

IRENA PYKA

*Rynkowe instrumenty finansowe w perspektywie
nowych wyzwań rozwojowych sektora bankowego*

Financial market instruments in the light of upcoming banking sector's challenges

1. WPROWADZENIE

Introduction

Powszechnie przyjmuje się, że globalny kryzys finansowy zapoczątkowany został w roku 2007 upadłością dwóch funduszy hedgingowych wskutek ich wysokiego zaangażowania na rynku kredytów *subprime*. Wtedy to bowiem rozpoczął się proces zarażania „niezdrowymi aktywami finansowymi” gospodarki globalnej. Apogeum problemów międzynarodowych rynków finansowych i ich instytucji przypada jednak dopiero na jesień 2008 roku, a zatem w rok po upadku funduszy hedgingowych banku Bear Stearns¹. Do tego momentu kryzys rynku kredytów *subprime* miał zasięg lokalny. Nabral on charakteru globalnego z uwagi na efekt zarażania niezdrowymi aktywami międzynarodowych instytucji finansowych. „Wydmuchane,” ponad swą wewnętrzną wartość aktywa finansowe rynku *subprime* stały się zatem „zapalnikiem” globalnego kryzysu finansowego. Bezpośrednią natomiast jego przyczyną jest powszechnie akceptowany i szybko postępujący proces umiędzynarodawiania się relacji inwestorskich na rynkach finansowych możliwy wskutek liberalizacji przepływów pieniężnych i kapitałowych oraz deregulacji sektora bankowego wywołujący wysokie ryzyko systemowe gospodarki światowej. Brak podporządkowania współczesnych banków skutecznej dyscyplinie

¹ P. Mizen, *The Credit Crunch of 2007-2008. A Discussion of the Background*. Market Reactions and Policy Responses. Federal Reserve Bank of St. Louis Review 2008, s.532-533.

regulacyjnej spowodował, że rynkowe instrumenty finansowe dopuszczone do obiegu zarówno na bankowym, jak też pozabankowym rynku finansowym oderwały się od swej bazy nie znajdując pokrycia w pieniądzu gotówkowym.

Głównym przedmiotem tego opracowania są rynkowe instrumenty finansowe, które w okresie globalnego kryzysu finansowego stały się źródłem „zarażania”. Bezpośrednim natomiast jego celem jest określenie motywów i stopnia zaangażowania współczesnych banków w rynkowe instrumenty finansowe. Istnieje bowiem wiele przesłanek, które wskazują, że niestabilność finansowa gospodarki globalnej jest efektem nadmiernego rozwoju tych instrumentów finansowych w sektorze bankowym. Rynkowe instrumenty finansowe przyjmują w nim stale nową formę i pojawiają się w hybrydowej postaci sprzyjając powstawaniu różnych „wydmuszek”. Kredyty mieszkaniowe, które spowodowały globalny kryzys finansowy nie są więc jedynym możliwym źródłem zakłóceń na rynku bankowym. Stabilność finansowa gospodarki globalnej pozostaje więc stale zależna od skali ekspansji rynkowych instrumentów finansowych, w szczególności kredytowych instrumentów pochodnych, których zastosowanie jest bardzo szerokie i sprzyja przenoszeniu ryzyka bankowego na zewnątrz, nie zmniejszając jego skutków w całym sektorze bankowym i gospodarce.

2. CECHY I KLASYFIKACJA RYNKOWYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH

Characteristics and classification of financial market instruments

Pojęcie rynkowych instrumentów finansowych trudno zdefiniować. Brak bowiem precyzyjnego i możliwie jednoznacznego określenia instrumentu finansowego. Wychodząc z jego potocznego rozumienia można przyjąć, że instrument finansowy stanowi środek realizacji celów finansowych, narzędzie aktywizacji mechanizmu ich realizacji². Instrumenty występujące na rynkach finansowych zwykle jednak kojarzą się z lokatą kapitału, pomnażaniem wartości inwestycji, osiągnięciem wysokich dochodów z gromadzonych oszczędności. Odnoszą się więc do korzyści wynikających z zawieranych między kontrahentami umów finansowych³. Reprezentują formy wzajemnych zobowiązań pieniężnych podmiotów tych kontraktów, w których dysponent środków finansowych w zamian za przyrzeczenie praw majątkowych otrzymuje aktywa finansowe kreowane przez wierzyciela.

