. 93, z późn. zm.).

⁶ Dz. U. z 1991 r., Nr 60, poz. 253.

⁷ Za E. Pietrzak, *Rynek instrumentów pochodnych [w:] System finansowy w Polsce, op.cit.*, s. 352.

Pierwsze bezpośrednie uregulowania dotyczące finansowych instrumentów pochodnych pojawiły się w ustawie Prawo dewizowe z dnia 18 grudnia 1998 r.⁸ Definiowała ona pochodne instrumenty finansowe jako „prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny towarów, walut obcych, waluty polskiej, złota dewizowego, platyny dewizowej lub papierów wartościowych, albo od wysokości stóp procentowych lub indeksów”. Zapisy ustawy pozwoliły na bardziej, niż do tej pory, swobodne zawieranie transakcji przy użyciu pochodnych walutowych. Znaczna swoboda w obrocie dewizowym stała się jednym z głównych impulsów rozwoju bankowego i międzybankowego rynku tych instrumentów.

Liberalizacja prawa dewizowego, zmiany w polityce kursowej oraz nowa formuła fixingu walutowego spowodowały, że sytuacja na rynku walutowym w 1999 roku charakteryzowała się większą zmiennością niż w latach poprzednich. Wzrost ryzyka walutowego przyczynił się do tego, że banki na większą skalę korzystały z instrumentów pochodnych, z jednej strony zabezpieczając się przed ryzykiem, a z drugiej zawierając transakcje o charakterze spekulacyjnym, które stwarzały możliwość realizacji potencjalnie większych zysków z operacji walutowych.

Prawo dewizowe z grudnia 1998 roku wymagało jednak od uczestników rynku uzyskania zezwolenia dewizowego na obrót walutowy instrumentami pochodnymi, co niewątpliwie hamowało rozwój tego segmentu rynku. Dopiero nowa ustawa z dnia 27 lipca 2002 roku Prawo dewizowe⁹, która weszła w życie 1 października 2002 roku, wprowadziła całkowitą swobodę zawierania tego typu transakcji.

Przedstawiając regulacje prawne mające wpływ na rozwój rynku instrumentów pochodnych, należy również wspomnieć o ustawach podatkowych, które weszły w życie 1 stycznia 2001 roku. Mowa tutaj o ustawie z dnia 9 czerwca 2000 roku o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych¹⁰ oraz ustawie z dnia 9 listopada 2000 roku o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz o zmianie niektórych innych ustaw¹¹. Oba akty prawne definiują instrumenty pochodne jako „prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny towarów, walut obcych, waluty polskiej, złota dewizowego, platyny dewizowej lub papierów wartościowych, albo od wysokości stóp procentowych lub indeksów”. Wynika z tego, że definicja instrumentów pochodnych zawarta w przywołanych ustawach podatkowych jest odzwierciedleniem instrumentów w prawie dewizowym. Definicja omawianej klasy instrumentów pochodnych wprowadzona na potrzeby publicznego obrotu papierami wartościowymi do 2005 roku była węższa. Można zatem stwierdzić,

⁸ Dz. U. z 1998 r., Nr 160, poz. 1063.

⁹ Dz. U. z 2002 r., Nr 141, poz. 1178.

¹⁰ Dz. U. z 2000 r., Nr 60, poz. 700.

¹¹ Dz. U. z 2000 r., Nr 104, poz. 1104.

że zaprezentowana nomenklatura prawna pochodnych instrumentów finansowych w prawie podatkowym i dewizowym jest spójna. Również ustawa z dnia 9 listopada 2000 roku o zmianie ustawy o rachunkowości¹², która weszła w życie 1 stycznia 2002 roku, jest w tej kwestii zbieżna z cytowanymi aktami.

Wymieniona ustawa o rachunkowości zawiera jednak tylko podstawowe, bardzo ogólne przepisy rachunkowości instrumentów finansowych. Bardziej szczegółowo kwestie te regulują dwa rozporządzenia Ministra Finansów: pierwsze z dnia 10 grudnia 2001 roku, w sprawie szczegółowych zasad rachunkowości banków¹³ oraz drugie z dnia 12 grudnia 2001 roku w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych¹⁴. Według definicji zawartej w § 2 pkt 5 pierwszego oraz w § 3 pkt 4 drugiego z przywołanych rozporządzeń, instrumentem pochodnym jest instrument finansowy, który spełnia łącznie następujące warunki:

- jego wartość jest zależna od zmiany wartości instrumentu bazowego, tj. określonej stopy procentowej, ceny papieru wartościowego lub towaru, kursu wymiany walut, indeksu cen lub stóp, oceny wiarygodności kredytowej lub indeksu kredytowego albo innej podobnej wielkości,
- jego nabycie nie powoduje poniesienia żadnych wydatków początkowych albo wartość netto tych wydatków jest niska w porównaniu z wartością innych rodzajów kontraktów, których cena podobnie zależy od zmiany warunków rynkowych,
- rozliczenie kontraktu nastąpi w przyszłości.

Do instrumentów pochodnych zalicza się tutaj między innymi: klasyczne transakcje terminowe takie jak forward, transakcje terminowe typu futures, kontrakty zamiany typu swap. Nieznacznie różnią się kontrakty opcyjne, których nabycie pociąga za sobą konieczność uiszczenia premii opcyjnej. Jednak nie pozostaje to w sprzeczności z zapisami w rozporządzeniach.

Pochodne instrumenty finansowe powodują powstanie praw i obowiązków, których skutkiem jest przeniesienie między stronami umowy dotyczącej danego instrumentu szeroko rozumianego ryzyka finansowego. W momencie zawarcia kontraktu, instrumenty pochodne nie powodują przeniesienia pierwotnego, podstawowego instrumentu finansowego. Do takiego przeniesienia nie musi dojść nawet w chwili zakończenia umowy, ponieważ rozliczenie może mieć charakter wyłącznie pieniężny¹⁵.

Oprócz wymienionych regulacji, infrastrukturę prawną bankowego i międzybankowego rynku instrumentów pochodnych stanowią także:

¹² Dz. U. z 2000 r., Nr 113, poz. 1186.

¹³ Dz. U. z 2001 r., Nr 149, poz. 1673.

¹⁴ Dz. U. z 2001 r., Nr 149, poz. 1674.

¹⁵ Zob. T. Wiślicki, *Wycena i prezentacja instrumentów finansowych*, „Rzeczpospolita”, 20 lutego 2003 r., oraz P. Czador, *Aktywa finansowe; jak je księgować i prezentować*, „Rzeczpospolita”, 14 sierpnia 2002 r.

- ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku – Prawo bankowe¹⁶,
- uchwała nr 5/2001 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 12 grudnia 2001 roku w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka¹⁷,
- rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 3 września 2002 roku w sprawie ogólnych zezwoleń dewizowych¹⁸.

Banki działające w Polsce prowadzą działalność w zakresie obrotu finansowymi instrumentami pochodnymi na mocy bezpośredniej legitymacji art. 5 ust. 2 pkt 4 Prawa bankowego. Zgodnie z tym przepisem czynnościami bankowymi są (jeżeli dokonują je banki) między innymi terminowe operacje finansowe, czyli operacje polegające na zawieraniu transakcji terminowymi kontraktami finansowymi, organizowaniu rynku dla tych transakcji oraz rozliczaniu wyników transakcji na rachunkach bankowych.

Uchwała nr 5/2001 KNB z dnia 12 grudnia 2001 roku stanowi istotny przełom w spojrzeniu nadzorczym na ryzyko bankowe, w tym ryzyko związane ze stosowaniem przez banki instrumentów pochodnych. Postanowienia uchwały wprowadzają ujednolicony sposób obliczania zaangażowania banku z tytułu poszczególnych operacji aktywnych oraz pozabilansowych. Szczególne miejsce poświęcono kontraktom opcyjnym, wymogom kapitałowym na pokrycie ryzyka bankowego, wymogom kapitałowym z tytułu derywatów obciążonych ryzykiem kredytowym, wymogom z tytułu ryzyka walutowego transakcji terminowych oraz z tytułu pokrycia ryzyka ogólnego stóp procentowych¹⁹.

4.3. Źródła prawa rynku giełdowego

Giełdowy rynek instrumentów finansowych

Od 24 października 2005 roku publiczny obrót papierami wartościowymi regulują trzy ustawy, które tworzą zasadniczą, prawną infrastrukturę krajowego rynku kapitałowego. Są to akty prawne uchwalone przez Sejm 29 lipca 2005 roku: ustawa o obrocie instrumentami finansowymi²⁰, ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych²¹, ustawa o nadzorze nad rynkiem

¹⁶ Dz. U. z 1997 r., Nr 140, poz. 939, z późn. zm.

¹⁷ Dz. Urz. NBP z 2001 r., Nr 22, poz. 43.

¹⁸ Dz. U. z 2002 r., Nr 154, poz. 1273.

¹⁹ Szerzej na ten temat: P. Niedziółka, *Instrumenty pochodne a adekwatność kapitałowa banków w Polsce*, „Rynek Terminowy” nr 15 (1/02), 2002, s. 101–107.

²⁰ Dz. U. z 2005 r., Nr 183, poz. 1538.

²¹ Dz. U. z 2005 r., Nr 184, poz. 1539.

kapitałowym²². Zastąpiły one obowiązującą od 4 stycznia 1998 roku²³ ustawę z dnia 21 sierpnia 1997 roku – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi²⁴, która była kolejnym aktem prawnym regulującym rynek kapitałowy, po nowatorskiej ustawie z dnia 22 marca 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych²⁵.

Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi²⁶ wprowadzała przepisem art. 3 ust. 3 definicję praw pochodnych, nazywając je papierami wartościowymi, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny papierów wartościowych wymienionych w ust. 1, tj. akcji, obligacji oraz zbywalnych praw z nich wynikających (ust. 2). Zapis ten wprowadzał podział instrumentów pochodnych na papiery wartościowe oraz prawa majątkowe niebędące papierami wartościowymi. Chodziło tutaj o prawa majątkowe, o których mowa w art. 97 cytowanej ustawy, a których cena rynkowa bezpośrednio lub pośrednio zależała od kształtowania się ceny rynkowej walut obcych lub od zmiany wysokości stóp procentowych²⁷. Zatem, instrumenty pochodne kreowane na bazie zmian cen papierów wartościowych lub indeksów rynkowych zostały uznane za papiery wartościowe. Natomiast pochodne bazujące na zmienności kursów walut, czy też na zmianach poziomów stóp procentowych – w myśl ustawy – nie były papierami wartościowymi, a klasycznymi prawami majątkowymi²⁸.

Ustawa z dnia 12 marca 2004 roku o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw²⁹, utrwaliła definicję praw pochodnych zawartą w art. 3 ust. 3. Przepis ten został rozszerzony o ustęp 4 w następującym brzmieniu: „Od dnia dopuszczenia do publicznego obrotu papierami wartościowymi są również inne niż określone w ust. 2 i 3 prawa majątkowe, pod warunkiem że zostały zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych”. Zatem prawa pochodne kreowane w oparciu o ceny papierów wartościowych wciąż były uznawane za papiery wartościowe. Natomiast prawa pochodne oparte na kursach walut, zmianach poziomów stóp procentowych oraz cenach towarów zostały nazwane instrumentami finansowymi (przed nowelizacją z marca 2004 roku posiadały status praw majątkowych).

²² Dz. U. z 2005 r., Nr 183, poz. 1537.

²³ 16 stycznia 1998 r. uruchomiony został rynek praw pochodnych w segmencie giełdowym (kontrakt terminowy typu futures na indeks giełdowy WIG20).

²⁴ Dz. U. z 1997 r., Nr 118, poz. 754, z późn. zm.

²⁵ Dz. U. z 1991 r., Nr 35, poz. 155, z późn. zm.

²⁶ Dz. U. z 1997 r., Nr 118, poz. 754, z późn. zm.

²⁷ Fakt, iż w świetle ustawy kontrakty terminowe typu futures na WIG20 oraz na kurs USD nie należały (pomimo żadnych „technicznych różnic”) do tej samej grupy instrumentów, skutkowało to tym, że należało prowadzić dla nich odrębne rachunki zabezpieczeń.

²⁸ Wszystkie finansowe instrumenty pochodne, będące przedmiotem obrotu na rynku bankowym i międzybankowym, posiadają status prawa majątkowego.

²⁹ Dz. U. z 2004 r., Nr 64, poz. 594.

Skutkiem nowelizacji było wprowadzenie dodatkowego art. 3a, który definiował nową instytucję prawa giełdowego – instrumentu finansowego. Instrumentami finansowymi w rozumieniu prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi były „[...] 4) niebędące papierami wartościowymi finansowe kontrakty terminowe, umowy forward dotyczące stóp procentowych, swapy akcyjne, swapy na stopy procentowe, swapy walutowe lub opcje kupna i sprzedaży któregośkolwiek z instrumentów finansowych, 5) prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od wartości oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń (pochodne instrumenty towarowe) [...]”.

24 października 2005 roku weszła w życie ustawa o obrocie instrumentami finansowymi³⁰, która po raz kolejny porządkuje terminologię pochodnych instrumentów finansowych, będących przedmiotem transakcji na rynku regulowanym. Artykuł 2 ust. 1 tej ustawy grupuje przedmioty obrotu rynków regulowanych – instrumenty finansowe – w dwóch katalogach:

- 1) instrumenty finansowe będące papierami wartościowymi,
- 2) instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi.

W klasie finansowych instrumentów pochodnych wywołuje to następujący skutek:

1) instrumentami pochodnymi rozumianymi jako papiery wartościowe są zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporują uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych (akcji, praw poboru, praw do akcji, warrantów subskrybcyjnych, kwitów depozytowych, certyfikatów inwestycyjnych i innych zbywalnych papierów wartościowych, w tym inkorporujących prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego), lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego (prawa pochodne);

2) instrumentami pochodnymi rozumianymi jako instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi są:

- finansowe kontrakty terminowe oraz inne równoważne instrumenty finansowe rozliczane pieniężnie, umowy forward dotyczące stóp procentowych, swapy akcyjne, swapy na stopy procentowe, swapy walutowe,
- opcje kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, opcje na stopy procentowe, opcje walutowe, opcje na takie opcje oraz inne równoważne instrumenty finansowe rozliczane pieniężnie,
- prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od wartości oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń (pochodne instrumenty towarowe).

³⁰ Dz. U. z 2005 r., Nr 183, poz. 1538.

Zatem, pochodne instrumenty finansowe notowane na rynkach regulowanych, w obecnym stanie prawnym, określa się formalnie jako instrumenty finansowe. Niektóre z nich posiadają status papierów wartościowych. Skutkuje to daleko idącymi uproszczeniami dla praktyki obrotu gospodarczego w porównaniu z latami poprzednimi.

Fundamentalna zasada w regulowanym obrocie instrumentami finansowymi, w tym również prawami pochodnymi, stanowi, że obrót może być dokonywany wyłącznie po dopuszczeniu praw pochodnych do obrotu oraz po udostępnieniu do wiadomości publicznej stosownych dokumentów określanych jako „Warunki emisji i obrotu” – dla praw pochodnych wystawionych przez emitenta (np. opcje, warranty) lub „Warunków obrotu” w pozostałych przypadkach (np. kontrakty terminowe futures). Wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu publicznego wymaga zgody instytucji nadzorującej rynek regulowany. Naruszenie tej zasady pociąga za sobą określone sankcje.

Jednym z ważniejszych aktów wykonawczych, który współtworzył historię polskiego regulowanego rynku instrumentów pochodnych, było rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 22 grudnia 1998 roku w sprawie określenia podmiotów uprawnionych do składania wniosku o wyrażenie zgody na wprowadzenie do publicznego obrotu praw pochodnych³¹. Rozporządzenie określało tryb i warunki wprowadzania do publicznego obrotu praw z papierów wartościowych – obejmowało kwestie związane z:

- podmiotowym zakresem instytucji uprawnionych do składania wniosku o wyrażenie zgody na wprowadzenie do obrotu publicznego praw pochodnych,
- warunkami, jakie zobowiązane są spełniać wyżej wymienione podmioty,
- trybem oraz warunkami wprowadzania i obrotu prawami pochodnymi.

Do podmiotów uprawnionych do występowania z wnioskiem o zgodę na wprowadzenie praw pochodnych do obrotu publicznego zaliczono:

- 1) spółkę prowadzącą giełdę,
- 2) spółkę prowadzącą rynek pozagiełdowy,
- 3) domy maklerskie, w tym wydzielone jednostki organizacyjne banków prowadzących działalność maklerską.

Te ostatnie mogły również występować z wnioskiem o pozwolenie na organizowanie wtórnego publicznego obrotu prawami pochodnymi poza rynkiem regulowanym. Rozporządzenie to stało się silnym stymulatorem rozwoju instrumentów pochodnych opartych na instrumentach rynku kapitałowego.

1 maja 2004 roku, wspomniane rozporządzenie z 22 grudnia 1998 roku zostało zastąpione rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie wprowadzania do publicznego obrotu praw pochodnych oraz będą-

³¹ Dz. U. z 1999 r., Nr 163, poz. 1155.

cych papierami wartościowymi od dnia dopuszczenia do publicznego obrotu praw majątkowych zarejestrowanych w depozycie papierów wartościowych³².

Na przełomie 2005 i 2006 roku weszło w życie kilka rozporządzeń wykonawczych do aktualnie obowiązującej ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Wśród nich kwestię instrumentów pochodnych podejmują:

- rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 11 października 2005 roku w sprawie dopuszczenia instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi do obrotu na rynku regulowanym³³,
- rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2005 roku zmieniające rozporządzenie w sprawie szczególnych zasad rachunkowości domów maklerskich i jednostek organizacyjnych banków, w ramach których prowadzona jest działalność maklerska³⁴,
- rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 grudnia 2005 roku zmieniające rozporządzenie w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych³⁵.

Regulowany rynek towarowy

Obrotu instrumentami finansowymi będącymi prawami pochodnymi dokonuje się na regulowanym rynku publicznym, jak również na giełdach towarowych. Działalność giełd towarowych reguluje ustawa z dnia 26 października 2000 roku o giełdach towarowych³⁶, która weszła w życie 28 maja 2001 roku.

Istotną kwestię stanowi regulacja pojęcia instrumentów pochodnych, a ściślej, pojęcia towarów giełdowych, obejmujących swym zasięgiem również pochodne instrumenty finansowe.

Zgodnie z art. 2 pkt 1 tejsze ustawy przez towary giełdowe rozumie się dopuszczone do obrotu na danej giełdzie towarowej:

- 1) towary oznaczone co do gatunku,
- 2) różne rodzaje energii,
- 3) limity wielkości produkcji,
- 4) prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od oznaczonych, co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów produkcji oraz
- 5) prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od kursów walut i stóp procentowych.

Gdyby ustawa wprowadziła tylko pierwsze cztery z powyższych pięciu rodzajów „towarów giełdowych”, to można by mówić o pewnym logicznym zapi-

³² Dz. U. z 2004 r., Nr 95, poz. 945.

³³ Dz. U. z 2005 r., Nr 205, poz. 1699.

³⁴ Dz. U. z 2005 r., Nr 245, poz. 2084.

³⁵ Dz. U. z 2005 r., Nr 256, poz. 2146.

³⁶ Dz. U. z 2000 r., Nr 103, poz. 1099.

się w tej regulacji. Wprowadzając piątą grupę towarów giełdowych w postaci praw majątkowych, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od kursów walut i stóp procentowych, ustawodawca stworzył furtkę dla wielu interpretacji i klasyfikacji instrumentów pochodnych występujących na różnych rynkach³⁷.

1 kwietnia 2004 roku weszła w życie pierwsza nowelizacja ustawy o giełdach towarowych. Obniżyła ona dość ostre, jak na polskie warunki, wymogi kapitałowe wobec giełd towarowych i domów maklerskich, które zamierzały handlować wyłącznie na rynku kasowym. Uczestnictwo w towarowym rynku instrumentów pochodnych wciąż wiązało się z wyższymi wymaganiami kapitałowymi.

24 października 2005 roku zaczęły obowiązywać kolejne nowelizacje ustawy o giełdach towarowych. Nie zliberalizowały one jednak wymogów kapitałowych obowiązujących w odniesieniu do tych instytucji, które zamierzają obracać instrumentami pochodnymi na giełdowym rynku towarowym.

Wprowadzony wówczas art. 3 ust. 4 ustawy o giełdach towarowych stanowi, że proponowanie nabycia lub nabywanie praw majątkowych, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od kursów walut i stóp procentowych, odbywa się na podstawie ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych³⁸. Również od 24 października 2005 roku obowiązuje art. 14 ust. 1, który stwierdza, że zezwolenie na prowadzenie giełdy, na której przedmiotem obrotu są prawa majątkowe, o których mowa w art. 2 pkt 2 lit. e, wydaje się z zastrzeżeniem warunku utworzenia z udziałem wnioskodawcy, jako założyciela i akcjonariusza, giełdowej izby rozrachunkowej (wyłącznie w formie spółki akcyjnej)³⁹.

4.4. Wspólnotowe wymogi dotyczące instrumentów pochodnych

W otwartym na świat polskim systemie finansowym, logiczną konsekwencją dokonujących się przeobrażeń jest uwzględnienie i zaadaptowanie nowych koncepcji i regulacji w zakresie kontroli ryzyka rynkowego w bankach działających w Polsce. Banki te spełniają wiele wymogów stawianych przez międzynarodo-

³⁷ Zob. D. Miodunski, *Ustawa o giełdach towarowych. Parę istotnych niedociągnięć*, „Parkiet. Gazeta Giełdy”, 22 września 2000 r., oraz E. Pietrzak, *Walka o instrumenty pochodne trwa*, „Rzeczpospolita”, 6 grudnia 2000 r.

³⁸ Dz. U. z 2005 r., Nr 184, poz. 1539.

³⁹ S. Antkiewicz, *Instrumenty pochodne a nowe regulacje rynku kapitałowego*, maszynopis powielony (w posiadaniu autora), s. 4.

we instytucje zajmujące się regulacjami globalnego rynku finansowego. Poniżej zostały zaprezentowane najważniejsze wymogi zawarte w Dyrektywach Wspólnotowych w zakresie kontroli ryzyka bankowego oraz kontroli stosowania finansowych instrumentów pochodnych w praktyce bankowej.

Zakres czynności podejmowanych przez banki komercyjne, które działają na jednolitym rynku usług finansowych, został określony w Drugiej Dyrektywie Bankowej. Zgodnie z jej postanowieniami banki komercyjne mogą dokonywać obrotu kontraktami terminowymi, kontraktami opcyjnymi i swapowymi.

Bardziej szczegółowe regulacje dotyczące zaangażowania banków na rynkach instrumentów pochodnych można odnaleźć w wybranych przepisach dyrektyw:

- ISD 93/22/EEC oraz CAD 93/6/EEC (wytyczne dla banków prowadzących działalność inwestycyjną dotyczące adekwatności kapitałowej),
- nie obowiązująca, ale stanowiąca prawną poprzedniczkę CAD 93/6/EEC Dyrektywa Unii Europejskiej z 1989 roku: SRD 89/647/EEC (zasady wyliczania współczynnika wypłacalności z uwzględnieniem pozycji pozabilansowych niosących z sobą ryzyko stopy procentowej oraz ryzyko kursu walutowego).

Główna idea obu dyrektyw (zarówno tej z 1989 oraz z 1993 roku) pozostaje taka sama – kapitał własny przedsiębiorstwa bankowego powinien pozostawać w odpowiedniej proporcji do ryzyka przez niego ponoszonego. W Dyrektywie 93/6/EEC znacznie zostało rozszerzone rozumienie ryzyka całkowitego ponoszonego przez banki. Wzięto tu pod uwagę, oprócz ryzyka kredytowego, także potrzebę uwzględniania skali ryzyka ponoszonego przez poszczególne banki na otwartych rynkach finansowych (ryzyko walutowe, ryzyko stóp procentowych, ryzyko cenowe akcji, ryzyko rozliczenia transakcji itp.) w procedurze wyliczenia minimum kapitałów własnych banków.

Implementacja zmian w polskim ustawodawstwie związana z członkostwem w Unii Europejskiej zapewnia bankom komercyjnym działającym w Polsce i stosującym instrumenty pochodne następujące korzyści⁴⁰:

- 1) wzmocnienie pozycji na rynku instrumentów pochodnych przez banki posiadające szersze zaplecze kapitałowe, dzięki urzeczywistnieniu zasady: „te same usługi – to samo ryzyko – te same wymogi kapitałowe”; instytucje parabankowe muszą ponosić takie same obciążenia jak te przewidziane dla banków,
- 2) poprawienie bezpieczeństwa funkcjonowania każdego uczestnika rynku instrumentów pochodnych, poprzez regulacje dotyczące konglomeratów finansowych zmierzające do przejrzystości całej grupy,

⁴⁰ Podaję za P. Niedziółka: *Instrumenty pochodne w bankowych dyrektywach Unii Europejskiej*, „Rynek Terminowy” nr 8 (2/00), 2000, s. 105.

- 3) tworzenie wewnętrznych systemów kontroli ryzyka wraz ze wskazówkami dotyczącymi narzędzi pomiaru ryzyka związanego z wykorzystywaniem instrumentów pochodnych,
- 4) ujednoczenie standardów nadzoru bankowego zawartych w dyrektywach SRD, CAD oraz CAD II,
- 5) obligatoryjność przestrzegania przez banki współczynnika wypłacalności; z uwagi na względnie niskie wagi ryzyka przypisane instrumentom pochodnym bez fizycznej dostawy przedmiotu kontraktu mogą one okazać się instrumentami bardziej efektywnymi w procesie zarządzania ryzykiem bankowym niż operacje tradycyjne – z rzeczywistą dostawą.

Implementacja wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka rynkowego przez polski system bankowy stanowi końcowy etap dostosowywania regulacji ostrożnościowych do standardów Unii Europejskiej.

Rozdział 5. INSTRUMENTY POCHODNE W POLSKIEJ PRAKTYCE GOSPODARCZEJ

5.1. Uwarunkowania rozwoju rynków transakcji terminowych

Poszczególne segmenty operacyjne rynku finansowego rozwijają się w Polsce od początku lat dziewięćdziesiątych. Jako pierwszy zaczął rozwijać się rynek operacji pieniężnych w segmencie depozytów i pożyczek międzybankowych, a następnie w segmencie bonów skarbowych. Wprowadzenie częściowej wymiennalności złotego sprawiło, że od początku lat dziewięćdziesiątych rozwija się także rynek walutowy. Równoległe z rynkiem międzybankowym następuje proces rozwoju giełdy papierów wartościowych. Polityka stopniowego uelastyczniania kursu złotego stała się bodźcem powstania terminowego rynku walutowego. Z czasem rozwinął się także rynek opcji walutowych, opcji na stopę procentową oraz opcji egzotycznych.

Polski rynek instrumentów pochodnych jest rynkiem bardzo młodym. Jeszcze w 1996 roku praktycznie nie istniał ten segment operacyjny w strukturze krajowego rynku finansowego. Co najwyżej można było mówić o pierwszych pilotażowych transakcjach niektórymi instrumentami pochodnymi¹. W połowie 1998 roku nadal obrót tymi instrumentami sprawdzał się do nieregularnych i nielicznych transakcji².

Pod tym względem porównanie z innymi krajami postkomunistycznymi nie wypadało dla Polski korzystnie. Mimo że w większości z nich również nie istniały rynki pochodnych instrumentów finansowych, w 1996 roku trzy państwa (Węgry, Słowenia, Republika Czeska) dysponowały takimi, względnie wykształconymi, rynkami.

¹ Pierwszą transakcją terminową były zaoferowane w drugiej połowie 1992 r. przez PBR S.A. walutowe transakcje typu forward. W 1993 r. PBR S.A. zaproponował swoim klientom opcje europejskie z 3-miesięcznym okresem zapadalności. Opiewały one na kursy wzajemne kilku walut wymienialnych (*cross rate options*).

² *Projekcja polityki kursowej, rynku walutowego oraz rynku pochodnych instrumentów finansowych do roku 2002*, red. E. Pietrzak, „Transformacja gospodarki” nr 93, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1998, s. 47.

Spośród klasycznych instrumentów pochodnych, w lutym 1996 roku pierwszą opcję walutową na rynku bankowym wystawił warszawski oddział ING Bank S.A. W ofercie banku znalazły się opcje na kurs złotego względem następujących walut: CHF, DEM, FRF, GBP i USD z 1-, 2- i 3-miesięcznym terminem wykonania. W sierpniu Polski Bank Inwestycyjny S.A. zaproponował swoim klientom nie tylko sprzedaż opcji walutowych, ale również opcji wystawianych przez innych klientów. Transakcje dotyczyły europejskiej opcji kupna i sprzedaży na kurs złotego względem USD i DEM z 3-miesięcznym terminem wykonania. Rozliczanie transakcji następowało w oparciu o kurs fixingu NBP z dnia zapadalności kontraktu. Wartość nominalna kontraktu wynosiła 100 tys. USD lub 100 tys. DEM.

W połowie 1997 roku w Polsce występowały opcje towarowe i walutowe, które były kwotowane przez Warszawską Giełdę Towarową oraz Poznańską Giełdę Towarową. W tym samym roku po raz pierwszy do obrotu na rynku bankowym wprowadzono opcje procentowe. Prekursorami w tym segmencie były: Polski Bank Rozwoju S.A., Polski Bank Inwestycyjny S.A. oraz ING Bank S.A. Kilka miesięcy później do grona wystawców opcji dołączyli: Deutsche Bank S.A., BIG-BG S.A., BRE S.A., Creditanstalt oraz Bank Handlowy w Warszawie S.A.

Głównymi czynnikami przesądzającymi o słabej dynamice rozwoju w pierwszym etapie wykształcania się rynku transakcji terminowych – mimo właściwego kierunku rozwoju innych bazowych segmentów operacyjnych – stały się³:

- 1) stosunkowo niski poziom rozwoju poszczególnych bazowych segmentów operacyjnych rynku finansowego oraz niska dojrzałość całego sektora finansowego,
- 2) słaby rozwój instrumentów finansowych, na podstawie których mogłyby być tworzone instrumenty pochodne,
- 3) duże znaczenie czynnika administracyjno-urzędowego w kształtowaniu stóp procentowych oraz kursu złotego wobec walut obcych, co utrudniało skutecznie rozwój instrumentów pochodnych opartych na kursach walut i stopach procentowych,
- 4) niska świadomość ryzyka rynkowego, a w szczególności ryzyka walutowego i ryzyka stopy procentowej u potencjalnych użytkowników pochodnych instrumentów finansowych; dotyczyło to nie tylko niefinansowych podmiotów gospodarczych i niebankowych instytucji finansowych, ale również przedsiębiorstw bankowych,
- 5) bariery o charakterze prawnym,
- 6) silne przekonanie w wielu państwowych instytucjach mających duży wpływ na kierunki rozwoju rynku finansowego, że na wprowadzenie

³ Za: *Polityka kursowa, rynek walutowy oraz instrumenty pochodne – dotychczasowy rozwój i perspektywy*, op.cit., s. 62.

i powszechne zastosowanie pochodnych instrumentów finansowych jest jeszcze za wcześnie,

- 7) bardzo niski poziom wiedzy uczestników życia gospodarczego na temat pochodnych instrumentów finansowych, również w środowisku finansowym,
- 8) występowanie wielu nieudomówień i przesądów na temat pochodnych instrumentów finansowych w części środowisk, które miały duży instytucjonalny i formalny wpływ na rozwój tych instrumentów.

Rok 1996 był wyraźnym przełomem w podejściu do finansowych instrumentów pochodnych. W otoczeniu polskiego rynku finansowego pojawiły się pierwsze, konkurujące z sobą inicjatywy mające doprowadzić do uruchomienia obrotu derywatami. W latach 1996–2001 głównymi instytucjami, które zainicjowały tworzenie rynków transakcji instrumentami pochodnymi, były:

- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. wraz Komisją Papierów Wartościowych oraz z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych S.A.,
- Centralna Tabela Ofert S.A. (CTO),
- Warszawska Giełda Towarowa oraz Poznańska Giełda Towarowa,
- Polska Giełda Finansowa (System Pozagiełdowego Obrotu Instrumentami Finansowymi – SPOIF).

Institucje te wykazywały rosnące aspiracje do zajmowania się, w możliwie najszerszym zakresie, obrotem instrumentami pochodnymi.

5.1.1. Rynek regulowany

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Jeszcze w 1995 roku Komisja Papierów Wartościowych (KPW)⁴ – główny organ decyzyjny w zakresie publicznego regulowanego obrotu papierami wartościowymi i prawami majątkowymi – nie była zainteresowana problematyką zastosowania praw pochodnych na rynku regulowanym. Podobne stanowisko w tym czasie zajmowała Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Od 1996 roku stanowisko zarówno Komisji jak i GPW zaczęło się zmieniać. Wyrazem nowego podejścia do kwestii pochodnych było wprowadzenie praw pochodnych do projektu nowej ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁵ oraz rozpoczęcie prac nad zarządzeniem Przewodniczącego Komisji Papierów Wartościowych, które szczegółowo regulowałoby sprawę wprowadzania do obrotu publicznego praw pochodnych.

⁴ Obecnie Komisja Nadzoru Finansowego.

⁵ Ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi ostatecznie została podpisana przez Prezydenta 21 sierpnia 1997 r.

Charakterystycznym stanowiskiem KPW w kwestii instrumentów pochodnych było rodzajowe i przedmiotowe zawężenie ich zakresu. Wspomniane zarządzenie skoncentrowało się na dwóch rodzajach praw pochodnych, a mianowicie na opcjach i transakcjach futures. Równocześnie za instrumenty pierwotne (bazowe), na podstawie których miały być tworzone instrumenty pochodne, uznano papiery wartościowe podlegające procedurze dopuszczenia do obrotu publicznego. Ważnym elementem podejścia KPW do obrotu instrumentami pochodnymi było również ograniczenie kręgu instytucji mogących kreować te instrumenty do Giełdy Papierów Wartościowych oraz spółki organizującej publiczny regulowany pozagiełdowy obrót papierami wartościowymi. W stanowisku Komisji pojawiło się jeszcze jedno ograniczenie, dotyczące podmiotów mogących spełniać funkcję izby clearingowej. W przypadku transakcji zawieranych na rynku publicznym funkcję tę mógł spełniać jedynie Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.⁶

W przypadku GPW w Warszawie S.A. nowe podejście polegało na stworzeniu nie tylko odpowiednich warunków do dokonywania transakcji prawami pochodnymi, ale głównie podjęcia kroków zmierzających do stworzenia głównego ośrodka obrotu instrumentami pochodnymi. Realizacja tych zamierzeń mogła odnieść sukces dzięki wspólnemu działaniu GPW, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, Komisji Papierów Wartościowych oraz domów maklerskich.

Pierwsze transakcje typu futures na rynku regulowanym – Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych zawarte 16 stycznia 1998 roku stanowią początek nowego etapu w rozwoju polskiego rynku finansowego, a rynku terminowego w szczególności. Głównymi przesłankami dla uruchomienia giełdowego rynku praw pochodnych w Polsce były:

- 1) ustawiczny rozwój i chęć zwiększenia atrakcyjności oferowanych instrumentów finansowych,
- 2) zaostrzająca się konkurencja między giełdami światowymi; odwołanie momentu wprowadzenia derywatów na polską giełdę zachęcałoby potencjalnych konkurentów zagranicznych do oferowania takich instrumentów u siebie⁷,

⁶ *Polityka kursowa, rynek walutowy oraz instrumenty pochodne – dotychczasowy rozwój i perspektywy...*, *op.cit.*, s. 63.

⁷ Bezpośrednią przyczyną przyspieszenia prac nad utworzeniem giełdowego rynku praw pochodnych w Polsce był zainicjowany poza Polską handel instrumentami pochodnymi, dla których instrumentami bazowymi stały się akcje niektórych polskich spółek z rynku giełdowego. Chodzi głównie o opcje i kontrakty terminowe typu futures na indeks polskich akcji na Austriackiej Giełdzie Futures i Opcji w Wiedniu (OTOB) oraz w pewnym stopniu także o oferowane w obrocie pozagiełdowym przez niektóre banki zagraniczne (m.in. ING, Creditanstalt) warranty na polskie akcje.

- 3) przełamywanie ograniczeń w efektywnym inwestowaniu w papiery wartościowe dostępne na GPW w Warszawie, poprzez umożliwienie zabezpieczenia swoich pozycji z rynku kasowego derywatami,
- 4) pojawiające się głosy wśród pracowników wyższych uczelni o potrzebie wprowadzenia instrumentów pochodnych,
- 5) wystarczająca dojrzałość polskiego rynku giełdowego.

Z analizy giełdowego rynku praw pochodnych działającego w ramach struktury organizacyjnej GPW w Warszawie S.A. od początku istnienia do końca 2006 roku można wyprowadzić następujące wnioski⁸:

1. Spośród wszystkich instrumentów pochodnych dostępnych na giełdowej platformie obrotu prawami pochodnymi największą popularnością cieszył się kontrakt terminowy typu futures na indeks giełdowy WIG20. W badanym okresie, udział tego instrumentu w całkowitym wolumenie obrotu giełdowych praw pochodnych wyniósł około 93%. W grupie kontraktów terminowych typu futures (walutowych, akcyjnych, procentowych i innych indeksowych), kontrakt terminowy na indeks WIG20 generował 97% obrotów tej klasy instrumentów. Udział innych kontraktów terminowych typu futures (walutowych, akcyjnych, procentowych i innych indeksowych) stanowił zaledwie 3% wolumenu ogółem w giełdowym segmencie praw pochodnych. Pozostałą część obrotu wypracowały opcje (indeksowe, akcyjne) oraz jednostki indeksowe. Średnio ok. 4% całości obrotów⁹.

2. Mimo znacznej dynamiki wzrostu obrotów, średnia ilość kontraktów terminowych na transakcje oscylowała wokół 2 do 3. Nie dotyczy to kontraktów terminowych na obligacje. Ta klasa kontraktów kwotowana jest od lutego 2005 roku. W okresie tym średnia ilość kontraktów zawartych w zleceniu wysłanym do realizacji na giełdę wyniosła 72 kontrakty.

Zdecydowaną większość stanowiły zlecenia na jeden kontrakt. Nie oznacza to, że nie pojawiały się zlecenia opiewające na większą liczbę kontraktów. Najbardziej typowymi zleceniami były zlecenia na dwa, pięć, dziesięć, pięćdziesiąt i sto kontraktów.

3. Wśród uczestników giełdowego rynku praw pochodnych najaktywniejszą grupę stanowią inwestorzy indywidualni. Ich udział w obrotach zmniejszyła się jednak stopniowo z ok. 80–85% w latach 2000–2001 do około 70% w 2006 roku.
4. W październiku 2000 roku po raz pierwszy wartość obrotu kontraktami futures przekroczyła wartość obrotu akcjami notowanymi w systemie

⁸ Por. S. Antkiewicz, I. Sobol: *Ocena rozwoju rynku pochodnych instrumentów finansowych oraz jego perspektywy do roku 2005* [w:] *Projekcja rozwoju rynków: kapitałowego, walutowego, pochodnych instrumentów finansowych i pieniężnego do roku 2005*, op.cit., s. 108–111.

⁹ Wyliczenia własne na podstawie danych statystycznych sporządzanych okresowo przez GPW w Warszawie S.A.

kursu jednolitego i w systemie notowań ciągłych. W 1999 roku wartość obrotu akcjami w niektórych przynajmniej miesiącach pięciokrotnie przewyższała wartość obrotów na rynku kontraktów indeksowych.

5. Dynamiczny rozwój rynku praw pochodnych GPW zawdzięcza głównie kontraktowi futures na WIG20. Głównymi czynnikami szybkiego rozwoju tego segmentu rynku finansowego w pierwszej połowie badanego okresu było: odblokowanie barier świadomościowych, psychologicznych i merytorycznych dotyczących natury i charakteru derywatów, a w następnych latach – wzrost zmienności kursów akcji (okres bessy) oraz wzrost zmienności kursu złotego wobec walut obcych. Jedno i drugie powodowało wzrost ryzyka wynikającego z zajmowanych pozycji na obydwu rynkach bazowych – akcji i rynku walutowym.
6. Wartość obrotu, w krótkiej, zaledwie kilkuletniej historii obrotu warrantami, stanowi marginalną wartość obrotu giełdowego¹⁰.
7. We wrześniu 2003 roku GPW rozpoczęła obrót opcjami indeksowymi. Na koniec 2004 roku wolumen obrotu opcjami indeksowymi wyniósł ponad 78 tys. Dwa lata później wolumen ten był już czterokrotnie wyższy i wynosił 316 tys. W październiku 2005 roku rozpoczął się obrót opcjami na akcje.
8. W lutym 2005 roku GPW rozpoczęła obrót kontraktami terminowymi typu futures na obligacje pięcioletnie Skarbu Państwa. Głównymi uczestnikami tego segmentu są banki. Po udanym starcie w pierwszych miesiącach 2005 roku, kolejne miesiące pokazywały systematyczny spadek zainteresowania wśród inwestorów. Rok 2005 zamknął się obrotem przewyższającym 32 tys., a rok następny – poniżej 13 tys. Oznaczać to może, że ten nowy segment rynku praw pochodnych nie będzie stanowił w najbliższych latach wyraźnej konkurencji dla pozagiełdowego, międzybankowego rynku IRS¹¹.
9. Dominującą rolę na giełdowym rynku instrumentów pochodnych jako pośrednicy odgrywali: DM BOŚ S.A., DM BZ WBK S.A., DI BRE Banku S.A.