Pojęcie instrumentu finansowego odpowiadającego tak szerokiej interpretacji znalazło swój wyraz w polskim ustawodawstwie rachunkowym. Przez instrument finansowy bowiem rozumie się w nim kontrakt, który powoduje powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego albo instrumentu kapitałowego u drugiej

² Szerzej na ten temat: S. Owsiak, *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002, s. 296 i dalsze. A także: T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty prawno podatkowe*, Difin, Warszawa 2004, s. 44 i dalsze.

³ Formuła odpowiada definicji instrumentu finansowego w pracy K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje, instrumenty finansowe, ryzyko finansowe i inżynieria finansowa*, PWN Warszawa 1996, s. 17.

ze stron pod warunkiem, że z kontraktu zawartego między dwiema lub więcej stronami jednoznacznie wynikają skutki gospodarcze, bez względu na to, czy wykonanie praw lub zobowiązań wynikających z kontraktu ma charakter bezwarunkowy albo warunkowy⁴. Ustawa ta z kręgu instrumentów finansowych wyklucza niektóre kontrakty⁵. Nie zmienia to jednak samej szeroko definiowanej ich istoty.

W literaturze często za instrumenty finansowe uznaje się papiery wartościowe oraz niebędące papierami wartościowymi tytuły uczestnictwa w instytucjach zbiorowego a także różne instrumenty pochodne, czy inne, które zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium państwa członkowskiego Unii Europejskiej lub są przedmiotem ubiegania się o takie dopuszczenie⁶. Z definicji tej wynika, że wszystkie instrumenty finansowe mają charakter rynkowy. Pozostaje jednak problem jak określać zobowiązania depozytowo-kredytowe banków? Tym bardziej, że to kredyty hipoteczne stały się skutek powstałej możliwości ich upłynnienia zasadniczą przyczyną upadku wielu banków i instytucji finansowych w okresie globalnego kryzysu finansowego. Wpłynęły też na rynkową wycenę tych instytucji wywołując poważny kryzys międzynarodowego rynku giełdowego. Natomiast ograniczenia, które powstały na rynku depozytów bankowych wskutek kryzysu instytucji zaufania publicznego zachwiały ogólnogospodarczą płynność finansową wymuszając na bankach centralnych i władzy państwowej kreację „pustego pieniądza”. Depozyty i kredyty bankowe okazały się tym samym równie niebezpieczne, jak instrumenty finansowe.

Przyjmując szeroką interpretację instrumentów finansowych można je w bankach podzielić je na:

- tradycyjne, stricte bankowe instrumenty finansowe, do których zalicza się zróżnicowane rodzajowo depozyty i kredyty bankowe,
- rynkowe instrumenty finansowe obejmujące wszystkie pozostałe formy zobowiązań i aktywów finansowych banków, które zgodnie z prawem bankowym nie stanowią depozytów i kredytów bankowych.

Stricte bankowe instrumenty finansowe rozpoznawalne są więc na gruncie prawa bankowego. Banki mogą posługiwać się nimi w realizacji swych celów komercyjnych uzyskując licencję na prowadzenie działalności operacyjnej. Instrumenty te podlegają ścisłej dyscyplinie regulacyjnej co oznacza, że są kontrolowane bezpośrednio przez władzę monetarną.

Rynkowe instrumenty finansowe natomiast to takie, które nie posiadają charakteru stricte bankowego. Pojawiły się w bankach w związku z nasilającą się deregulacją sektora finansowego i uniwersalizacją ich tradycyjnej działalności handlowej. Obejmują one wierzycielskie i kapitałowe instrumenty pozabankowe przyjmujące zwykle postać papierów wartościowych, chociaż w procesie nasilającej się globalizacji sektora

⁴ Rozdział 1.Art.3 Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości. Tekst jednolity nr 157, poz. 1119, nr 208, poz. 1540.

⁵ *Ibidem*.

⁶ Red. Z. Krzyżkiewicz, W. L. Jaworski, M. Puławski, R. Walkiewicz, *Leksykon Bankowo-Giełdowy*. Poltext, Warszawa 2006, s. 188.

finansowego występują również pod postacią różnych form hybrydowych. Cechą charakterystyczną tych instrumentów finansowych jest ich zbywalność i obrotowość. Zbywalność instrumentu finansowego jest pojęciem węższym od obiegowości wyraża bowiem sposób przenoszenia prawa z instrumentu finansowego na inne osoby w dobrej wierze. Obiegowość natomiast odnosi się do takiego ukształtowania sytuacji prawnej wierzyciela, która sprzyja prawnej mobilności i atrakcyjności instrumentu finansowego, a także związanego z nim prawa odsuwając ochronę prawną dłużnika na dalszy plan⁷. Cechy te nadają instrumentom finansowym charakteru rynkowego. Oznacza to, że przekazywanie praw wynikających z danego instrumentu finansowego dokonuje się pod wpływem ich rynkowej wyceny, a zatem pod wpływem kształtującego się na nie popytu i podaży. Instrumenty te mogą zatem posiadać cenę rynkową wyższą lub niższą od ich wartości wewnętrznej. Przekazywane natomiast na rynku niezależnie od sytuacji prawnej dłużnika jako aktywa finansowe (inwestycje) są zdolne do samokreacji. Wysoka wartość aktywów finansowych uprawnia bowiem do powstawania nowych form zobowiązań finansowych między uczestnikami kolejnych kontraktów finansowych. W tej sytuacji rynkowe instrumenty finansowe mogą nie posiadać swego pokrycia w kontrolowanej przez banki centralne bazie monetarnej.

Rynkowe instrumenty finansowe pojawiły się w sektorze bankowym wraz z jego deregulacją. Początkowo występowały w postaci papierów wartościowych. Współcześnie obejmują bardzo rozbudowaną grupę instrumentów finansowych o różnym stopniu ich innowacyjności. W momencie pojawienia się globalnego kryzysu finansowego ważnymi rynkowymi instrumentami finansowymi o innowacyjnym charakterze były:

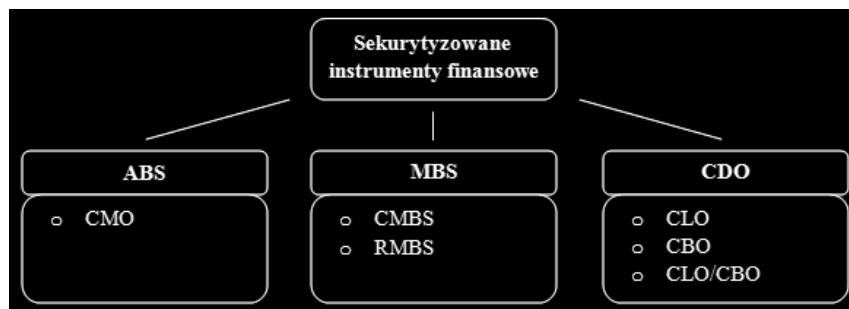
- instrumenty finansowe sekurytyzacji aktywów bankowych,
- kredytowe instrumenty pochodne.

Sekurytyzacja stała się procesem upłynniania aktywów bankowych, a zatem uwalniania ich należności kredytowych umożliwiając podobnie, jak w innych podmiotach gospodarczych pozyskiwanie krótkoterminowych źródeł finansowania ich dalszej działalności operacyjnej. Sprzedawane lub też jedynie transformowane (subpartycypacja) aktywa bankowe zasadniczo przybierały postać kredytów hipotecznych lub kredytów potocznie określanymi konsumentami. Na ich bazie w drodze przekształceń w transze, procesów nadzabezpieczenia i ratingu emitowane były papiery wartościowe lub inne formy rynkowych instrumentów finansowych o różnych rozwiązaniach strukturalnych. Przyjmując za kryterium podziału rodzaj aktywów bazowych stanowiących zabezpieczenie transakcji sekurytyzacyjnej można je podzielić na: (por. schemat 1)

MBS (*Mortgage Backed Securities*) są najstarszymi formami emisji instrumentów finansowych zabezpieczanych na kredytach hipotecznych nie wymagających obecności spółki celowej. Konstrukcja formalna MBS ogranicza koszty emisji długu i ich rentowność. Papiery wartościowe typu MBS mają swe zalety inwestorskie, które można sprowadzić do prostych i w miarę bezpiecznych spłat wynikających z nich należności. Emisja MBS

⁷ Bączek M., Koziański M.H., Michalski M., Pyziół W., Szumański A., Weiss I., *Papiery wartościowe*, Zakamycze, Kraków 2000, s. 51-52.

nie chroni jednak inwestora przed ryzykiem aranżera. W sytuacji upadłości emitenta pula sekurytyzowanych wierzytelności wchodzi do masy upadłościowej. Wspomniane ryzyko aranżera można ograniczyć, ale nadal jest ono wyższe niż w przypadku ABS, a zatem typowych papierów wartościowych sekurytyzacji aktywów⁸.