Dokonując analizy rynku oraz instrumentów pochodnych opartych na instrumentach bazowych rynku kapitałowego, w ramach GPW w Warszawie S.A., trzeba podkreślić, że obecnie rynek ten stanowi najważniejszą konkurencję dla rynku międzybankowego i bankowego w budowaniu rynku transakcji terminowych w Polsce.

¹⁰ Przykładowo w 2000 r. udział w obrocie giełdowym warrantów wyniósł 0,1%, a w roku 2001 zaledwie 0,03%.

¹¹ W 2006 r. wartość obrotu giełdowymi kontraktami na stopę procentową (kontrakty terminowe na obligacje) wyniosła 2,6 mld PLN, w tym samym roku w segmencie bankowym wartość obrotu kontraktami IRS oraz FRA wyniosła 1,5 bln PLN.

MTS-CeTO S.A.

Znaczenie pozagiełdowego publicznego regulowanego rynku instrumentów pochodnych od początku zainicjowania tego typu transakcji jest znikome. W marcu 1998 roku na Centralnej Tabeli Ofert zadebiutowała seria warrantów opartych odpowiednio na indeksie IB5 (indeks pięciu banków giełdowych) oraz IM10 (indeks mieszany dziesięciu spółek giełdowych). Oba instrumenty to warranty kupna typu amerykańskiego, a ich wystawcą był BRE Bank S.A. Obrót prowadzono w systemie notowań ciągłych.

Z analizy pozagiełdowego publicznego regulowanego rynku praw pochodnych działającego w ramach struktury organizacyjnej MTS-CeTO S.A. od początku istnienia do końca 2006 roku można wyprowadzić dwa główne wnioski:

1. Mimo początkowej, obiecującej atrakcyjności i różnorodności rynku warrantów, wystawianych przez Beskidzki Dom Maklerski S.A. oraz BRE Bank S.A., w listopadzie 2000 roku, z uwagi na nikłe zainteresowanie wśród uczestników rynku, ostatecznie zawieszono emisję i obrót wszystkimi rodzajami warrantów. Podobnie zakończyła się roczna historia kontraktów terminowych. Od 2001 roku obrót tą klasą instrumentów finansowych został również zawieszony¹².

2. W latach 1998–2000 emitenci jak i potencjalni emitenci warrantów wskazywali na wiele istotnych barier rozwoju tego segmentu rynku, a w szczególności na zbyt wysokie opłaty ponoszone przez wystawcę z tytułu rejestracji i pełnionych przez niego funkcji związanych z obsługą inwestorów. Istotnym czynnikiem skutecznie zniechęcającym emitentów warrantów był przyjęty wymóg składania fizycznego zabezpieczenia roszczeń inwestorów, który rzadko bywa obligatoryjny na innych rynkach.

5.1.2. Towarowe rynki instrumentów pochodnych

Analizując sytuację w giełdowym segmencie rynku instrumentów pochodnych, należy – dla kompletności wywodu – dokonać charakterystyki innych niż GPW w Warszawie S.A. rynków giełdowych, na których są zawierane transakcje instrumentami pochodnymi.

Giełdy towarowe są integralną częścią każdej gospodarki funkcjonującej na podstawie wolnorynkowych zasad. W najnowszej historii gospodarczej Polski szczególna aktywność w powstawaniu giełd towarowych przypadła na lata 1991–1995. Wówczas, jako jedna z pierwszych, powstała Giełda Poznańska

¹² Zob. <http://www.mts-ceto.pl/opencms/opencms/cms/pl/tp/notowania/statystyki/rocznewskazniki.html>

(GP) oraz Warszawska Giełda Towarowa (WGT). W ostatnim 15-leciu do najważniejszych wydarzeń na rynku towarowym w Polsce zaliczyć należy¹³:

- 1994 r. – uruchomienie na Giełdzie Poznańskiej obrotu kontraktami dostawnymi (typu forward),
- 1995 r. – wprowadzenie do obrotu opcji towarowych typu europejskiego (GP),
- 1997 r. – wprowadzenie do obrotu opcji towarowych typu amerykańskiego (WGT),
- 1998 r. – uruchomienie obrotu kontraktami terminowymi na pszenicę konsumpcyjną (GP),
- 1999 r. – uruchomienie obrotu kontraktami na żywiec wieprzowy oraz pszenicę paszową (GP),
- 1999 r. – uruchomienie obrotu walutowymi kontraktami terminowymi (WGT); (futures na kurs USD/PLN; nominal 10 tys. USD, wstępny depozyt zabezpieczający otwartą pozycję 2,1% oraz futures na kurs EUR/PLN; nominal 10 tys. EUR, wstępny depozyt zabezpieczający otwartą pozycję 2,3%),
- 2000 r. – przyjęcie ustawy o giełdach towarowych,
- 2001 r. – likwidacja giełd towarowych w Lublinie, Olsztynie oraz Giełdy Poznańskiej.

Dzisiejsze giełdy towarowe w Polsce to przede wszystkim Warszawska Giełda Towarowa, która jak dotąd nie uzyskała autoryzacji Komisji Nadzoru Finansowego. WGT S.A. powstała w 1995 roku. Pierwsze walutowe kontrakty terminowe wprowadzono do obrotu 20 stycznia 1999 roku. W 2002 roku wprowadzono kontrakty na obligacje 2-, 5- i 10-letnie. Kontrakty cieszące się największym zainteresowaniem na WGT S.A. to walutowe kontrakty futures i opcje na futures USD/PLN, EUR/PLN, CHF/PLN, USD/EUR oraz kontrakty futures na 1- i 3-miesięczne stopy procentowe. W 2006 roku na rynku instrumentów pochodnych walutowych zawarto 30 352 kontrakty na ogólną sumę 2 974 436 532,0 PLN. Na rynku instrumentów pochodnych akredytowane były trzy domy maklerskie DMK, PKO BP oraz w roku 2006 rozpoczęła działalność spółka Alpha Financial Services¹⁴.

¹³ Por. M.A. Jerzyk, *Dylematy i stracone szanse giełdy towarowej w Polsce*, „Rynek Terminowy” nr 20 (2/03), 2003, s. 57.

¹⁴ Zob. *Sprawozdanie Zarządu z działalności WGT S.A. w roku 2006*, Warszawa, maj 2007, <http://www.wgt.com.pl/>

5.1.3. Pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych¹⁵

Konkurencyjną wobec zamiarów KPW i GPW stała się inicjatywa z 1996 roku – szerszego zastosowania instrumentów pochodnych na rynku bankowym – szesnastu banków pod egidą Związku Banków Polskich, które w marcu utworzyły spółkę System Pozagiełdowego Obrotu Instrumentami Finansowymi S.A. (SPOIF S.A.). Głównym celem tej instytucji było uruchomienie w 1997 roku obrotu instrumentami pochodnymi, dla których bazę stanowić miały stopy procentowe. Cel bardziej ogólny i dalekosiężny stanowił plan stworzenia konkurencyjnej giełdy, na której miałyby być zawierane transakcje futures i transakcje opcyjne. W planie tym wzięto również pod uwagę utworzenie nowej izby clearingowej przez banki tworzące ten system.

Polska Giełda Finansowa (wcześniej SPOIF S.A.) od początku istnienia nie tylko chciała organizować obrót i handlować na własny rachunek, ale także rozliczać transakcje. Operacje rozliczeniowe prowadziła w powiązaniu z trzema bankami (Bank Handlowy w Warszawie S.A., PKO BP, Raiffeissen Centrobank). W ten sposób powstała nowa, obok Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, instytucja rozliczeniowa dla kontraktów terminowych. PGF, jako pierwsza w Polsce, wprowadziła elektroniczny system obrotu futures na kurs walutowy i stopy procentowe. Plany strategiczne giełdy sięgały usług oferowanych przez Internet.

PGF S.A. powstała z myślą o inwestorach instytucjonalnych. Umożliwiała dokonywanie transakcji terminowych następującymi kontraktami:

- 1) futures na kurs USD/PLN; nominal 50 tys. USD, wstępny depozyt zabezpieczający otwartą pozycję – 5 tys. PLN, dzienna zmiana ceny 0,3 PLN,
- 2) futures na kurs EUR/PLN; nominal 50 tys. EUR, wstępny depozyt zabezpieczający otwartą pozycję – 6 tys. PLN, dzienna zmiana ceny 0,3 PLN,
- 3) futures na 1- i 3-miesięczny WIBOR; nominal 3 mln PLN, dzienna zmiana ceny 2% w skali roku¹⁶.

Do połowy 1998 roku, tj. w dziewiątym roku transformacji polskiej gospodarki, większość obrotu instrumentami pochodnymi była skupiona na rynku bankowym i międzybankowym. Głównie dokonywano transakcji przy użyciu opcji walutowych, dla których bazę stanowił kurs złotego względem innych walut (szczególnie wobec USD). Cieszyły się one popytem – początkowo bardzo ograniczonym – wśród polskich przedsiębiorstw wykorzystujących pochodne jako zabezpieczenie ryzyka kursowego. Dużą konkurencję dla rozwijającego

¹⁵ Wnioski zawarte w podrozdziale są wynikiem przeprowadzonych badań własnych. Zostały skonfrontowane i uzupełnione o badania polskiego rynku finansowego, które przeprowadzane są od 1997 r. przez gdański Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową; zob. publikacje: „Transformacja Gospodarki” numery: 88, 93, 102, 106.

¹⁶ K. Siwek, *Derywaty w stadium początkowym*, „Prawo i Gospodarka” nr 278, 15 grudnia 1999 r.

się rynku stanowiły tradycyjne transakcje terminowe¹⁷, zawierane wówczas przez ponad dwadzieścia banków działających w Polsce¹⁸. Oferowały i nadal oferują: rzeczywiste transakcje terminowe (proste i *cross rate*) oraz transakcje terminowe rozliczane gotówkowo (*cash settlement*). Zróżnicowana oferta oraz prosta konstrukcja tych transakcji powoduje, że obroty na rynku klasycznych transakcji terminowych są o wiele większe niż w przypadku opcji walutowych.

Postępująca liberalizacja obrotów dewizowych¹⁹ umożliwiła od początku 1999 roku powstanie i rozwój rynku swapów walutowych, stanowiącego dzisiaj najbardziej płynny składnik krajowego międzybankowego rynku walutowego i pieniężnego w segmencie operacji terminowych²⁰.

Obrotów pochodnymi instrumentami finansowymi na bazie zmienności stóp procentowych rynku pieniężnego stanowił w tym czasie niewielką część obrotu bankowego i międzybankowego rynku terminowego. Dopiero w 1999 roku po wykształceniu się względnie płynnego rynku swapów walutowych zaczął się rozwijać rynek transakcji FRA (*Forward Rate Agreement*), stwarzając możliwość zabezpieczenia się przed konsekwencjami wahań stóp procentowych.

Postępująca integracja krajowego rynku finansowego z rynkiem międzynarodowym stworzyła podmiotom krajowym dostęp do zagranicznych rynków instrumentów pochodnych, czego przykładem jest rynek transakcji IRS (*Interest Rate Swap*) umożliwiający zabezpieczenie się przed skutkami wahań cen obligacji. Możliwość wykorzystywania transakcji IRS nie tylko zwiększyła możliwość zarządzania ryzykiem stopy procentowej przez przedsiębiorstwa, ale przyczyniła się również do rozwoju rynku obligacji – skutecznie go stabilizując.

Pierwsza inicjatywa na rynku bankowym dotycząca finansowych instrumentów pochodnych wystawionych na wskaźniki bazowe rynku kapitałowego pojawiła się w lipcu 1995 roku, kiedy Polski Bank Rozwoju S.A. zaoferował swoim klientom opcje na indeks WIG – główny indeks Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z uwagi na zaistniały – w opinii Komisji Papierów Wartościowych – konflikt prawny, PBR S.A. wycofał się z obrotu tym instrumentem.

¹⁷ Mimo tego wyróżnienia (formalnie i merytorycznie uzasadnionego), w niniejszej pracy wszystkie transakcje terminowe, zarówno tradycyjne transakcje (typu forward), jak i transakcje przy użyciu klasycznych instrumentów pochodnych (np. transakcje opcyjne) uznaje się za tę samą klasę produktów bankowych.

¹⁸ Do grupy tych banków m.in. zalicza się: PBR S.A., PBI S.A., BIG-BG S.A., Bank Handlowy w Warszawie S.A., ING Bank S.A., Creditanstalt S.A., Deutsche Bank AG, Bank Śląski S.A., BPH S.A.

¹⁹ 18 grudnia 1998 r. weszła w życie ustawa – Prawo dewizowe – wprowadzająca zewnętrzną wymiennalność złotego.

²⁰ Zob. *Rynek finansowy w Polsce...*, *op.cit.*, s. 32–36.

Bankowy i międzybankowy rynek instrumentów pochodnych²¹

Liberalizacja prawa dewizowego, zmiany w polityce kursowej oraz nowa formuła fixingu spowodowały, że sytuacja na rynku walutowym w 1999 roku charakteryzowała się większą zmiennością niż w latach poprzednich. Wzrost ryzyka walutowego przyczynił się do tego, że banki na większą skalę korzystały z instrumentów pochodnych. Z jednej strony zabezpieczając się przed ryzykiem, a z drugiej zawierając transakcje o charakterze spekulacyjnym, które stwarzały możliwość realizacji potencjalnie większych zysków z operacji walutowych. Przykładowo w 1999 roku wartość transakcji spekulacyjnych stanowiła 80% wartości ogółu wszystkich transakcji instrumentami pochodnymi, a wynik finansowy sektora bankowego z tytułu zobowiązań pozabilansowych był 3-krotnie wyższy niż w 1998 roku. Istotnej zmianie uległa również struktura tworzenia tego wyniku. O ile w latach 1997–1998 ponad 80% wyniku z tytułu zobowiązań pozabilansowych pochodziło z prowizji, to w 1999 roku już ponad połowa (58%) z operacji pochodnymi instrumentami finansowymi.

Przychody i koszty z tytułu zobowiązań pozabilansowych w 1999 roku zrealizowało 46 banków, z czego 40 osiągnęło zysk. Spośród 21 banków wykazujących wynik finansowy z tytułu operacji pochodnymi instrumentami 14 zrealizowało zysk z tych operacji. Pomimo znacznego wzrostu wyniku z operacji pochodnymi instrumentami finansowymi jego udział w wyniku operacyjnym na działalności bankowej utrzymywał się nadal na niskim (1,1%) poziomie.

Wolumen pozycji pozabilansowych w 2000 roku banków komercyjnych zwiększył się o 113,4% (do 632,4 mld PLN), co było głównie związane z bardzo szybkim wzrostem aktywności banków na rynku operacji pochodnych, których skala (386,2 mld PLN) była ponad 3-krotnie większa niż w 1999 roku (120,7 mld PLN). Wzrost pozycji pozabilansowych, spowodowany w dużej mierze działalnością 4 najbardziej aktywnych w tej dziedzinie banków (zrealizowały 49,5% wolumenu transakcji), wpłynął na dalsze zwiększenie ich relacji do aktywów netto i funduszy własnych banków komercyjnych. Koszty i przychody z operacji pozabilansowymi instrumentami finansowymi były najszybciej rosnącymi elementami rachunku zysków i strat w 2000 roku. W efekcie znacznie wzrosły wyniki z pozycji wymiany (o 84,5%) oraz z operacji finansowych (o 45,3%).

W 2001 roku pozycje pozabilansowe banków wzrosły o 65,9% i wyniosły 1045 mld PLN. Ponad 81,3% tych pozycji (61,4% przed rokiem) stanowiły transakcje pochodne. Wolumen zrealizowanych przez banki transakcji pochodnych (zarówno na zlecenie klientów, jak i na rachunek własny) zwiększył się o 462,8 mld PLN (o 119,7%) do 849,6 mld PLN, na co złożył się wzrost transakcji terminowych walutowych (o 184,6% do 516 mld PLN) i na stopy procen-

²¹ Podrozdział niniejszy stanowi syntezę informacji zawartych w dokumentach „Sytuacja finansowa banków w roku...: 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006” opracowywanych przez NBP. Pełne wersje raportów są dostępne na stronie internetowej NBP (www.nbp.pl).

towe (o 86,8% do 294,8 mld PLN). Było to spowodowane, po pierwsze, wzrostem zainteresowania banków, jak i ich klientów, instrumentami zabezpieczającymi przed ryzykiem walutowym i stóp procentowych. Stanowiło to konsekwencję wzrostu wolumenu operacji w walutach obcych na rynku kasowym oraz dużą zmiennością kursów i stóp procentowych. Po drugie, banki angażowały się w tę działalność także w celach zarobkowych. Ponad 71% wszystkich operacji instrumentami finansowymi przypadało na 4 banki kontrolowane przez kapitał zagraniczny.

W 2002 roku wolumen operacji walutowymi instrumentami pochodnymi, po dynamicznym wzroście w latach 2000–2001, zmniejszył się o 110,7 mld PLN (o 21,4%), m.in. na skutek (poza zmianą sposobu ich ewidencjonowania w jednym banku) zmniejszenia otwartych pozycji walutowych banków i obniżenia zyskowności tych operacji, spowodowanych zmianą warunków rynkowych.

Ze względu na większą zmienność stóp procentowych głównym czynnikiem wzrostu pozycji pozabilansowych banków komercyjnych (o 9%, do 1150,2 mld PLN) stały się transakcje terminowe na stopę procentową, których wartość zwiększyła się o 187,8 mld PLN (o 63,7%) do blisko 482,6 mld PLN w porównaniu z grudniem 2001 roku.

W latach 2003–2004 zobowiązania pozabilansowe sektora bankowego zwiększyły się o ok. 48% (do 1,7 bln PLN) na skutek wzrostu wolumenu operacji instrumentami pochodnymi. Rok 2003 to dynamiczny wzrost zaangażowania banków w transakcje terminowe stopy procentowej (wzrost o 84,0%, do 888,3 mld PLN), głównie FRA (o 103,6%, do 448,3 mld PLN) oraz IRS (o 77,2%, do 360 mld PLN). Za pomocą tych instrumentów banki zabezpieczały się przed ryzykiem wynikającym z posiadania bonów skarbowych i obligacji w warunkach dużej zmienności stóp procentowych. Obroty procentowymi instrumentami pochodnymi w roku 2004 były uwarunkowane niepewnością co do kierunku i skali zmian stóp procentowych po przystąpieniu Polski do UE. Generalnie w 2004 roku banki prowadziły ostrożną politykę: unikały otwierania dużych pozycji i wykorzystywały głównie zmiany spreadów. Struktura polskiego rynku instrumentów pochodnych nie zmieniła się znacząco w porównaniu z rokiem poprzednim. Najbardziej rozwiniętym i najbardziej płynnym segmentem rynku instrumentów pochodnych był rynek transakcji IRS, FRA i swapów walutowych. Tymi instrumentami dokonano też większość obrotów (ponad 96%).

Lata 2005–2006 to dalszy konsekwentny rozwój bankowego i międzybankowego rynku instrumentów pochodnych. Wartość transakcji pochodnymi na koniec 2005 roku wyniosła 1,7 bln PLN. Rok następny zakończył się wartością przekraczającą 2,2 bln PLN. W tym okresie kontynuowany jest wzrost wartości i wolumenu pochodnych transakcji procentowych. Na koniec 2006 roku udział tego typu operacji stanowił $\frac{3}{4}$ wartości ogółem zawieranych transakcji przy użyciu instrumentów pochodnych. Wzrasta też liczba banków oferujących i wykazujących takie transakcje.

Tabela 6. Wartość transakcji pochodnymi instrumentami finansowymi na rynku bankowym i międzybankowym w latach 2000–2001

Wyszczególnienie	Wartość transakcji pochodnych w mln PLN					
	31.12.2000 r.			31.12.2001 r.		
	Ogółem	Zabezpieczające	Spekulacyjne	Ogółem	Zabezpieczające	Spekulacyjne
Transakcje pochodne ogółem	386 817,3	72 126,4	314 690,9	849 647,9	131 624,1	718 023,8
Transakcje terminowe, w tym:	339 616,3	69 584,0	270 032,3	811 818,4	129 425,2	682 393,2
– stopy procentowej						
– walutowe	157 773,0	13 324,9	144 448,2	294 757,4	23 840,0	270 917,4
– związane z papierami wartościowymi	181 282,7	55 702,1	125 580,6	515 965,6	104 489,9	411 475,8
	560,6	557,1	3,5	1 095,4	1 095,4	0,0
Opcje, w tym:	42 945,0	2 531,7	40 413,4	35 780,6	2 189,0	33 591,5
– opcje giełdowe	20,5	0,0	20,6	169,2	164,0	5,2
– opcje pozagiełdowe	42 924,5	2 531,7	40 392,8	35 611,4	2 025,0	33 586,3
Inne instrumenty, w tym:	4 256,0	10,8	4 245,2	2 048,9	9,9	2 039,0
– giełdowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
– pozagiełdowe	4 256,0	10,8	4 245,2	2 048,9	9,9	2 039,0

Źródło: „Sytuacja finansowa banków w roku 2001”, raport NBP zamieszczony na stronie internetowej www.nbp.pl

Tabela 7. Wartość transakcji pochodnymi instrumentami finansowymi na rynku bankowym i międzybankowym w latach 2001–2002

Wyszczególnienie	Wartość transakcji pochodnych w mln PLN					
	31.12.2001 r.			31.12.2002 r.		
	Ogółem	Zabezpieczające	Spekulacyjne	Ogółem	Zabezpieczające	Spekulacyjne
Transakcje pochodne ogółem	849 647,9	131 624,1	718 023,8	935 881,6	10 983,5	924 898,1
Transakcje terminowe, w tym:	811 818,4	129 425,2	682 393,2	889 330,8	9 260,1	880 070,8
– stopy procentowej						
– walutowe	294 757,4	23 840,0	270 917,4	482 607,2	2 625,6	479 981,6
– związane z papierami wartościowymi	515 965,6	104 489,9	411 475,8	405 220,8	6 493,2	398 727,6
	1 095,4	1 095,4	0,0	1 502,8	141,2	1 361,6
Opcje,	35 780,6	2 189,0	33 591,5	43 079,0	1 723,4	41 355,6
w tym:						
– opcje giełdowe	169,2	164,0	5,2	882,4	0,0	882,4
– opcje pozagiełdowe	35 611,4	2 025,0	33 586,3	42 196,6	1 723,4	40 473,1
Inne instrumenty,	2 048,9	9,9	2 039,0	3 471,8	0,0	3 471,8
w tym:						
– giełdowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
– pozagiełdowe	2 048,9	9,9	2 039,0	3 471,8	0,0	3 471,8

Źródło: „Sytuacja finansowa banków w roku 2001”, raport NBP zamieszczony na stronie internetowej www.nbp.pl

Tabela 8. Wartość transakcji pochodnymi instrumentami finansowymi na rynku bankowym i międzybankowym w latach 2005–2006

Wyszczególnienie	Wartość w mln PLN		Struktura w %		Liczba banków wykazujących dany rodzaj transakcji	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Transakcje pochodne ogółem	1 698 452	2 224 152	100	100	–	–
Transakcje stopy procentowej	1 181 232	1 652 882	69,5	74,3	–	–
– IRS	516 679	700 284	30,4	31,5	31	32
– FRA	643 940	822 140	37,9	37,0	21	19
Inne (forward/futures na instrumenty dłużne, opcje wystawione/kupione i inne)	20 613	130 458	1,2	5,8	2–3	2–7
Transakcje walutowe	511 290	563 985	30,1	25,4		
– CIRS	74 361	89 532	4,4	4,9	16	17
– Swap walutowy	272 050	272 661	16,0	12,3	30	29
– Forward walutowy	89 527	125 980	5,3	5,7	29	34
Inne (futures, opcje pozagiełdowe wystawione/kupione i inne)	75 352	75 812	4,4	2,5	18 (opcje)	21 (opcje)
Transakcje pochodne związane z kapitałowymi papierami wartościowymi (forward/futures, opcje wystawione/kupione, swap i inne)	4 903	4 823	0,3	0,2	1–6	1–7
Transakcje pochodne związane z metalami szlachetnymi i towarami (forward/futures, opcje wystawione/kupione, swap i inne)	895	2 461	0,1	0,1	1–2	1–3

Źródło: „Sytuacja finansowa banków w roku 2006”, raport NBP zamieszczony na stronie internetowej www.nbp.pl

Dotychczasowy charakter rozwoju krajowego rynku instrumentów pochodnych upoważnia do dokonania podsumowania analizowanej problematyki na

dwóch płaszczyznach. Pierwsza z nich to płaszczyzna globalna. Rozwój polskiego sektora finansowego przebiega pod dyktando tendencji światowych (globalizacji rynków finansowych, integracji europejskiej, informatyzacji, deregulacji oraz konsolidacji), ale można dostrzec także pewne specyficzne cechy. Szczególnie jest to widoczne na rynku finansowych instrumentów pochodnych. Na płaszczyźnie globalnej można sformułować następujące wnioski:

1. Finansowe instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu na rynku giełdowym i pozagiełdowym²². Na świecie bardziej rozwinięty jest rynek giełdowy. Na rynku tym, w segmencie praw pochodnych dominują pochodne indeksowe, procentowe oraz oparte na kursach akcji²³. Przewaga rynku giełdowego nad rynkiem OTC wynika z centralizacji obrotu, standaryzacji instrumentów oraz funkcjonowania izb rozliczeniowych, co ogranicza ryzyko kredytowe kontrahenta transakcji i buduje zaufanie szerokiego kręgu uczestników tej formy obrotu gospodarczego.
2. Pochodne zrewolucjonizowały rynki finansowe, czyniąc je bardziej spójnymi, efektywnymi i przejrzystymi. Obrót pochodnymi jest bardziej płynny, niż stanowiące ich podstawę instrumenty bazowe. Pozwalają obracać dużymi nominalnymi wartościami przy minimalnym koszcie własnego, rzeczywistego zaangażowania gotówkowego. Wynika z tego, że przyszłość tych instrumentów zapowiada się pomyślnie, ponieważ nie przestanie istnieć żadna z wymienionych wyżej przyczyn ich rozwoju²⁴.
3. Swoboda działania przedsiębiorstw na wspólnym europejskim rynku implikuje występowanie na nim silnej konkurencji, motywując do podejmowania intensywnych działań dostosowawczych (modernizacji, specjalizacji oraz koncentracji). Powinno to prowadzić w rezultacie do obniżenia kosztów pośrednictwa finansowego, a co za tym idzie – ogólnych kosztów gospodarowania. Taki kierunek procesu integracyjnego w dłuższej perspektywie nie pozostanie bez wpływu na wzrost konkurencyjności gospodarki europejskiej w stosunku do amerykańskiej i japońskiej.
4. Kryterium płynności w stosunku do obecnych rynków finansowych na całym świecie staje się podstawowym wyznacznikiem decyzji inwestorów o kierunku przepływu światowych zasobów pieniężnych, a z tym wiąże się problem koncentracji obrotu na wybranych rynkach i marginalizacja pozostałych.
5. Obecnie trudno o jednoznaczną ocenę potencjalnych szans oraz wyboru docelowego modelu przyszłego, zintegrowanego rynku finansowego. Rewolucyjne zmiany w zakresie technologii informatycznych w połącze-

²² Rynek pozagiełdowy (ang. *over-the-counter* – OTC).

²³ *Triennial Central Bank Survey – Foreign exchange and derivatives market activity in 2004*, BIS, 2005.

²⁴ Potwierdzeniem tej tezy są badania Banku Rozrachunków Międzynarodowych, zob. *Triennial Central Bank Survey – Foreign exchange and derivatives market activity in 2004*, *op.cit.*

niu z globalizacją obrotu kapitałami mogą wkrótce skutkować całkowitą utratą znaczenia giełd finansowych w ich dotychczasowym formalnym i organizacyjnym kształcie. Wyraźnie są dostrzegalne próby konsolidacji, podejmowane przez czołowe rynki świata. Procesy te jednak nie są łatwe, obfitują w nieoczekiwane zwroty.

Druga grupa wniosków – przedstawionych niżej – bezpośrednio dotyczy problemu przetrwania i dalszego rozwoju polskiego rynku instrumentów pochodnych na tle wcześniej przedstawionych uwarunkowań i tendencji światowych.

1. Spośród wielu inicjatyw z początku lat dziewięćdziesiątych, dotyczących organizacji rynku transakcji terminowych, tylko trzem do chwili obecnej udało się przetrwać. W 2006 roku można było mówić o rynku praw pochodnych w ramach GPW w Warszawie S.A., WGT S.A. oraz o rynku operacji terminowych w ramach rynku bankowego (klientowskiego) i międzybankowego.
2. W latach 1999–2006 utrwaliła się wyraźna tendencja stałego wzrostu wartości i wolumenu transakcji przy użyciu pochodnych – dotyczy to zarówno segmentu bankowego, jak również giełdowego.
3. Przebieg rozwoju oraz obecna struktura rynku instrumentów pochodnych w polskim systemie finansowym są inne niż na świecie²⁵. Zdecydowanie lepiej rozwinięty jest rynek pozagiełdowy. Średnie dzienne obroty zarejestrowane na rynku OTC w latach 2000–2006 wielokrotnie przewyższały obroty instrumentami pochodnymi notowanymi na GPW.

Dominacja rynku pozagiełdowego w Polsce wynika z następujących przesłanek:

- bankowo zorientowanego systemu finansowego,
 - dużej aktywności banków zagranicznych (słabo obecnych na GPW),
 - dużej elastyczności oferowanych produktów pochodnych,
 - długotrwałych relacji między bankami a przedsiębiorstwami – polskie przedsiębiorstwa w zarządzaniu ryzykiem finansowym znacznie częściej korzystają z instrumentów oferowanych przez banki, a nie z oferty rynku giełdowego,
 - wysokiej płynności rynku, która wpływa na koszt stosowanego zabezpieczenia.
4. Rynek bankowych i międzybankowych transakcji terminowych od początku transformacji gospodarczej do roku 1998, mimo wdrażanych innowacji, rozwijał się bardzo wolno. Dopiero zmiany infrastruktury prawnej spowodowały od początku 1999 roku dynamiczny rozwój tej części polskiego rynku finansowego. Możliwość swobodnego zawierania transakcji terminowych między rezydentami a nierezydentami znacznie poszerzyła grono uczestników rynku i zwiększyła jego płynność.

²⁵ Zob. *Triennial Central Bank Survey – Foreign exchange and derivatives market activity in 2004*, *op.cit.*

Tabela 9. Wartość obrotów na krajowym rynku instrumentów pochodnych w latach 2000–2006 (w mln PLN)

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Rynek pozagiełdowy¹⁾	339 200	811 818	893 444	1 288 369	1 383 800	1 697 425	2 221 690
Pochodne procentowe ²⁾	157 623	294 757	482 769	888 255	966 100	1 181 232	1 652 882
Pochodne walutowe ³⁾	181 016	515 966	408 070	397 860	414 500	511 290	563 985
Pochodne związane z rynkiem akcji	561	1 095	2 605	2 254	3 200	4 903	4 823
Rynek giełdowy⁴⁾	58 612	98 193	76 064	114 495	123 475	232 710	372 902
Pochodne procentowe	–	–	–	–	–	6 645	2 659
Pochodne walutowe	677	1 156	482	523	273	421	208
Pochodne związane z rynkiem akcji	57 935	97 037	75 582	113 972	123 202	225 644	370 035

¹⁾ transakcje terminowe banków komercyjnych,

²⁾ transakcje terminowe (swapy, FRA, IRS, inne o podobnym charakterze),

³⁾ transakcje terminowe (swapy, forward, futures, inne o podobnym charakterze),

⁴⁾ rynek giełdowy prowadzony przez GPW w Warszawie S.A.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP oraz GPW w Warszawie S.A.

5. W Polsce, podobnie jak na świecie, najlepiej rozwinięty jest segment pochodnych na stopę procentową.
6. Bardzo ważnym momentem w rozwoju krajowego rynku instrumentów pochodnych stanie się wprowadzenie w Polsce euro. Kosztem przyjęcia wspólnej waluty będzie ograniczenie aktywności w pewnych segmentach krajowego rynku finansowego²⁶.
7. Polski rynek terminowy zdominowany jest przez transakcje o charakterze spekulacyjnym, które stanowią istotną podporę dla dalszego rozwoju tego segmentu rynku finansowego. Dopóki nie zostanie przełamana bariera instytucjonalno-prawna, nie ma co liczyć na bardziej zaawansowany rozwój rynku terminowego, gdzie transakcje zabezpieczające przedsiębiorstw stanowią istotę jego funkcjonowania.

Polski rynek finansowy stał się częścią jednolitego rynku usług finansowych. O tym, czy nie zostanie zupełnie zmarginalizowany, przesądzą najbliższe lata. Tylko szybki rozwój połączony z szybką implementacją innowacji daje nadzieję, że za kilka lat polscy inwestorzy nie będą zmuszeni operować, za pośrednictwem polskich brokerów, na rynku niemieckim czy też francuskim.

5.2. Przesłanki wykorzystania instrumentów pochodnych na rynku pozagiełdowym

Rynek pozagiełdowych instrumentów pochodnych spełnia bardzo ważną funkcję w polskim systemie finansowym. Dostarcza przedsiębiorstwom – o różnym profilu działalności – efektywnych narzędzi zarządzania ryzykiem finansowym, szczególnie ryzykiem walutowym oraz ryzykiem stóp procentowych. Ze względu na zdecentralizowany charakter rynku pozagiełdowego, jego głównymi organizatorami oraz uczestnikami są banki komercyjne²⁷.

5.2.1. Kontrakty zabezpieczające przed ryzykiem walutowym

Instrumenty umożliwiające zabezpieczenie ekspozycji na ryzyko kursu walutowego, w polskich warunkach, występują głównie na rynku bankowym (klientowskim), rynku międzybankowym oraz na rynku giełdowym. Ryzyko walutowe może być eliminowane za pomocą:

- 1) walutowych kontraktów typu forward, futures,

²⁶ Por. P. Sobolewski, *Rozwój rynku walutowego i instrumentów pochodnych*, „Rynek Terminowy” nr 28 (2/2005) s. 53.

²⁷ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 r.*, *op.cit.*, s. 360.

- 2) kontraktów zamiany swap,
- 3) opcji walutowych.

Outright-forward walutowy

Kontrakt typu forward (*forward contract*) to umowa pomiędzy dwiema stronami (np. bankiem a przedsiębiorstwem niebankowym), w której jedna ze stron zobowiązuje się zakupić ustaloną ilość obcej waluty, określoną w umowie, po uzgodnionej cenie, w określonym momencie w przyszłości, a druga strona zobowiązuje się ją sprzedać. W przypadku tego typu kontraktu zarówno cena, jak i pozostałe warunki umowy są określane każdorazowo indywidualnie. Dominującymi aktywami bazowymi, na podstawie których są zawierane finansowe kontrakty terminowe typu forward, są waluty obce, rzadziej instrumenty o stałym oprocentowaniu. Tradycyjne kontrakty forward kończą się często dostawą w określonym terminie, a żadna ze stron kontraktu nie ma możliwości wcześniejszej rezygnacji z wypełnienia warunków umowy. Rozliczenie kontraktu forward następuje dopiero po zakończeniu umowy. Rynek bankowy w coraz większym zakresie oferuje możliwość zawierania transakcji forward bez fizycznej dostawy przedmiotu kontraktu.

Bankowy rynek klasycznych kontraktów terminowych typu forward oraz międzybankowy rynek terminowego outright-forward charakteryzuje się następującymi cechami:

- 1) najbardziej płynnym segmentem krajowego rynku walutowych instrumentów pochodnych jest rynek transakcji forward;
- 2) we wszystkich bankach warunki zawarcia kontraktu forward z przedsiębiorcami są negocjowane indywidualnie (data zawarcia kontraktu, rodzaj waluty, data wykonania kontraktu, kurs wykonania, określenie obowiązku stron itp.). W dużej mierze zależą od szeroko rozumianej wiarygodności firmy, z którą jest przeprowadzana transakcja. Większość banków, również w zakresie tego produktu, dokonuje segmentacji klientów;
- 3) zajęcie pozycji w walutowym kontrakcie terminowym oznacza zablokowanie na rachunku bankowym firmy (często rachunku lokat terminowych) kwoty, stanowiącej zazwyczaj 5 do 20% wartości nominalnej kontraktu;
- 4) średnia dzienna wartość transakcji na rynku forward systematycznie wzrasta, w 2005 roku wynosiła blisko 1 mld PLN. Obroty na rynku klientowskim (bankowym) znacząco przewyższają obroty na rynku międzybankowym. Średnia dzienna wartość transakcji na rynku międzybankowym w 2005 roku wynosiła ok. 150 mln PLN, zaś na rynku klientowskim ok. 850 mln PLN²⁸. Duża różnica płynności w tych dwóch segmentach rynku wynika głównie z tego, że dla polskich przedsiębiorców

²⁸ Por. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 r., op.cit.*, s. 372.

walutowe transakcje forward zawierane z bankami komercyjnymi są podstawowym narzędziem zarządzania ryzykiem walutowym. Same zaś przedsiębiorstwa bankowe preferują transakcje fx swap zawierane na rynku międzybankowym;

- 5) na rynku klientowskim, obok przedsiębiorstw, drugą ważną grupą uczestników rynku forward są klienci z segmentu private banking, wykorzystujący kontrakty NDF (ang. *non-delivery forward*) do spekulacji;
- 6) typowa zapadalność transakcji waha się od kilku dni do 12 miesięcy włącznie – ok. 99,5% wszystkich transakcji;
- 7) dominującą parą walut, na podstawie której zawiera się transakcje forward jest EUR/PLN (ok. 66%).

Klasyczne walutowe kontrakty terminowe typu forward oraz outright-forward są używane głównie do zabezpieczania rzeczywście występujących lub mających wystąpić w przyszłości zobowiązań lub/i należności wyrażonych w walutach obcych.

Swap walutowy

Kontrakt terminowy typu swap walutowy (*fx swap*) to forma umowy zawarta między dwiema stronami, uzgadniająca warunki i terminy wymiany jednej waluty na drugą z równoczesnym jej odkupem za tę samą walutę z inną datą dostawy. Kontrakt ten składa się zatem z dwóch transakcji walutowych, z których druga jest odwróceniem pierwszej. Jako złożenie dwóch transakcji walutowych swap ma te same elementy jak każda spotowa (natychmiastowa) transakcja walutowa wraz z dodatkowymi elementami transakcji terminowej.

Swap walutowy ma dwoisty charakter. Z jednej strony jest transakcją wymiany, z drugiej – produktem procentowym, gdyż wywołuje podobne skutki jak depozyt. Cena swapu jest różnicą między cenami dwóch składowych transakcji walutowych, między kursem spotowym a kursem terminowym. Cena ta zależy od poziomu oprocentowania obu walut, a ściślej różnicy tego oprocentowania i okresu kontraktu. Gdy różnica oprocentowania dwóch walut będzie taka sama, to punkty swapowe będą tym większe, im dłuższy będzie okres umowy. Cena kontraktu swapowego zmienia się w zależności od zmian oprocentowania obu walut. Jest odzwierciedleniem oczekiwań przyszłego poziomu oprocentowania tych walut. Swap walutowy jest używany głównie przez firmy w celu zarządzania zmianami struktury walutowej środków finansowych oraz zabezpieczenia ryzyka walutowego.

Swap walutowy jest klasycznym instrumentem zabezpieczającym. Mimo że jest stosowany do zabezpieczania ryzyka, sam niesie z sobą określony poziom ryzyka. Ryzyko związane z zawieraniem kontraktów swapowych należy uznać za największą ich wadę. Zabezpieczając określony rodzaj ryzyka, sam generuje inne rodzaje ryzyka: ryzyko prawne, ryzyko rynkowe związane ze zmianami cen oraz ryzyko rozliczeniowe.

Transakcje swapowe stanowią jedno z głównych narzędzi używanych przez przedsiębiorstwa finansowe i niefinansowe do zarządzania aktywami i pasywami. Operacje te bardzo często nie tylko są oferowane klientom banków komercyjnych, ale służą do niwelowania ryzyka stóp procentowych lub ryzyka wymiany walutowej przez same banki.

W wyniku dużego zapotrzebowania na transakcje swapowe powstało wiele różnych typów tych kontraktów. W praktyce bankowej, w większości przypadków stanowią one modyfikację podstawowych instrumentów swapowych i innych instrumentów finansowych. Jako przykład może służyć walutowo-procentowy kontrakt swapowy.

Walutowo-procentowy kontrakt swapowy (*Currency Interest Rate Swaps, fx swaps – CIRS*) to umowa dwóch stron, które na początku transakcji przeprowadzają wymianę wartości nominalnych w dwóch różnych walutach po określonym kursie, a następnie przekazują sobie okresowo płatności odsetkowe. W terminie zapadalności dokonuje się zwrotny przepływ walut. Strony mogą modyfikować warunki transakcji dotyczące wymiany wartości nominalnej oraz płatności odsetkowych. CIRS to taka transakcja zamiany, której strony wymieniają się zobowiązaniami wynikającymi z różnych stóp procentowych i dotyczących innych walut.

Polski międzybankowy i bankowy rynek swapów walutowych rozwija się systematycznie od połowy lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Przyspieszenie dynamiki jego rozwoju nastąpiło w 1999 roku, gdy zmiany w prawie dewizowym dały inwestorom zagranicznym możliwość szerokiej swobody zawierania transakcji na terminowym rynku walutowym. Jednakże nadal nie można go uznać za rynek w pełni dojrzały. Główną przyczyną takiego stanu jest relatywnie mała płynność zarówno w segmencie rynku pieniężnego, jak i walutowego.

Bankowy oraz międzybankowy rynek klasycznych swapów walutowych (*fx swaps*), charakteryzuje się następującymi cechami:

- 1) transakcje zamiany (*swaps*) są jedną z wielu kategorii instrumentów pochodnych stosowanych przez przedsiębiorstwa w celu zabezpieczenia ryzyka walutowego. Mogą być wykorzystywane do zaciągania pożyczek i lokowania depozytów, do przeprowadzania operacji arbitrażowych i spekulacyjnych, a także do zabezpieczania się przed ryzykiem związanym z wystawieniem innych instrumentów pochodnych. Najpowszechniejszym zastosowaniem walutowych kontraktów swapowych w zarządzaniu przedsiębiorstwem jest zmniejszanie stopnia niedopasowania struktury walutowej między aktywami i pasywami;
- 2) stopień rozwoju rynku transakcji *fx swap* jest odzwierciedleniem stopnia integracji krajowego rynku finansowego z rynkiem międzynarodowym. Rynek ten jest bezpośrednim łącznikiem krajowego rynku finansowego z rynkiem globalnym;

- 3) wielkość pojedynczych transakcji jest bardzo zróżnicowana, zawiera się w przedziale od kilkuset tysięcy do ok. 10 mln USD – na rynku klientowskim. Z kolei na rynku międzybankowym standardowa wartość transakcji wynosi 25 lub 50 mln USD i EUR;
- 4) podstawowym motywem zawierania transakcji zamiany przez przedsiębiorstwa jest potrzeba ograniczenia wrażliwości wyniku finansowego na zmiany zachodzące na rynkach finansowych;
- 5) podstawową cechą charakterystyczną klientowskich transakcji zamiany jest ich elastyczność (indywidualizacja parametrów umowy). Indywidualizacja warunków transakcji swapowych z klientami banków (firmami niebankowymi) powoduje zwiększenie ryzyka banku zawierającego zindywidualizowaną transakcję zamiany, gdyż zabezpieczenie tak powstałego ryzyka poprzez transakcję odwrotną na rynku międzybankowym często bywa niemożliwe;
- 6) transakcje zamiany zawierane na rynku międzybankowym cechuje dużo większy poziom standaryzacji w porównaniu z transakcjami rynku bankowego;
- 7) operacje swapowe wykorzystywane są przez przedsiębiorstwa bankowe w celu niwelowania ryzyka wymiany walutowej. Przykładowo, zagraniczne instytucje finansowe wykorzystują kilkudniowe transakcje fx swap do finansowania swoich inwestycji w obligacjach lub obniżania kosztów obsługi zadłużenia z tytułu emisji obligacji nominowanych w złotych;
- 8) kwotowania fx swapów na rynku międzybankowym są korzystniejsze niż te bezpośrednio wynikające z wycień punktów swapowych;
- 9) wśród polskich banków oferujących transakcje fx swap prym na rynku międzybankowym wiodą Bank Handlowy w Warszawie S.A. (grupa Citibanku) oraz BRE Bank S.A.;
- 10) większość obrotów swapami animują banki zagraniczne, prowadzące działalność z Frankfurtu oraz londyńskiego City. Głównymi uczestnikami tego segmentu rynku są: Bank Austria, Chase Manhattan, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, JP Morgan oraz Merrill Lynch²⁹;
- 11) do roku 1999, wśród grona przedsiębiorstw wykorzystujących transakcje swapowe, tego typu działalność koncentrowała się głównie na zabezpieczaniu krótkoterminowych (do 1 roku) zobowiązań walutowych w celu ograniczenia zrealizowanych, ujemnych różnic kursowych, a tym samym regulowania bieżącej płynności. Od 2000 roku wzrosło zainteresowanie transakcjami długoterminowymi, związanymi z wieloletnimi zobowiązaniami kredytowymi oraz zakupami prywatyzacyjnymi.

²⁹ J. Wodniak, *Transakcje swapowe z podmiotami niebankowymi*, „Rynek Terminowy” nr 8 (2/00), 2000, s. 23.

Czynnikiem, który pozytywnie wpłynął na dynamiczny rozwój rynku swapów walutowych głównie w segmencie międzybankowym, było przyjęcie przez operatorów rynku (głównie banki polskie) ujednoliconych standardów zawierania tego typu transakcji.

Opcja walutowa

Opcja, podobnie jak kontrakt terminowy typu forward czy też futures, to forma umowy między dwoma stronami: nabywcą prawa (np. do nabycia określonej ilości obcej waluty) oraz wystawcą tego prawa. Zasadnicza różnica między stronami umowy polega na tym, że nabywca opcji walutowej ma prawo do kupna/sprzedaży określonej waluty, natomiast wystawca opcji ma obowiązek sprzedaży/kupna tej waluty w przyszłości, po określonej w momencie zawierania transakcji cenie. Posiadacz opcji może nie skorzystać ze swojego prawa. Nabywca opcji za nabycie prawa musi zapłacić określoną kwotę (cenę opcji) wystawcy opcji.

Do końca 1999 roku na rynku opcji walutowych były aktywne jedynie trzy banki: BRE Bank S.A., Bank Handlowy w Warszawie S.A. oraz ING Bank S.A. Od roku 2000 międzybankowy rynek opcji walutowych rozwija się coraz szybciej. Przedsiębiorstwa bankowe i niebankowe zaczynają dostrzegać wysoką użyteczność tej klasy instrumentów finansowych. Wzrostowi zainteresowania ze strony przedsiębiorstw towarzyszą spadające marże w cenach opcji kwotowanych przez banki.

W zależności od banku na rynku opcyjnym mogą działać osoby prawne (np. Citibank) lub prawne i fizyczne (np. ING BSK S.A.). Klient powinien mieć otwarte rachunki prowadzone w walucie krajowej i obcej. Przy kupnie opcji rachunek klienta jest obciążany kwotą premii za opcje. Przy sprzedaży, bank udziela klientowi odpowiednich limitów operacji. Jest to złożona procedura i często trwa kilka dni. W tym czasie klient zostaje wszechstronnie zbadany. Nie we wszystkich bankach klienci mogą wystawiać opcje walutowe.

Krajowy pozagiełdowy rynek opcji walutowych rozwija się głównie w segmencie międzybankowym. Średnie dzienne obroty zawierają się tutaj w przedziale 300–400 mln PLN. Rynek pozagiełdowy – klientowski – jest trzykrotnie mniejszy, z dziennymi obrotami na poziomie ok. 100–150 mln PLN. Rozwój pozagiełdowego rynku opcji walutowych jest silnie uzależniony od zachowań banków zagranicznych, które są stroną dziewięciu na każde 10 zawartych kontraktów opcyjnych.

Duża aktywność banków zagranicznych, rosnąca średnia wartość kontraktu opcyjnego (50, 100 mln EUR), skutkuje przenoszeniem transakcji opcyjnych – zawieranych głównie na kurs EUR/PLN – na rynek londyński. Stąd wynika duże zagrożenie dla dalszego rozwoju tego segmentu rynku w Polsce.

5.2.2. Kontrakty zabezpieczające przed ryzykiem stóp procentowych

Instrumenty umożliwiające zabezpieczenie ekspozycji na ryzyko stóp procentowych, w polskich warunkach, występują głównie na rynku bankowym (klientowskim), rynku międzybankowym oraz na rynku giełdowym. Ryzyko walutowe może być eliminowane za pomocą:

- 1) procentowych kontraktów typu FRA,
- 2) kontraktów typu IRS,
- 3) opcji procentowych.

W Polsce wiodącym rynkiem, na którym zawierane są kontrakty na stopę procentową, jest rynek pozagiełdowy – międzybankowy oraz bankowy (klientowski).

Kontrakt FRA

Kontrakt terminowy typu FRA (*Forward Rate Agreement*) to forma umowy o przyszłą stawkę procentową między dwoma partnerami. FRA jest instrumentem, który ekonomicznie wywołuje takie same skutki jak klasyczna transakcja forward. Pierwowzorem transakcji FRA były transakcje forward-forward, czyli umowy z bankiem o zaciągnięcie pożyczki lub złożenie depozytu po ustalonej w umowie stopie procentowej, która to umowa rozpoczyna się w określonym momencie w przyszłości. Umowy takie zawierano najczęściej z klauzulą przyszłej dostawy. Na początku okresu objętego umową następowało przekazanie kwoty uzgodnionego kapitału na warunkach określonych dokładnie w umowie w chwili zawarcia kontraktu. Rzeczywista dostawa przedmiotu kontraktu stanowiła o jego niedoskonałości. Pożyczkobiorca otrzymywał od banku pożyczkę na początku okresu, co wiązało się z ograniczeniami w poszukiwaniu kapitału na lepszych warunkach. Z kolei bank, stawiając środki do dyspozycji pożyczkobiorcy, wystawiał się na klasyczne ryzyko kredytowe. Z uwagi na rzeczywisty przepływ kapitału taka forma umowy wywoływała określone skutki bilansowe dla obu stron.

Obecnie transakcje FRA, zawierane w oparciu o ideę transakcji forward-forward, są znacznie bardziej udoskonalone. W praktyce bankowej są transakcjami bez fizycznej dostawy. Umowy o przyszłą stopę procentową zawierane na rynku bankowym i międzybankowym znajdują głównie zastosowanie w sytuacji, gdy firma posiada w swoich aktywach lub pasywach pozycje, od których odsetki ustalane są z wykorzystaniem stawki zmiennej podlegającej wahaniom rynkowym. Stwarzają one możliwość ustalenia z góry kosztu pożyczki lub stopy zwrotu z inwestycji.

Istotą kontraktu FRA jest rozliczenie różnicy pomiędzy ceną kontraktu FRA a bieżącą rynkową stopą procentową. Uczestnik rynku bankowego, zawierając kontrakt FRA, zabezpiecza się przed wzrostem krótkoterminowych stóp pro-

centowych, a sprzedając kontrakt – przed ich spadkiem. Zajęcie długiej pozycji w procentowym kontrakcie terminowym oznacza otrzymanie kwoty odsetek naliczonych po rynkowej stopie procentowej i wypłacenie drugiej stronie kontraktu kwoty odsetek po stopie procentowej ustalonej w kontrakcie. Zajęcie krótkiej pozycji oznacza natomiast zainkasowanie kwoty odsetek naliczanej według stałej stopy procentowej ustalonej w umowie FRA i wypłatę kwoty odsetek po stopie zmiennej.

W zdecydowanej większości banków warunki zawarcia kontraktu FRA są negocjowane indywidualnie. W dużej mierze zależą od szeroko rozumianej wiarygodności firmy, z którą przeprowadza się transakcję. Większość banków, w zakresie tych usług również, przeprowadza segmentację klientów. W celu zawarcia kontraktu banki często nie wymagają zapłacenia premii ani złożenia depozytu zabezpieczającego. W przypadku zawierania po raz pierwszy tego typu transakcji, klient najczęściej podpisuje stosowną umowę ramową, w której jest negocjowany limit kredytu. Stanowi to formę zabezpieczenia dla banku w przypadku, gdy klient stanie się stroną transakcji, zobligowaną w ustalonym terminie w przyszłości wpłacić kwotę wyrównawczą. W praktyce bankowej zawieranie tego typu kontraktów nie powoduje konieczności fizycznego przepływu całej wartości nominalnej kontraktu FRA. Rozliczane są jedynie różnice wynikające z oprocentowania stawek ustalonych przez strony kontraktu. Kontrakty FRA zalicza się z tego powodu do transakcji pozabilansowych. Umowa terminowa o przyszłą stopę procentową zawierana jest głównie dla zabezpieczenia rzeczywiście występujących lub mających wystąpić w przyszłości zobowiązań lub/i należności odsetkowych.

W ostatnich 3 latach rynek FRA zarówno w segmencie klientowskim, jak i międzybankowym rozwija się dość szybko. Trudnym okresem dla rozwoju tego segmentu rynku był rok 2003, kiedy wiele banków poniosło znaczące straty, głównie w procentowych instrumentach pochodnych. O ponownym przyspieszeniu rozwoju rynku FRA świadczy wzrost standardowego nominału transakcji w ramach segmentu międzybankowego. Obecnie taką kwotą jest 100 mln PLN przy transakcjach na 3- i 6-miesięczny WIBOR, zaś transakcje na 1-miesięczny WIBOR opiewają zwykle na 200 do 300 mln PLN. Stawki 1-, 3- i 6-miesięcznego WIBOR-u rynku pieniężnego są standardowymi stopami referencyjnymi rynku kontraktów FRA. Można zaobserwować też wydłużanie terminów zapadalności kontraktów FRA, sięgające nawet do kilku lat.

Głównymi uczestnikami rynku FRA są banki krajowe, które zawierają około 70% transakcji. Inne podmioty wykorzystują (na znacznie mniejszą skalę) FRA zarówno w celach zabezpieczenia własnych pozycji, jak i w celach spekulacyjnych. Wykorzystanie transakcji FRA do zabezpieczenia się przed ryzykiem stopy procentowej sprowadza się głównie do ustalenia kosztów pożyczanych funduszy w określonym punkcie czasu w przyszłości oraz ustalenia rentowności zamierzonego deponowania funduszy w innym banku w przyszłości.

Kontrakt o zamianę stawek procentowych (IRS)

Kontrakt terminowy typu IRS (*Interest Rate Swap*) to forma umowy zawarta między dwoma stronami, uzgadniająca warunki i terminy wymiany strumieni płatności odsetkowych wyznaczonych w odniesieniu do określonej kwoty nominalnej³⁰ w ciągu ustalonego odcinka czasu. W przypadku tego typu kontraktu obowiązuje zasada, że płatności oprocentowania nalicza się od kapitału wyrażonego w tej samej walucie. Jedna ze stron bierze na siebie obowiązek dokonywania na rzecz drugiej strony płatności odsetkowych, naliczanych na podstawie stałej stawki oprocentowania, podczas gdy druga strona transakcji dokonuje płatności odsetkowych według zmiennej stopy procentowej.

Najbardziej charakterystyczne dla bankowego oraz międzybankowego rynku klasycznych swapów procentowych (IRS) są wymienione niżej cechy:

1. Transakcje zamiany (IRS) są jedną z wielu kategorii instrumentów pochodnych stosowanych przez przedsiębiorstwa do zabezpieczania ryzyka stóp procentowych. W ostatnich 5 latach obserwuje się dynamiczny rozwój tego segmentu rynku. Wyraźnie wyróżnia się na tle innych segmentów krajowego rynku instrumentów pochodnych.

2. Przeciętna minimalna wielkość kwoty nominalnej, na podstawie której rozliczany jest swap zawierany z firmami niebankowymi, wynosi 3–5 mln PLN. Standardowa wielkość transakcji na rynku międzybankowym wynosi 25 lub 50 mln PLN.

3. Częstotliwość rozliczeń obejmuje: 1-, 3- oraz 6-miesięczne okresy płatności.

4. Kontrakty o zamianę najczęściej zawierane są od 1 do 5 lat.

5. Najdłuższe znane transakcje to dziesięcioletnie swapy.

6. Na rynku międzybankowym są zawierane głównie transakcje zamiany stóp procentowych ze zmiennych na stałe.

7. Podstawowym motywem zawierania transakcji zamiany przez przedsiębiorstwa jest potrzeba ograniczenia wrażliwości wyniku finansowego na zmiany zachodzące na rynkach finansowych. Drugą ważną przesłanką jest zmniejszenie niedopasowania struktury i poziomu wrażliwości na zmiany stóp procentowych pomiędzy aktywami i pasywami.

8. Podstawową cechą charakterystyczną klientów transakcji zamiany jest ich elastyczność (indywidualizacja parametrów umowy).

9. Indywidualizacja warunków transakcji swapowych z klientami banków powoduje zwiększenie ryzyka dla banku zawierającego zindywidualizowaną transakcję zamiany, gdyż zabezpieczenie tak powstałego ryzyka poprzez transakcję odwrotną na rynku międzybankowym często bywa niemożliwe.

³⁰ Kwota nominalna swapu – to wartość, na podstawie której kształtują się wzajemne przepływy gotówkowe w transakcji swapowej. Może pozostawać niezmienna przez cały okres trwania swapu bądź też zwiększać się (swap zaliczkowy) lub zmniejszać w kolejnych okresach rozliczeniowych (swap amortyzowany).

10. Transakcje zamiany zawierane na rynku międzybankowym cechuje dużo większy poziom wystandaryzowania w porównaniu z transakcjami rynku bankowego (klientowskiego).

11. Otwarte przez bank pozycje, w transakcjach wymiany w ramach transakcji klientowskich i transakcji międzybankowych są zabezpieczane głównie poprzez technikę dopasowywania terminowej struktury wrażliwości obu portfeli transakcji.

12. Dokumentację potwierdzającą zawarcie kontraktu i inne operacje z nim związane poszczególne banki opracowywały samodzielnie do końca 1999 roku; od 2000 roku Związek Banków Polskich wprowadził ujednoliconą dokumentację wzorowaną na rozwiązaniach światowych³¹.

13. Banki kwotują obustronnie transakcje IRS (podając cenę kupna, po jakiej zobowiązują się płacić odsetki według stałej stopy procentowej, oraz cenę sprzedaży, po jakiej są skłonne przyjmować odsetki według stałej stawki procentowej).

14. Brak konieczności zaangażowania kapitału oraz opłat przy zawieraniu transakcji powodują duże zainteresowanie wśród klientów banków (głównie przedsiębiorstw)³².

15. Wśród polskich banków oferujących transakcje zamiany najważniejszymi są Bank Handlowy w Warszawie S.A. (grupa Citibanku) oraz BRE Bank S.A.

16. Dużą część obrotów swapami złotówkowymi animują banki zagraniczne, prowadzące działalność z londyńskiego City; głównymi uczestnikami tego segmentu rynku są: Bank Austria, Chase Manhattan, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, JP Morgan oraz Merrill Lynch³³.

17. Operacje swapowe banki wykorzystują głównie do niwelowania ryzyka stóp procentowych.

18. Główną zaletą transakcji typu IRS jest obniżenie kosztów pożyczek, tj. możliwość uzyskania odpowiedniego profilu stóp oprocentowania aktywów bądź pasywów.

19. Wiele firm w Polsce nie uświadamia sobie możliwości, jakie dają swapy w procesie zarządzania zmianami profilu ryzyka stopy procentowej, na którą jest wyeksponowane każde przedsiębiorstwo.

20. Do roku 1999, w gronie przedsiębiorstw wykorzystujących transakcje swapowe, tego typu działalność koncentrowała się głównie na zabezpieczaniu krótkoterminowych (do 1 roku) zobowiązań walutowych w celu ograniczenia zrealizowanych, ujemnych różnic kursowych; od 2000 roku znacznie wzrosło

³¹ Powszechnie obowiązującą dokumentacją obowiązującą przy zawieraniu umów o zamianę jest umowa ramowa wraz z dodatkami, opracowana przez międzynarodową organizację International Swaps and Derivatives Association (ISDA).

³² Wniosek na podstawie przeprowadzonych rozmów z pracownikami odpowiednich departamentów banków, oferujących możliwości zawierania kontraktu IRS.

³³ J. Wodniak, *op.cit.*, s. 23.

zainteresowanie transakcjami długoterminowymi, związanymi z wieloletnimi zobowiązaniami kredytowymi.

21. Wśród niebankowych przedsiębiorstw powszechnie wykorzystujących tej klasy instrumenty pochodne należy przede wszystkim zaliczyć firmy z sektora telekomunikacyjnego.

Opcje procentowe typu cap i floor

Opcje typu cap i floor są pochodnymi instrumentami finansowymi, służącymi do ochrony różnego rodzaju zobowiązań, głównie długoterminowych, przed wzrostem lub/i spadkiem długoterminowych stóp procentowych³⁴. Opcja typu cap jest odpowiednikiem wielookresowej klasycznej opcji call, a opcja typu floor klasycznej opcji put.

Opcje typu cap i floor są przykładem pochodnych instrumentów finansowych, które nie są przedmiotem regularnego obrotu giełdowego. Występują przede wszystkim na pozagiełdowym, nieregulowanym rynku bankowym. Główną ich zaletą w porównaniu z opcjami giełdowymi jest możliwość dostosowania wszystkich parametrów kontraktu do indywidualnych potrzeb przedsiębiorstw. Opcje wielookresowe służą głównie do zabezpieczania poziomu przyszłych przepływów finansowych w przedsiębiorstwie. Cel ten może być również zrealizowany poprzez zawarcie transakcji swapowej. Wówczas jednak strony kontraktu swapowego tracą szansę na ewentualne dodatkowe zyski w przypadku, gdy stopy procentowe nie będą zgodne z przewidywaniami. Kontrakt opcyjny jest zatem konkurencyjny w stosunku do kontraktu IRS.

Opcja typu cap

Opcja typu cap jest wielookresowym odpowiednikiem opcji call. Opcje call są pochodnymi instrumentami finansowymi, pozwalającymi zabezpieczyć otwartą pozycję w instrumencie bazowym jedynie na jeden okres (najczęściej na 3, 6 oraz 12 miesięcy). Opcje typu cap mogą być stosowane wielookresowo.

W wyniku zawarcia transakcji cap nabywca opcji otrzymuje gwarancję od sprzedawcy, którym zwykle jest bank, iż wzrost stopy procentowej ponad poziom uzgodniony w umowie zostanie zrekompensowany przez sprzedającego. Kompensata polega na przekazaniu przez wystawcę opcji cap kwoty, która stanowi różnicę pomiędzy referencyjną stopą procentową (może nią być np. 6-miesięczny WIBOR, EURIBOR) a stopą ustaloną w kontrakcie opcyjnym. Kompensata ta następuje tylko wówczas, gdy w każdym z terminów rozliczeniowych stawka referencyjna jest wyższa od ustalonego pułapu³⁵.

Nabywca opcji cap przy zawieraniu kontraktu płaci wystawiającemu bankowi premię jako wynagrodzenie za przejęcie ryzyka stopy procentowej. Premia

³⁴ M. Okólski, *Procentowe opcje wielookresowe*, „Rynek Terminowy” nr 2 (4/1999), s. 24.

³⁵ *Ibidem*, s. 26.

wyrażona bywa najczęściej w punktach bazowych, liczonych od kwoty zabezpieczenia. Jej wysokość jest uzależniona od relacji aktualnej stopy procentowej do stopy cap, długości okresu zabezpieczanego oraz rodzaju przyjętej w umowie stawki referencyjnej.

Opcja typu floor

Opcja typu floor jest wielookresowym odpowiednikiem opcji put. Opcje put są pochodnymi instrumentami finansowymi, pozwalającymi zabezpieczyć otwartą pozycję w instrumencie bazowym jedynie na jeden okres (najczęściej na 3, 6 oraz 12 miesięcy). Opcje typu floor mogą być stosowane wielookresowo.

W wyniku zawarcia transakcji floor nabywca opcji otrzymuje gwarancję od sprzedawcy, którym zwykle jest bank, iż spadek stopy procentowej poniżej poziomu uzgodnionego w umowie zostanie zrekompensowany przez sprzedającego. Kompensata polega na przekazaniu przez wystawcę opcji floor kwoty, stanowiącej różnicę pomiędzy stopą ustaloną w kontrakcie opcyjnym a referencyjną stopą procentową (może nią być np. 6-miesięczny WIBOR, EURIBOR). Kompensata ta następuje tylko wówczas, gdy w każdym z terminów rozliczeniowych stawka referencyjna jest niższa od pułapu określonego w kontrakcie.

Nabywca opcji floor przy zawieraniu kontraktu płaci wystawiającemu ją bankowi premię jako wynagrodzenie za przejęcie określonego ryzyka stopy procentowej. Premia wyrażona bywa najczęściej w punktach bazowych, liczonych od kwoty zabezpieczenia. Jej wysokość jest uzależniona od relacji aktualnej stopy procentowej do stopy floor, długości okresu zabezpieczanego oraz rodzaju przyjętej w umowie stawki referencyjnej.

Instrumenty te oferują jak dotąd nieliczne banki. Rynek opcji na stopę procentową jest najmniej rozwiniętym segmentem krajowego pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych. Średnie dzienne obroty na rynku klientowskim oscylują wokół 1 mln USD.

5.2.3. Kredytowe instrumenty pochodne

Dopiero w 2004 roku została wprowadzona pierwsza regulacja, która dała możliwość wykreowania w segmencie bankowym kredytowych transakcji terminowych³⁶. Na początku 2005 roku zakończyły się prace nad opracowaniem standardu zawierania kredytowych transakcji terminowych (*credit derivatives*)³⁷. Zamierzeniem Związku Banków Polskich oraz Komisji Nadzoru Bankowego było przygotowanie jednolitej dokumentacji, która powinna ułatwić bankom

³⁶ Uchwała nr 4 KNB z dnia 8 września 2004 r. po raz pierwszy formalnie wprowadza pojęcie: „pozabilansowych transakcji terminowych” (Dz. Urz. NBP z 5 października 2004 r., nr 15).

³⁷ *Rekomendacja w sprawie zawierania kredytowych transakcji terminowych na polskim rynku międzybankowym*, Związek Banków Polskich, Warszawa, 2005.

opracowanie szczegółowych, wewnętrznych procedur stosowania kredytowych instrumentów pochodnych jako narzędzi zabezpieczenia ekspozycji kredytowej.

Ze względu na bardzo krótką historię rozwoju rynku pozagiełdowych pochodnych kredytowych, autorowi niniejszej pracy nie udało się dotrzeć do wiarygodnych źródeł i opracowań, które podjęłyby próbę analizy tego segmentu rynku w latach 2005–2006.

Perspektywy rozwoju rynku pochodnych instrumentów kredytowych wydają się bardzo obiecujące. O ile ryzyko walutowe, najbardziej dotąd uświadomione i zarządzane przez podmioty gospodarcze, będzie traciło na znaczeniu, o tyle nowe możliwości zarządzania wszelkimi przejawami szeroko rozumianego ryzyka kredytowego będą stanowić o dalszym rozwoju całej klasy finansowych instrumentów pochodnych.

5.3. Korzyści i zagrożenia związane z finansowymi instrumentami pochodnymi

Rynek pochodnych instrumentów finansowych, szczególnie w segmencie bankowym i międzybankowym, to dynamicznie rozwijający się segment krajowego sektora finansowego. Zasadniczym celem jego funkcjonowania jest dostarczenie mechanizmu zwiększającego efektywność rynków bazowych oraz mechanizmu wspomagającego proces zarządzania przedsiębiorstwem.

W obliczu ciągłego wzrostu niepewności, pojawiania się nowych obszarów ryzyka, liberalizacji przepływów kapitałowych, wybuchających kryzysów walutowych³⁸, dysproporcji w rozwoju i sile ekonomicznej poszczególnych regionów oraz zmienności stóp procentowych, rynki terminowe stwarzają możliwości ochrony przed tymi trudnymi w antycypacji zdarzeniami gospodarczymi. Stąd w warunkach gospodarki rynkowej istnieje ogromne zapotrzebowanie na różnego rodzaju narzędzia i mechanizmy wspomagające proces zarządzania ryzykiem systemowym. Występuje również zapotrzebowanie na instrumenty zastępujące pierwotne, podstawowe formy kapitału.

Rozwój instrumentów pochodnych jest rezultatem integracji rynków finansowych oraz przyspieszonego procesu globalizacji³⁹. Procesy te umożliwią wykorzystywanie instrumentów występujących na odmiennych geograficznych rynkach. Oznacza to tworzenie większych możliwości finansowania rozwoju oraz lokowania nadwyżek finansowych. Globalizacja rynków finansowych oraz

³⁸ Szerzej na ten temat: G.L. Kaminski, S. Lizondo, C.M. Reinhart, *Leading Indicators of Currency Crisis*, IMF, Washington, D.C., 1997; A. Sławiński, M. Dusza, *Kryzysy walutowe w krajach otwierających się na wymianę*, *op.cit.*

³⁹ Zob. D. Lewandowski, *op.cit.*, s. 3.

szersze umiędzynarodowienie krajowego sektora bankowego powodują, że krajowe operacje bankowe coraz częściej mają międzynarodowe następstwa, a międzynarodowe stosunki finansowe determinują sytuację coraz liczniejszych krajowych instytucji kredytowych⁴⁰. Z punktu widzenia wpływu na gospodarkę realną instrumenty pochodne mogą być dobrym narzędziem redystrybucji ryzyka w kierunku podmiotów, które zajmują się zarządzaniem ryzykiem w sposób profesjonalny⁴¹.

Redystrybucja ryzyka gospodarczego w ramach realizowanych technik zabezpieczających implikuje następujące korzyści:

- 1) zmniejsza koszt kapitału (redukcja ryzyka stopy procentowej). Przykładowo, dzięki aktywnemu zarządzaniu ryzykiem kredytowym z wykorzystaniem instrumentów pochodnych typu opcja na spread kredytowy, kontrakt typu FRA⁴², jeszcze przed zawarciem umowy kredytowej obie strony transakcji uzyskują korzyści komparatywne;
- 2) pozwala skoncentrować się na działalności podstawowej, sprzyjając maksymalizacji wyniku z działalności operacyjnej. Jako przykład można tutaj podać walutową transakcję terminową typu forward, która umożliwia efektywne zabezpieczenie przyszłych należności lub zobowiązań wyrażonych w walucie obcej przed niekorzystnymi zmianami kursów walutowych, które często powodują wzrost dodatkowych kosztów, co w rezultacie prowadzi do spadku operacyjnej rentowności;
- 3) umożliwia zwiększenie zysków przy jednocześnie mniejszym zaangażowaniu kapitału własnego. Instrumenty pochodne pozwalają na lewarowanie pozycji inwestycyjnych, a więc zajmowanie pozycji wielokrotnie większych niż posiadany kapitał własny;
- 4) umożliwia zamianę kapitału wraz z odsetkami na określony termin. Wymiana kapitału może być dokonywana w oparciu o kurs na rynku natychmiastowym, a należne odsetki mogą być liczone według stałej lub zmiennej stopy procentowej (swapy procentowe i walutowe);
- 5) ważną zaletą pochodnych instrumentów finansowych jest możliwość ich wykorzystania jako substytutu aktywów bądź pasywów. Instrumenty te znacznie ułatwiają prowadzenie arbitrażu pomiędzy dwoma aktywami bądź pasywami denominowanymi w różnych walutach.

Wszystkie te właściwości powodują, że instrumenty pochodne są dziś niemalże niezbędne w zarządzaniu finansami instytucji finansowych oraz wielu innych przedsiębiorstw niefinansowych.

⁴⁰ J.K. Solarz, *Międzynarodowy system finansowy. Analiza instytucjonalno-porównawcza*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001, s. 7.

⁴¹ *Ibidem*, s. 4.

⁴² Szerzej na ten temat zob. S. Das, *Structured notes and derivative securities*, Euromoney Publ. Plc., London 1996, s. 455 i dalej.

Proces zarządzania finansami polega głównie na pozyskiwaniu kapitału z właściwie dobranych źródeł oraz na jego inwestowaniu. Trzeba podkreślić, że umiejętne posługiwanie się instrumentami rynku pieniężnego, kapitałowego oraz terminowego należy uznać za źródło rozwoju sfery realnej. Rozwój oferty i produktów wspomnianych rynków, choć nie wpływa bezpośrednio na to, co dzieje się w tej sferze, to bardzo wydatnie umożliwia jej rozwój. Szybki rozwój sfery realnej powoduje zwiększone zapotrzebowanie na instrumenty, dzięki którym można dokonywać efektywnego zabezpieczenia realizowanych kontraktów gospodarczych. Zwiększana aktywność gospodarcza sama wymusza również potrzebę zarządzania wyeksponowanym w toku działalności ryzykiem (np. kredytowym, walutowym).

Z makro- i mikroekonomicznego punktu widzenia, korzyści wynikające z funkcjonowania rynków finansowych instrumentów pochodnych można sprowadzić do wymienionych niżej funkcji.

1. Stabilizacja cen rynkowych. Pierwotnym, ekonomicznym celem istnienia rynków instrumentów pochodnych jest ochrona przed niespodziewanymi i niekorzystnymi zmianami cen na rynkach natychmiastowych. Jako przykład potwierdzający istotność tej funkcji posłużyć może mechanizm stabilizacji kursu peso stosowany przez Banco de Mexico. W połowie lat dziewięćdziesiątych bank centralny Meksyku na początku każdego miesiąca wystawiał na licytacji jednomiesięczną opcję put dolar/call peso, z ceną wykonania zmieniającą się codziennie. Posiadacze opcji mieli prawo sprzedać bankowi dolary po kursie z fixingu z poprzedniego dnia, jeśli kurs był niższy niż 20-dniowa średnia krocząca. Mechanizm ten miał na celu ograniczenie aprecjacji meksykańskiej waluty.

2. Gwarancja przyszłych cen zakupu lub sprzedaży na rynkach natychmiastowych. Przez zawarcie umowy kontraktu terminowego, kontrahenci zabezpieczają się przed zmianami cen instrumentów bazowych zarówno już posiadanych, jak i tych, które zamierzają nabyć w przyszłości⁴³.

3. Ochrona wartości aktywów i pasywów. Pochodne ułatwiają kontrolę wartości majątku oraz kapitałów będących w dyspozycji obiektu gospodarującego.

4. Transfer i minimalizacja ryzyka rynkowego. Celem zawierania transakcji terminowych z wykorzystaniem instrumentów pochodnych jest kontrolowany transfer ryzyka do podmiotów potrafiących tym ryzykiem profesjonalnie zarządzać bądź do podmiotów próbujących na tym ryzyku zarabiać.

5. Prognozy przyszłych cen na rynku natychmiastowym. Z uwagi na charakter transakcji zawieranych na rynku terminowym, ceny ustalone w wyniku tych transakcji mają charakter prognostyczny i informacyjny w zakresie panujących nastrojów i tendencji na rynkach bazowych.

⁴³ Zob. R. Gibson, H. Zimmermann, *The Benefits and Risks of Derivative Instruments*, „An Economic Perspective”, International Finance&Commodities, Geneva Paper No.1.

6. Zarządzanie długiem publicznym. Przy zarządzaniu długiem publicznym, często bardzo zróżnicowanym i podporządkowanym ścisłym założeniom polityki budżetowej, pojawia się ryzyko, którym należy zarządzać. Instrumenty pochodne pozwalają na aktywne zarządzanie długiem publicznym, minimalizując ryzyko zmienności i ciężar kosztów obsługi długu. Przykładem bardzo aktywnego zarządzania długiem publicznym jest Szwecja, która zabezpiecza większość swojego długu denominowanego w walutach obcych poprzez transakcje swapowe.

Instrumenty finansowe zwiększają, oprócz ewidentnych praw i korzyści, również określone zagrożenia. Można stwierdzić, że najważniejszym pozytywnym aspektem funkcjonowania instrumentów pochodnych jest możliwość precyzyjnego zdefiniowania dopuszczalnego i akceptowanego poziomu określonego rodzaju ryzyka oraz jego redystrybucja. Zjawisko redystrybucji i jego intensyfikacja w krótkim czasie może potencjalnie wywołać określony rodzaj zaburzeń na bazowych rynkach finansowych. Z punktu widzenia bezpieczeństwa i stabilności systemu finansowego, w tym bezpieczeństwa jego uczestników, potencjalne ryzyko destabilizacji systemu finansowego, towarzyszące wykorzystywaniu instrumentów pochodnych, można analizować w kilku aspektach.

Po pierwsze, w aspekcie wzmocnienia ruchów cenowych. Zgodnie z przyjętym w niniejszym opracowaniu podejściem instytucjonalnym, jakiegokolwiek zaburzenie równowagi w danym systemie nie powoduje automatycznego uruchomienia samoczynnych mechanizmów przywracających równowagę. Na podstawie koncepcji kumulacyjnego procesu rozwoju zaproponowanej przez G. Myrdala, przyjmuje się, że każda zmiana – niezależnie od czynników, które ją wywołały – wykazuje tendencje do samowzmocnienia się. Na rynkach finansowych powoduje to zwiększenie ich nieefektywności. Budowanie przez emitentów strategii, opartych na dynamicznym zabezpieczeniu realizowanych później transakcji na rynku kontraktów opcyjnych, wzmacnia i przyspiesza ruchy cenowe. Dzieje się tak dlatego, że wystawcy opcji na dane aktywa zobowiązali się do realizacji kontraktu po cenie określonej z góry. Jeżeli do czasu wygaśnięcia opcji cena tych aktywów zmienia się, wystawcy opcji wchodzi na rynki bazowe (rzeczywiste) i dokupują lub odsprzedają dane aktywa, żeby utrzymywany zapas był wystarczający dla efektywności całego przedsięwzięcia. Wystawcy (upraszczając rzecz!) kupują zatem dane aktywa, gdy ich cena zaczyna rosnąć, i wysprzedają je, gdy pojawiają się spadki cen lub ich wysokie prawdopodobieństwo⁴⁴. To interaktywne i dynamiczne działanie, w sytuacji wyraźnego panującego trendu na danym rynku bazowym, dodatkowo wzmacnia ruch cenowy. W sytuacji negatywnych zaburzeń (kryzys walutowy, kryzys finansowy) dodatkowe wzmocnienie może spowodować daleko idące reperkusje, szczególnie niebezpieczne w przypadku niewielkich, czy jeszcze słabo rozwiniętych,

⁴⁴ D. Lewandowski, *op.cit.*, s. 8–9.

systemów finansowych. Ważną kwestią w omawianym aspekcie pozostaje także efekt psychologiczny (efekt domina) objawiający się „stadnym” zachowaniem uczestników poszczególnych rynków. W przypadku rynków mniej wydajnych, zarówno wzmocnienie zmian cenowych, jak i dodatkowy efekt psychologiczny mogą okazać się katastrofalne. Należy jednak wyraźnie podkreślić, że wpływ samego czynnika, jakim jest zabezpieczenie dynamiczne w strategii emitentów na wynikające z tego późniejsze konsekwencje, nie jest w pełni zbadany⁴⁵.

Po drugie, w aspekcie otoczenia prawnego. Ryzyko prawne polegające na zbyt daleko idącej liberalizacji, jak również samo przeregulowanie, może pociągnąć za sobą wymierne straty finansowe, wynikające z trudności interpretacji przepisów prawnych, jak również działań prawnych i legislacyjnych, których skutkiem może być ignorowanie potrzeby stworzenia sprzyjających warunków dla jasnego i efektywnego dochodzenia roszczeń z praw pochodnych.

Po trzecie, w aspekcie ujawniającego się ryzyka w trakcie przeprowadzania transakcji. W zakresie instrumentów pochodnych możemy wyróżnić cztery rodzaje ryzyka dla inwestorów⁴⁶:

- 1) ryzyko rynkowe, polegające na możliwości poniesienia strat finansowych wskutek niekorzystnych dla inwestora parametrów rynkowych,
- 2) ryzyko rozliczenia – możliwość strat finansowych wskutek błędów systemu rozliczenia,
- 3) ryzyko kredytowe – możliwość strat finansowych wynikłych z niedotrzymania przez drugą stronę transakcji jej zobowiązań finansowych,
- 4) ryzyko systemowe – niebezpieczeństwo pojawienia się zjawiska reakcji łańcuchowej we wszystkich segmentach rynku finansowego z powodu utraty płynności systemu.

Mimo wielu korzyści, jakie niesie stosowanie instrumentów pochodnych, należy podkreślić, że instrumenty te, a dokładniej ich niewłaściwe bądź czysto spekulacyjne wykorzystywanie powoduje wiele zagrożeń dla ich użytkowników⁴⁷.

1. Natura profilu wypłat z wielu instrumentów pochodnych powoduje, że w bardzo krótkim czasie, przy niewielkiej zmianie wartości instrumentu bazowego, następuje istotna modyfikacja wartości instrumentu pochodnego, co natychmiast wpływa na pozycję inwestora. Gdy zmiana ta jest negatywna oraz gdy inwestor nie posiada odpowiednich zabezpieczeń na wypadek takiej sytuacji w postaci odpowiednio wysokiego kapitału bądź odpowiednio dobranych portfeli hedgingowych, może nastąpić nagle pogorszenie się sytuacji finansowej inwestora, co może doprowadzić do jego bankructwa z szerszymi skutkami systemowymi.

⁴⁵ Zob. A. Sławiński, *Terminowe rynki finansowe a polityka pieniężna*, Materiały i Studia NBP, DAB, Zeszyt nr 66/1997.

⁴⁶ A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2001, s. 23–24.

⁴⁷ Podaję za W. Grabowskim, *op.cit.*, s. 75–77.

2. Transakcje przy użyciu instrumentów pochodnych charakteryzują się dźwignią finansową znacznie wzmacniającą korzystne, ale i niekorzystne tendencje. Dla transakcji opcyjnych wysokość dźwigni jest trudna do przewidzenia, co stanowi dodatkowe zagrożenie.

3. Poza dotąd wymienionymi korzyściami i zagrożeniami dodatkowo należy zwrócić uwagę na niebezpieczeństwo manipulacji rynkiem. Efekt manipulacji wzrasta, gdy inwestorzy, którzy znają strategię i działania podejmowane przez dużego inwestora stosującego lewarowanie, np. banki finansują takie transakcje, mogą korzystać z tej wiedzy i zajmować pozycje po tej samej stronie rynku, co potęguje jednokierunkowy ruch cen, wywołując zachwianie dotychczasowej równowagi.

4. W przypadku zamierzonego ataku spekulacyjnego na kurs walutowy, instrumenty pochodne, kontrakty typu swap i forward stanowią główny element mechanizmu przeprowadzania takiego ataku.

5. W przypadku udanego ataku i powstałego w jego wyniku kryzysu walutowego, dalszymi konsekwencjami jest pogłębienie się kryzysu i jego rozszerzenie na inne rynki.

Operacje finansowe z wykorzystaniem instrumentów pochodnych często stanowiły przyczynę poważnych strat, jakie poniosły instytucje finansowe (np. Orange Country, Barings i inne). Z przeprowadzonej analizy przypadków kolejnych kryzysów różnych podmiotów wyłania się wniosek, że stosowanie instrumentów pochodnych nie stanowiło pierwotnej przyczyny kryzysu. Były nią głównie błędy w procedurach kontrolnych. Analiza światowych kryzysów finansowych pokazuje, że rola transakcji z wykorzystaniem pochodnych instrumentów finansowych w mechanizmach wywołujących kryzysy nie jest jednoznaczna. Przeprowadzone badania statystyczne i dostępne dane nie potwierdzają wzrostu zmienności cen wywołanych wykorzystywaniem transakcji terminowych⁴⁸.

Potencjał możliwości dalszego rozwoju, innowacyjność, szeroka gama zmiennych gospodarczych mogących stanowić podstawę kolejnej klasy derywatów, a przede wszystkim nieliczne badania w tym obszarze, podkreślają ważność omawianego zagadnienia również z punktu widzenia polskiego systemu finansowego.

⁴⁸ Zob. W. Schwert, *Why Does Stock Market Volatility Change over Time?*, „Journal of Finance” nr 44, 1989.

Zakończenie

Liberalizacja przepływów kapitałowych sprzyja rozwojowi systemów finansowych. Skutkuje to wieloma nowymi zmianami w otoczeniu oraz wewnątrz przedsiębiorstw.

Po pierwsze, po stronie aktywów i pasywów w bilansach przedsiębiorstw coraz częściej dominują różnego rodzaju instrumenty finansowe. Współistnienie pozycji bilansowych o ogromnych wartościach zarówno po stronie aktywów, jak i pasywów wzmacnia efekt synergiczny, który nie jest prostą sumą zagrożeń związanych z każdą tego typu pozycją w bilansie. Fakt ten powoduje, że przedsiębiorstwa – w tym szczególnie bankowe – są narażone na nieantycypowalne zmiany wielkości w środowisku makroekonomicznym, jak: stopy procentowe, kursy walutowe czy koniunktura gospodarcza, która wpływa na płynność i wypłacalność przedsiębiorstw. Z tego powodu znaczenie finansowych instrumentów pochodnych w zarządzaniu zmianami rynkowej wyceny składników aktywów i pasywów oraz w zarządzaniu kosztami podejmowanych decyzji gospodarczych systematycznie wzrasta.

Po drugie, powstanie i szybki rozwój rynku finansowych instrumentów pochodnych jest efektem narastającej niepewności i ryzyka w otoczeniu podmiotów rynkowych. W warunkach krajowego rynku finansowego, najszerzą możliwością wspomagania zarządzania finansowego oferuje bankowy i międzybankowy rynek operacji terminowych. Rosnąca systematycznie skala przeprowadzanych operacji dodatkowo przyczynia się do poprawy płynności rynków bazowych (np. międzybankowego rynku walutowego i pieniężnego). Szczególnie wyrazistym tego dowodem jest zadowalający rozwój międzybankowego rynku FRA i IRS. Głównymi uczestnikami tego rynku są przede wszystkim banki operujące w Polsce. Dzięki rozwojowi rynków FRA i IRS, zmiany stóp procentowych i wywoływane nimi zmiany cen papierów skarbowych nie powodują większych perturbacji na rynku bazowym – bonów i obligacji skarbowych. W efekcie zmiany tego ważnego parametru makroekonomicznego nie powodują poważnego zaburzenia w strukturze bilansów przedsiębiorstw i ich wynikach finansowych. Dzieje się tak dlatego, że zawierane przez posiadaczy papierów skarbowych kontrakty FRA i IRS umożliwiają uzyskanie rekompensaty z tytułu spadku rynkowych cen portfela papierów dłużnych.

Po trzecie, dynamiczny rozwój bankowego i międzybankowego rynku FRA i IRS oraz swapów walutowych spowodował zmianę źródeł dochodowości ban-

ków i innych przedsiębiorstw. Popularne źródła wynikające z tradycyjnej działalności bankowej są w coraz większym stopniu zastępowane dochodami z transakcji prowadzonych na rynkach terminowych. Dochody te są efektem nie tylko pobieranych opłat transakcyjnych, ale również stanowią następstwo polityki inwestycyjnej banków, w ramach prowadzonej działalności dilerskiej.

Po czwarte, znaczny wzrost wolumenu obrotów na rynkach produktów pochodnych wywołuje pewne obawy ostrożnościowego nadzoru bankowego. Operacje pochodne wykorzystywane jako zabezpieczenie często stają się przedmiotem spekulacji i niekontrolowanego zaangażowania. Doświadczenia wielu krajów i pojedynczych podmiotów rynkowych wskazują na niebezpieczeństwo niewłaściwego stosowania tej klasy instrumentów finansowych. Mimo licznych przykładów negatywnych skutków błędnego stosowania pochodnych, badania dowodzą, że same rynki terminowych operacji finansowych nie stanowiły dotąd źródła na tyle poważnych problemów systemowych, by odpowiednie władze i regulatorzy nie byli w stanie zniwelować płynących stąd zagrożeń.

Po piąte, ryzyko towarzyszące wykorzystywaniu instrumentów pochodnych przez banki jest porównywalne z wieloma innymi rodzajami ryzyka, na które wyeksponowana jest działalność bankowa. Pojawiające się zagrożenia, wynikające z wykorzystywania określonych instrumentów, mają główne źródło w niewłaściwie dostosowanej strukturze instytucjonalno-prawnej. W przypadku polskiego systemu bankowego należy tutaj wymienić nadal niewystarczający rozwój rynków instrumentów podstawowych, ich płytkość, brak wystarczającej płynności oraz brak sprzyjających regulacji dopuszczających większą liczbę uczestników do tego segmentu rynku. Poważnym problemem jest bowiem sytuacja, w której fundusze emerytalne, a także inni inwestorzy instytucjonalni, w bardzo ograniczonym zakresie bądź zupełnie pozbawieni tego prawa, nie mogą wykorzystywać instrumentów pochodnych w celu zabezpieczenia swoich pozycji. W sytuacji poważnych zaburzeń na krajowym rynku finansowym skutkiem takich ograniczeń może stać się nie tylko poważna trudność w efektywnym zarządzaniu majątkiem funduszy, ale w końcowym rozrachunku bezpieczeństwo całego systemu zabezpieczeń emerytalnych.

Reasumując całość przeprowadzonego wywodu, należy stwierdzić, że:

- 1) szerokie wykorzystanie instrumentów pochodnych w warunkach swobody obrotów kapitałowych ma duży wpływ na rozwój oraz efektywność wszystkich segmentów operacyjnych rynku finansowego;
- 2) dojrzałość i bezpieczeństwo systemu finansowego sprzyja zwiększonej aktywności wśród przedsiębiorstw. Umożliwia zwiększanie przychodów przy jednocześnie mniejszym zaangażowaniu kapitału własnego. Pozwala skuteczniej optymalizować koszt pozyskiwanego kapitału przez firmy;
- 3) instrumenty pochodne stwarzają możliwość modyfikacji i kreacji nowych strategii inwestycyjnych, arbitrażowych oraz spekulacyjnych dla wszystkich przedsiębiorstw. Mogą stanowić one istotne źródło ich dochodów;

- 4) transakcje zabezpieczające przy użyciu instrumentów pochodnych, pod warunkiem przestrzegania procedur stosowania tych instrumentów przez podmioty systemu bankowego, mogą wyraźnie sprzyjać ogólnej stabilności tego systemu;
- 5) międzybankowy rynek operacji terminowych jest najszybciej rozwijającym się segmentem rynku finansowego w Polsce. Do głównych instrumentów szeroko wykorzystywanych na tym rynku należy zaliczyć: kontrakty terminowe na waluty, opcje walutowe, kontrakty typu FRA, wielookresowe opcje na stopy procentowe, kontrakty zamiany typu IRS oraz swapy walutowe;
- 6) spośród wielu cech charakteryzujących pozagiełdowy niepubliczny rynek transakcji terminowych, zorganizowany w ramach rynku bankowego i niebankowego, należy wymienić: dużą różnorodność instrumentów, elastyczność w dopasowywaniu do indywidualnych potrzeb, dużą – w porównaniu ze wszystkimi innymi rynkami – skalę i wartość zawieranych transakcji oraz innowacyjność.

Proces liberalizacji przepływu usług finansowych i kapitału w rozmaitych formach wywiera różnokierunkowy wpływ na rozwój systemów gospodarczych poszczególnych państw oraz pojedynczych podmiotów rynkowych.

Polski system finansowy na tle systemów rozwiniętych gospodarek światowych jest słabo wyposażony w zasoby kapitałowe. Pociąga to za sobą niebezpieczeństwo braku zdolności amortyzacji niespodziewanych wahań wewnątrz systemu, jak również zmian zainteresowania ze strony dobrze wyposażonych w zasoby kapitałowe instytucji ponadnarodowych. Z uwagi na ograniczone możliwości szybkiego wzrostu stabilnych zasobów kapitałowych, które mogłyby zwiększyć bezpieczeństwo niespodziewanych zmian parametrów finansowych, wydaje się, że obecnie oprócz perspektywy uczestnictwa Polski w Unii Gospodarczej i Walutowej, finansowe instrumenty pochodne mogą stanowić efektywną możliwość zabezpieczania się przed ryzykiem, jakie niesie z sobą swobodny transfer kapitałów. Przemawiają za tym między innymi: rozmiar i zasięg ich wykorzystania, wewnętrzna konstrukcja oraz szereg wyzwań, jakie rodzą.

Bibliografia

Opracowania zwarte

- Alesina A. i Giavazzi F., A. Alesina, F. Giavazzi, *Ręce precz od silnego euro*, „Rzeczpospolita”, 22 maja 2003.
- Baka W., *Bankowość centralna: funkcje, metody, organizacja*, wyd. 2, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001.
- Banki w Polsce. Wyzwania i tendencje rozwojowe*, red. nauk. W. Jaworski, Poltext, Warszawa 2001.
- Bannock G., Baxter R.E., Davis E., *The Penguin Dictionary of Economics*, Fourth Ed., London 1987.
- Bankowość*, red. nauk. W. Jaworski, Z. Zawadzka, Poltext, Warszawa 2001.
- Barbera B.R., *Dżihad kontra Mcświat*, Wydawnictwo MUZA, Warszawa 1997.
- Battley N., *Kontrakty futures i opcje na giełdach towarowych*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1998.
- Battley N., *The world's options and futures markets*, Probus, Cambridge–Chicago 1993.
- Bauman Z., *Globalizacja*, PIW, Warszawa 2000.
- Bennet D., *Ryzyko walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Wrocław 2000.
- Bernstein P.L., *Przeciw bogom. Niezwykłe dzieje ryzyka*, WIG Press, Warszawa 1997.
- Best P., *Wartość narażona na ryzyko*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2000.
- Bień J., Kosiński B., Królak Z., *Rozliczenia międzynarodowe*, PWE, Warszawa 1970.
- Bień W., *Rynek finansowy*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 1995.
- Binkowski P., Beeck H., *Innowacje bankowe. Instrumenty terminowego rynku finansowego*, Poltext, Warszawa 1998.
- Blaug M., *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994.
- Borys G., *Zarządzanie ryzykiem kredytowym w banku*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Wrocław 1998.
- Burghard G., Belton T., Lane M., Luce G., McVey R., *Eurodolar futures and options*, McGraw Hill, London 1991.
- Buschgen H.E., *Przedsiębiorstwo bankowe*, t. 1 i 2, Poltext, Warszawa 1997.
- Chłopecki A., *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2001.
- Chłopecki A., Romański G. Jurga R., Michalski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, C.H. Beck, Warszawa 1999.
- Cook T., Rowe T., *Instruments of the money market*, wyd. 6., Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond, Virginia 1986.
- Crane D.B., Froot K.A., Mason S.P., Perold A.F., Merton R.C., Bodie Z., Sirri E.R., Tufano P., *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston 1995.

- Crawford G., Sen B., *Instrumenty pochodne – narzędzie podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo K.E. Liber, 1998.
- Das S., *Structured notes and derivative securities*, Euromoney Publ. Plc., London 1996.
- Dąbrowski M., *Czy należy się bać globalizacji rynków finansowych?*, CASE, Warszawa 1998.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Dickens P., *Global Shift. Industrial Change in a Turbulent World*, London; M. Górecki, *Makroekonomia – doradca inwestycyjny* [w:] *Polski Rynek Kapitałowy*, red. K. Nowak, Wydawnictwo WSB, Poznań 1998.
- Drab M., Sowińska-Kobelak D., *Papiery wartościowe i prawa pochodne, aspekty prawne i rachunkowe*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001.
- Drucker P., *Innowacje i przedsiębiorczość. Praktyka i zasady*, PWE, Warszawa 1992.
- Drucker P., *Post-Capitalist Society*, Harper Business, New York 1993.
- Drucker P., *Zarządzanie w XXI wieku*, MUZA, Warszawa 2000.
- Drucker P., *Zarządzanie w czasach burzliwych. Nowe wyzwania – nowe horyzonty*, AE w Krakowie, Wydawnictwo „Nowoczesność”, Warszawa 1995.
- Dziawgo D., *Credit-rating; Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Dziewięcki A., *op.cit.*, s. 15.
- Edwards F.R., *Futures and options*, McGraw-Hill, New York 1992.
- Faulkner D., Bowman C., *Strategie konkurencji*, Felberg SJA, Warszawa 2000.
- Fedorowicz Z., *Rynek pieniądza i kapitału*, Poltext, Warszawa 1997.
- Fedorowicz Z., *Ryzyko bankowe*, Poltext, Warszawa 1996.
- Filera A., *Opcje akcji. Nowy instrument polskiego rynku kapitałowego*, PWE, Warszawa 1996.
- Finansowe rynki kapitałowe*, red. nauk. W. Milo, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Flejterski S., *Różnicowanie struktur we współczesnej bankowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1999.
- Francis J.C., *Investments – Analysis and Management*, McGraw-Hill, New York 1991.
- Gałtarek D., Maksymiuk R., *Wycena i zabezpieczenie pochodnych instrumentów finansowych*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1998.
- Gibson R., Zimmermann H., *The Benefits and Risks of Derivative Instruments*, „An Economic Perspective”, International Finance&Commodities, Geneva Paper No. 1.
- Gierszewska G., *Strategie przedsiębiorstw w dobie globalizacji*, WSHiP im. R. Łazarskiego w Warszawie, Warszawa 2003.
- Gierszewska G., Wawrzyniak B., *Globalizacja. Wyzwania dla zarządzania strategicznego*, Poltext, Warszawa 2000.
- Globalizacja*, red. nauk. J. Klich, Instytut Studiów Strategicznych i Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 2001.
- Głogowski E., Munch M., *Nowe usługi finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996.
- Gmytrasiewicz M., *Aktywa inwestycyjne przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2002.
- Gospodarowicz A., Możarn H., *Identyfikacja i szacowanie ryzyka kredytowego*, Wydawnictwo AE im. O. Langego we Wrocławiu, Wrocław 1998.
- Góral L., *Nadzór bankowy*, PWE, Warszawa 1998.
- Grabczan W., *Zarządzanie ryzykiem bankowym*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.

- Grabowski W., *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1998.
- Gruszka B., Zawadzka Z., *Ryzyko w działalności bankowej. Zabezpieczenia systemowe*, Warszawa 1992.
- Gruszczyński M., *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Gruszecki T., *Instytucje i rynki finansowe*, Wydawnictwo WSZiP im. B. Jasińskiego, Warszawa 1998.
- Grzywacz J., *Współpraca przedsiębiorstwa z bankiem*, Difin, Warszawa 2003.
- Hamel G., Prahald C.K., *Przewaga konkurencyjna jutra*, Business Press, Warszawa 1999.
- Hausler G., *Derivatives and monetary policy*, G30 Occasional Papers, nr 52, Group of Thirty, Washington, DC 1996.
- Hedging i nowoczesne usługi finansowe*, red. nauk. A. Janc, M. Biegański, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2001.
- Howells P.G.A., Bain K., *Money, Banking and Finance*, Longman, Harlow 1998.
- Hull J., *Options, futures and other derivative securities*, Engelwood Cliffs, New York 1993.
- Instytucjonalizacja aktywności ekonomicznej w gospodarce światowej w układach narodowym, regionalnym i globalnym*, red. nauk. E. Okoń-Horodyńska, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1998.
- Instytucjonalne podejście w analizie procesów społeczno-gospodarczych i politycznych w Polsce*, red. nauk. E. Okoń-Horodyńska, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1996.
- Iwanowicz-Drozdowska M., *Ryzyko bankowe*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2001.
- Iwanowicz-Drozdowska M., *Determinanty bezpieczeństwa banków w świetle analizy wybranych kryzysów bankowych*, Wydawnictwo SGH, Warszawa 2000.
- Jajuga K., *Ryzyko w finansach*, „Rector’ Lectures” nr 30, AE w Krakowie, 1996.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje, instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Jackowicz K., *Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Jakubek M., Mojak J., *Prawo papierów wartościowych*, LWP, Lublin 1998.
- Jaworski W., *Bankowość. Podstawowe założenia*, Poltext, Warszawa 2000.
- Jaworski W. i inni, *Banki*, wyd. 7., Poltext, Warszawa 1998.
- Jog V., Riding A., Levy H., Sarnat M., *Principles of Financial Management*, Prentice-Hall Canada, Inc., Scarborough, Ontario 1990.
- Jog V., Suszyński C., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, CIM, Warszawa 2000.
- Kaminski G.L., Lizondo S., Reinhart C.M., *Leading Indicators of Currency Crisis*, IMF, Washington, D.C., 1997.
- Kasapi A., *Kredytowe instrumenty pochodne*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
- Kasper W., Streit, M.E., *Institutional Economics. Social Order and Public Policy*, Cheltenham, UK Northampton, MA, USA, 2001.
- Kaźmierczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Kaźmierczak A., *Pieniądz i bank w kapitalizmie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993.
- Koch R., *Słownik zarządzania i finansów*, Wydawnictwo PSB, Kraków 1997.
- Kolb R.W., *Wszystko o instrumentach pochodnych*, WIG Press, Warszawa 1997.
- Kołodko G., *Globalizacja a transformacja*, PTE, Warszawa 2001.

- Komorowski J., *Panowanie finansowe w przedsiębiorstwie działającym w warunkach gospodarki rynkowej*, Politechnika Gdańska, Gdańsk 1999.
- Kosikowski C., *Publiczne prawo bankowe*, PWE, Warszawa 1999.
- Kowalik T., *Współczesne systemy ekonomiczne*, Wydawnictwo WSZiP im. B. Jasińskiego, Warszawa 2000.
- Koźmiński A.K., *Zarządzanie międzynarodowe*, PWE, Warszawa 1999.
- Koźmiński A.K., Oblój K., *Zarys teorii równowagi organizacyjnej*, PWE, Warszawa 1989.
- Krzyżkiewicz Z., *Innowacje bankowe*, WSUiB, Warszawa 1996.
- Kulik A., *Umowa Bazylejska II – charakterystyka i implikacje dla instytucji finansowych*, materiały z konferencji „Innowacje na światowych rynkach finansowych – 2001”, Warszawa 21–22 czerwca 2001.
- Lewandowski D., *Bank Centralny a instrumenty pochodne*, AGENCJA UNIA-PRESS, Ośrodek Badawczo-Rozwojowy Prawa Gospodarczego, Warszawa 2000.
- Lewandowski D., *Nowe ryzyka bankowe a nadzór bankowy*, Wydawnictwo Tutor, Warszawa 1995.
- Lewandowski D., *Bezpieczne zarządzanie ryzykiem kredytowym w banku komercyjnym*, Olympus, Warszawa 1994.
- Machała R., *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Małecki W., *Polityka kursowa w Polsce w okresie transformacji*, Studia Finansowe, 53/2000.
- Małecki W., Sławiński A. i inni, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Marciniak Z., *Zarządzanie wartością i ryzykiem przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych*, SGH, Warszawa 2001.
- Miller M., *Merton Miller o instrumentach pochodnych*, Wydawnictwo K.E. Liber s.c., Warszawa 1999.
- Miller M., *Financial Innovations and Market Volatility*, Blackwell, Cambridge, Mass.-Oxford, 1991.
- Moszkowicz M., *Strategia przedsiębiorstwa okresu przemian*, PWE, Warszawa 2000.
- Mynarski S., *Analiza rynku w warunkach konkurencji*, PWN, Warszawa 1977.
- Mynarski S., *Rynek opcji*, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 1999.
- Nowe usługi bankowe*, red. nauk. A. Janc, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2001.
- Oblój K., *Strategia organizacji. W poszukiwaniu trwałej przewagi konkurencyjnej*, PWE, Warszawa 2002.
- Oręziak L., *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, TWIGGER S.A., Warszawa 1999.
- Ong M., *Exotic options: The market and their taxonomy*, McGraw-Hill Book Company, New York 1996.
- Państwo narodowe a proces globalizacji*, red. nauk. E. Okoń-Horodyńska, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2000.
- Penc J., *Przedsiębiorstwo w burzliwym otoczeniu*, Wydawnictwo OPO, Bydgoszcz 2002.
- Pietrzak E., Szamański K., *Międzynarodowy rynek walutowy i finansowy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1991.
- Polityka kursowa, rynek walutowy oraz instrumenty pochodne – dotychczasowy rozwój i perspektywy*, red. nauk. E. Pietrzak, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Warszawa–Gdańsk 1997.
- Porter M.E., Wayland R.E., *Global Competition and the Localization of Competitive Advantage*, Indiana University JAI Press, Greenwich CT 1995.

- Projekcja polityki kursowej, rynku walutowego oraz rynku pochodnych instrumentów finansowych do roku 2002*, red. E. Pietrzak, „Transformacja gospodarki” nr 93, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1998.
- Projekcja rozwoju rynków: kapitałowego, walutowego, pochodnych instrumentów finansowych i pieniężnego do roku 2005*, red. nauk. E. Pietrzak, A. Sławiński, CeDeWu, Warszawa 2002.
- Przedsiębiorstwo przyszłości*, red. nauk. W. Grudzewski, I. Hejduk, Difin, Warszawa 2000.
- Ratajczyk L.R., *Wprowadzenie do transakcji terminowych i opcyjnych*, Wydawnictwo WSB, Poznań 1999.
- Report on Management. Globalisation and Change: Ways to the Future*, red. B. Wawrzyniak, L.K. Academy of Entrepreneurship and Management, Warszawa 2000.
- Rose P.S., *Money and Capital Markets*, IRWIN, Burr Ridge Illinois 1994.
- Roth P., *Rynki walutowe i pieniężne*, Dom Wydawniczy ABC, Wrocław 2000.
- Rotschild M., Stiglitz J., *Increasing Risk: I. A Definition*, „Journal of Economic Theory” nr 13, 1976.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 r.*, NBP, Warszawa 2006.
- Rummler G., Broche A., *Podnoszenie efektywności organizacji*, PWE, Warszawa 2000.
- Rynek finansowy w Polsce 1998–2001*, NBP, Warszawa 2002.
- Rynek papierów wartościowych strefy euro*, red. nauk. W. Przybylska-Kapuścińska, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2007.
- Rynek pieniężny w Polsce: stan i perspektywy*, red. nauk. Z. Polański, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk–Warszawa 1997.
- Saunders A., *Metody pomiaru ryzyka kredytowego*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2001.
- Schachter B., *Derivatives, regulation and ranking*, North-Holland, Amsterdam 1997.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993.
- Sinkey Jr. J.F., *Commercial Bank Financial Management in the financial Services Industry*, Macmillan Publishing Company 1992.
- Sławiński A., *National Bank of Poland Monetary Policy and Capital Flows*, NBP Research Department, Paper no. 15, May 1999.
- Solarz J.K., *Międzynarodowy System Finansowy. Analiza instytucjonalno-porównawcza*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001.
- Solarz J.K., *Rozwój systemów bankowych*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1996.
- Solarz J.K., *Zarządzanie strategiczne w bankach*, Seria Euromanagement, Poltext, Warszawa 1997.
- Sopoćko A., *Droga do fortuny. Pochodne*, Agencja Wydawnicza i Marketingowa „Media-bank” S.A., Warszawa 1999.
- Soroczyński S., Stachowicz J., *Kontrakty futures i opcje*, KW Zakamycze, Kraków 1994.
- Springer W., *Polskie regulacje bankowe*, Difin, Warszawa 2000.
- Strużycki M., *Nowe tendencje w konkurencji a zarządzanie przedsiębiorstwem*, AE w Katowicach, Katowice 1998.
- System finansowy w Polsce*, red. nauk. E. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Szamański W., *Globalizacja. Wyzwania i zagrożenia*, Difin, Warszawa 2001.
- Tarczyński W., Zwołanowski M., *Inżynieria finansowa. Instrumentarium, strategie, zarządzanie ryzykiem*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1999.
- Theory and Empirical Findings*, Sharpe, Armonk and London 1993.

- Triennial Central Bank Survey – Foreign exchange and derivatives market activity in 2004*, BIS, 2005.
- Tymuła I., *Swapy finansowe*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2000.
- Tymuła I., *Rynek pieniężny*, Studium Bankowości t. II, Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk 2001.
- Uyemura D.G., Deventer D.R., *Financial Risk Management in Banking*, Bankers Publishing Company 1993.
- Walkiewicz R., *Bankowość inwestycyjna*, Poltext, Warszawa 2001.
- Wawrzyniak B., *Odnawianie przedsiębiorstwa na spotkanie XXI wieku*, Poltext, Warszawa 1999.
- Webber A., *Dictionary of futures & options. 1500 international terms defined and explained*, Probus Publishing Comp., Cambridge, Chicago 1994.
- Woelfel Ch. J., *Encyclopedia of Banking and Finance*, wyd. 10, Probus, Chicago 1994.
- Wojciechowski I., *Opcje na wybrane instrumenty finansowe jako narzędzie ograniczające ryzyko*, KW Zakamycze 1999.
- Współczesny bank*, red. nauk. W. Jaworski, Poltext, Warszawa 2001.
- Wypych M., *Finanse i instrumenty finansowe*, „Absolwent”, Łódź 1977.
- Zabielski K., *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Zaorska A., *Ku globalizacji. Przemiany w korporacjach transnarodowych i gospodarce światowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości – koncepcje, modele, metody*, red. K. Pereducha, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 2000.
- Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, red. nauk. E. Urbańczyk, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001.
- Żurawik B. i W., *Marketing usług finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

Artykuły

- Bardo T., *Globalizacja z ludzką twarzą*, „Prawo i Gospodarka. Magazyn Finansowy” nr 164, 1999.
- Berk J.M., *Banking and Financial Innovation*, „Bank i Kredyt” nr 11–12, 2002.
- Brown D.P., Zhang Z.M., *Market orders and market efficiency*, „Journal of Finance” nr 52, 1997.
- Brycki G., *Instrumenty pochodne coraz popularniejsze*, „Rzeczpospolita” z 30 lipca 2001.
- Czapielewska-Kałka K., *Główne czynniki określające cenę opcji*, Zeszyty Naukowe AE w Krakowie nr 478, AE, Kraków 1996.
- Chudzik R., *Kategorie ryzyka bankowego, próba klasyfikacji zjawisk*, „Bank i Kredyt” nr 1, 1992.
- Czador P., *Aktywa finansowe; jak je księgować i prezentować*, „Rzeczpospolita” z 14 sierpnia 2002.
- Dawid P., *International Banking. A Survey*, „The Economist” z 30 kwietnia 1994.
- Dzieża J., *O zabezpieczeniu przed ryzykiem walutowym*, „Rynek Terminowy” nr 2 (10/98), 1998.
- Eichengreen B., Porters R., *A shortsighted vision for IMF reform*, „Financial Times” z 9 marca 2000.
- Fry M.J., *In Favour of Financial Liberalisation*, „The Economic Journal” nr 442, 1997.
- Geczy Ch., Minton B.A., Schrand C., *Why firms use currency derivatives*, „Journal of Finance” nr 52, 1997.

- Giammarino R.M., Lewis T.R., Sappington D.E.M., *An incentive approach to banking regulation*, „Journal of Finance” nr 48, 1993.
- Grabowska A., *Kontrakty FRA*, „Rynek Terminowy” nr 2 (4/99), 1999.
- Greenwald B., Stiglitz J., Weiss A., *Information imperfections in the capital markets and macroeconomics fluctuations*, „American Economic Review” Papers and Proceedings, Vol. 74, 1984.
- Jackowicz K., *Pochodne instrumenty kredytowe*, „Bank i Kredyt” nr 3 i 4, 2001.
- Jackson P., Maude D.J., Perraudin W., *Bank capital and Value at Risk*, „Journal of Derivatives” Spring 1997.
- Jajuga K., *Nowe tendencje w zarządzaniu ryzykiem finansowym*, „Rynek Terminowy” nr 3 (5/99), 1999.
- Jajuga K., *Value at Risk*, „Rynek Terminowy” nr 9 (3/00), 2000.
- Jakóbczak J., *Efektywność i bezpieczeństwo. Rozwój międzynarodowych rynków kapitałowych*, „Rynek Terminowy” nr 8 (2/00), 2000.
- Janicka M., *Proces tworzenia jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt” nr 6, 2002.
- Jerzyk M.A., *Dylematy i stracone szanse giełdy towarowej w Polsce*, „Rynek Terminowy” nr 20(2/03), 2003.
- Kaminsky G.L., Reinhart C.M., *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, „American Economic Review” nr 6, 1999.
- Kluza S., Sławiński A., *Arbitraż na rynku instrumentów pochodnych (na przykładzie rynku FRA i obligacji)*, „Bank i Kredyt” nr 8, 2003.
- Kołodko G., *Nowa ekonomia instytucjonalna*, „Prawo i Gospodarka. Magazyn Finansowy” nr 224, 1999.
- Kowalewski P., *Co nam zostało po Bretton Woods?*, „Prawo i Gospodarka. Magazyn Finansowy” nr 158, 1999.
- Levine R., *Financial development and economic growth: views and agenda*, „Journal of Economic Literature” 36, 1997.
- Liberska B., *Współczesne procesy globalizacji światowej*, „Bank i Kredyt” nr 1–2, 2000.
- Małecki W., *Pochodne instrumenty finansowe*, „Nowe Życie Gospodarcze” z 11 stycznia 1998.
- Merton R.C., *Financial innovation and the management and regulation of financial institutions*, „Journal of Banking & Finance” nr 19, 1995.
- Miodunski D., *Ustawa o giełdach towarowych. Parę istotnych niedociągnięć*, „Parkiet. Gazeta Giełdy” z 22 września 2000.
- Morawski W., *Kilka uwag na temat systemów bankowych*, Zeszyty Naukowe SGH w Warszawie, Warszawa 2001.
- Niedziółka P., *Instrumenty pochodne a adekwatność kapitałowa banków w Polsce*, „Rynek Terminowy” nr 15 (1/02), 2002.
- Niedziółka P., *Instrumenty pochodne w bankowych dyrektywach Unii Europejskiej*, „Rynek Terminowy” nr 8 (2/00), 2000.
- Okólski M., *Procentowe opcje wielookresowe*, „Rynek Terminowy” nr 2 (4/99), 1999.
- Oreziak L., *Kierunki zmian w funkcjonowaniu rynku finansowego Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt” nr 7, 2003.
- Pietrzak E., *Międzynarodowy rynek walutowy – największe kasyno gry na świecie*, „Handel Zagraniczny” nr 4–6, 1990.
- Pietrzak E., *Walka o instrumenty pochodne trwa*, „Rzeczpospolita” z 6 grudnia 2000.

- Rogowski W., Grzywacz J., *Ryzyko kredytowe – pojęcie oraz klasyfikacje*, „Bank i Kredyt” nr 10, 1999.
- Siudaj M., *Terminowy rośnie w siłę*, „Parkiet. Gazeta Giełdy” z 23 marca 2001.
- Siwek K., *Derywaty w stadium początkowym*, „Prawo i Gospodarka” nr 278, 15 grudnia 1999.
- Skarba A., *Rynek kapitałowy. Rynek polskich warrantów należy uzdrowić albo zamknąć*, „Parkiet. Gazeta Giełdy” z 22–24 czerwca 2002.
- Sławiński A., *Czynniki wpływające na kurs złotego*, „Rynek Terminowy” nr 13 (3/01), 2001.
- Sławiński A., *Terminowe rynki finansowe a polityka pieniężna*, Materiały i Studia NBP, DAB, Zeszyt nr 66/1997, 1997.
- Sławiński A., Dusza M., *Kryzysy walutowe w krajach otwierających się na wymianę*, „Bank i Kredyt” nr 1–2, 1998.
- Sobolewski P., *Rozwój rynku walutowego i instrumentów pochodnych*, „Rynek Terminowy” nr 28 (2/2005).
- Solarz J.K., *Kryzysy finansowe nowej generacji*, „Zarządzanie Ryzykiem” nr 1, WSzUiB, Warszawa 2001.
- Solarz J.K., *Ryzyko kryzysu finansowego Polsce*, WSzUiB, Warszawa 2001.
- Spruch W., *Innowacje na rynkach finansowych*, „Bank i Kredyt”, nr 10–11, 1992.
- Stawczyk A., *Wprowadzenie do metodologii pomiaru ryzyka – Value at Risk*, „Rynek Terminowy” nr 4 (6/99), 1999.
- Surdykowska S.T., *Nieporozumienia wokół rachunkowości – syndrom „rachunkowości kreatywnej”*, materiały konferencyjne, Chrzanów, WSPiM 2003.
- Surdykowska S.T., *Pułapki globalnego rynku*, „Gazeta Bankowa” nr 38, 1998.
- Szczepańska O., Tymoczko D., *Liberalizacja przepływów kapitałowych w Polsce i jej konsekwencje*, „Bank i Kredyt” nr 4, 1999.
- Schwert W., *Why Does Stock Market Volatility Change over Time?*, „Journal of Finance” nr 44, 1989.
- Wilkin J., *W poszukiwaniu modelu polskiego kapitalizmu*, Optimum – Studia Ekonomiczne, Białystok.
- Wiśła R., *Znaczenie instrumentów pochodnych w polskim systemie bankowym w warunkach globalizacji*, praca doktorska, Kraków 2004, Archiwum Biblioteki UJ.
- Wiślicki T., *Wycena i prezentacja instrumentów finansowych*, „Rzeczpospolita” z 20 lutego 2003.
- Wodniak J., *Credit default swap – sposób na bankructwo*, „Rynek Terminowy” nr 11 (1/01), 2001.
- Wodniak J., *Transakcje swapowe z podmiotami niebankowymi*, „Rynek Terminowy” nr 8 (2/00), 2000.
- Wojtasiak A., *Ryzyko operacyjne na rynku instrumentów pochodnych – podział i metody jego minimalizacji*, „Bank i Kredyt” nr 9, 2003.
- Wojtyna A., *Kryzysy finansowe a skuteczność polityki makroekonomicznej*, „Bank i Kredyt” nr 7–8, 1999.
- Wolańska A., *Modele wyceny swapów walutowych i procentowych*, „Rynek Terminowy” nr 8 (2/00), 2000.
- Woźniak J., *Transakcje swapowe z podmiotami niebankowymi*, „Rynek Terminowy” nr 8 (2/00), 2000.
- Współczesny kryzys finansowy w świecie a gospodarka Polski*, red. nauk. P. Bożyk, Zeszyty Naukowe WSHiP w Warszawie (seria Ekonomia, nr 1), 1999.
- Zapałka P., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, „Bank i Kredyt” nr (1) 2002.

- Zaręba J., *Globalizacja rynków finansowych. Tendencje przekształceń systemu bankowego w Polsce*, „Zeszyty Finansowe” nr 3/97, Instytut Naukowo-Wydawniczy OLYMPUS, 1997.
- Żukowski W., *WIBID/WIBOR – stopy referencyjne i baza dla pochodnych*, „Rynek Terminowy” nr 2 (4/99), 1999.
- Żukowski P., *FX swap – możliwy również w Polsce*, „Rynek Terminowy” nr 4 (6/99), 1999.

Akty prawne

- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. z 1964 r., Nr 16, poz. 93, z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. z 1991 r., Nr 35, poz. 155 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 14 czerwca 1991 r. o spółkach z udziałem zagranicznym (Dz. U. z 1991 r., Nr 60, poz. 253).
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz. U. z 1997 r., Nr 118, poz. 754, z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz. U. z 1997 r., Nr 140, poz. 939, z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 18 grudnia 1998 r. – Prawo dewizowe (Dz. U. z 1998 r., Nr 160, poz. 1063).
- Ustawa z dnia 9 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz. U. z 2000 r., Nr 60, poz. 700).
- Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (Dz. U. z 2000 r., Nr 103, poz. 1099).
- Ustawa z dnia 9 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz o zmianie niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2000 r., Nr 104, poz. 1104).
- Ustawa z dnia 9 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o rachunkowości (Dz. U. z 2000 r., Nr 113, poz. 1186).
- Ustawa z dnia 27 lipca 2002 r. – Prawo dewizowe (Dz. U. z 2002 r., Nr 141, poz. 1178).
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 22 grudnia 1998 r. w sprawie określenia podmiotów uprawnionych do składania wniosku o wyrażenie zgody na wprowadzenie do publicznego obrotu praw pochodnych (Dz. U. z 1999 r., Nr 163, poz. 1155).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 10 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad rachunkowości banków (Dz. U. z 2001 r., Nr 149, poz. 1673).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych (Dz. U. z 2001 r., Nr 149, poz. 1674).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 3 września 2002 r. w sprawie ogólnych zezwoleń dewizowych (Dz. U. z 2002 r., Nr 154, poz. 1273).
- Uchwała Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 8 września 2004 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka oraz zakresu stosowania metod statystycznych i warunków, których spełnienie umożliwi uzyskanie zgody na ich stosowanie, sposobu i szczegółowych zasad obliczania współczynnika wypłacalności banku, zakresu uwzględnienia działania banków w holdinguach w obliczaniu wymogów kapitałowych i współczynnika wypłacalności oraz określenia dodatkowych pozycji bilansu ujmowanych łącznie z funduszami własnymi w rachunku adekwatności kapitałowej oraz zakresu, sposobu i warunków ich wyznaczania (Dz. Urz. NBP z 2004 r., Nr 15, poz. 25)

Uchwała Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka (Dz. Urz. NBP z 2001 Nr 22, poz. 43).

Uchwała Zarządu KDPW S.A. nr 436/97 z dnia 19 września 1997 r. w sprawie organizacji i prowadzenia przez KDPW S.A. rozliczeń transakcji zawieranych na regulowanym rynku instrumentów pochodnych.

Uchwała Zarządu Giełdy w Warszawie nr 334/99 z dnia 25 czerwca 1999 r. w sprawie określenia szczegółowych warunków obrotu warrantami opcyjnymi.

Uchwała Rady Giełdy w Warszawie nr 61/730/99 z dnia 14 lipca 1999 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać emitent warrantów opcyjnych.

Inne dokumenty

Amendment to the capital accord to incorporate market risks, Basle Committee on Banking Supervision, 1996.

A new capital adequacy framework, Basle Committee on Banking Supervision, 1999.

Dyrektywa 93/6/EEC z dnia 15 marca 1993 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych (Dz. Urz. WE L 141 z 11.06.1993 r. z późn. zm.).

International convergence of capital measurement and capital standards, Basle Committee on Banking Supervision, 1988.

Rekomendacja w sprawie zawierania kredytowych transakcji terminowych na polskim rynku międzybankowym, Związek Banków Polskich, Warszawa, 2005.

The New Basel Capital Accord-an Explanatory Note, Annex 2, Basle Committee on Banking Supervision, January 2001.

Spis tabel, wykresów i rysunków

Tabela 1. Kontrakty terminowe typu futures na indeks giełdowy WIG20 w latach 1999–2006 kwotowane na GPW w Warszawie S.A.....	43
Tabela 2. Kontrakty terminowe typu futures na indeks giełdowy TechWIG w latach 2000–2006 kwotowane na GPW w Warszawie S.A.....	44
Tabela 3. Kontrakty terminowe typu futures na indeks giełdowy MIDWIG w latach 2002–2006 kwotowane na GPW w Warszawie S.A.....	45
Tabela 4. Walutowe kontrakty terminowe typu futures na kurs PLN/USD w latach 1999–2006 kwotowane na GPW w Warszawie S.A.....	46
Tabela 5. Walutowe kontrakty terminowe typu futures na kurs PLN/EUR w latach 1999–2006 kwotowane na GPW w Warszawie S.A.....	47
Tabela 6. Wartość transakcji pochodnymi instrumentami finansowymi na rynku bankowym i międzybankowym w latach 2000–2001.....	99
Tabela 7. Wartość transakcji pochodnymi instrumentami finansowymi na rynku bankowym i międzybankowym w latach 2001–2002.....	100
Tabela 8. Wartość transakcji pochodnymi instrumentami finansowymi na rynku bankowym i międzybankowym w latach 2005–2006.....	101
Tabela 9. Wartość obrotów na krajowym rynku instrumentów pochodnych w latach 2000–2006 (w mln PLN).....	104
Wykres 1. Udział sektora bankowego w krajowym sektorze finansowym pod względem wielkości aktywów na koniec 2005 r. (w %).....	18
Wykres 2. Udział sektora bankowego w krajowym sektorze finansowym pod względem wielkości aktywów na koniec 2003 r. (w %).....	19
Rysunek 1. Podstawowe elementy systemu finansowego na tle systemu społecznego.....	15
Rysunek 2. Zmienność wybranych stóp procentowych rynku międzybankowego w latach 2003–2005.....	38
Rysunek 3. Wahania stopy rynku międzybankowego POLONIA.....	39