Schemat 1. Instrumenty finansowe sekurytyzacji aktywów bankowych

Źródło: Opracowanie własne.

Instrumenty typu MBS biorąc pod uwagę rodzaj nieruchomości obciążonej hipoteką można podzielić na:

- CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*) –instrumenty finansowe zabezpieczone hipoteką na bazie nieruchomości generujących stałe przychody, np.: szpitale, hotele, restauracje;
- RMBS (*Residual Mortgage Backed Securities*) zabezpieczone na nieruchomościach, które nie generują swoim właścicielom wpływów pieniężnych⁹.

ABS (*Asset Backed Securities*) to obligacje zabezpieczone aktywami o stałym dochodzie¹⁰. Nie tworzą one homogenicznej grupy pod względem aktywów stanowiących ich zabezpieczenie. Klasyczną formą tradycyjnych ABS są tzw. obligacje zabezpieczone hipotecznie (*CMO-Collateralized Mortgage Obligations*)¹¹. Stanowią one połączenie w jedną pulę różnych emisji hipotecznych listów zastawnych. W przypadku CMO inwestor nie ma więc zagwarantowanej stopy zwrotu ani długości okresu trwania obligacji¹².

W bankach CMO są zobowiązaniami o zmiennej stopie procentowej, które stanowią dodatkowy instrument zabezpieczania przed ryzykiem stopy procentowej. Dlatego też podstawowym motorem rozwoju ich rynku są banki inwestycyjne, które dokonują emisji CMO¹³.

⁸ Red. I. Pyka, *Przesłanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*. Prace naukowe AE Katowice, Katowice 2003, s. 31.

⁹ S. Gudkova, *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*. WSPiZ im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002, s. 57.

¹⁰ Red. I. Pyka, *Przesłanki...*, op. cit., s. 31.

¹¹ *Ibidem*, s. 32.

¹² A. Kosiński, *Sekurytyzacja aktywów na świecie i w Polsce*. BMiB, Warszawa 1997, s. 61-63.

¹³ A. Kosiński, *Sekurytyzacja...*, op. cit., s. 64.

Drugą grupą instrumentów finansowych powstałych w wyniku sekurytyzacji aktywów są CDO (*Collateralized Debt Obligations*). Stanowią one papiery wartościowe oparte na długu, podobnie jak ABS, ale inicjatorem ich emisji jest zwykle instytucja finansowa – bank¹⁴. Podstawową różnicą między tradycyjnymi ABS a CDO jest pula wierzytelności przeznaczonych do sekurytyzacji. Portfel bazowy ABS składa się z około tysiąca jednostkowych kredytów, zaś w przypadku CDO wielkość ta waha się w przedziale od 200 do 300¹⁵. CDO są zatem bardziej ryzykownymi inwestycjami niż ABS. CDO są ponadto instrumentami finansowymi występującymi w różnej postaci (por rys. 1). O ile CBO można uznać za relatywnie bezpieczne rynkowe instrumenty finansowe to przy CLO zarówno sposób organizacji spółki celowej, jak też same transe sekurytyzacji generują różny poziom ryzyka inwestycyjnego. Spółka celowa w emisji CLO jest zwykle zorganizowana w formie funduszu rewalwingowego, co umożliwia aranżerowi ciągłe wnoszenie aktywów i emisję kolejnych tranzy instrumentów. Wyróżnia się dwa też rodzaje CLO¹⁶.

Skomplikowaną konstrukcją charakteryzują się tzw. strumieniowe CDO. Instrumenty te określane CLO/CBO mają arbitrażowy charakter, a zatem ich emisje są przeprowadzane w celach spekulacyjnych. Płatności ich kuponów oraz nominału pochodzą ze spłat kuponów i nominałów aktywów bazowych, co sprawia, że czynnikiem ryzyka dla inwestorów jest terminowość spłat z aktywów bazowych.

Z czasem pojawiły się w ramach sekurytyzacji aktywów nowe instrumenty finansowe o różnych ustrukturyzowanych formach. Do najważniejszych z nich można zaliczyć:

- Syntetyczne instrumenty finansowe typu CLO/CMO,
- Asset Backed Commercial Papers,
- Stripped Mortgage Backed Securities¹⁷.

Syntetyczne CDO różnią się od tradycyjnych instrumentów pod wieloma względami. Przede wszystkim w ich konstrukcji w celu transferu ryzyka związanego z wierzytelnościami wykorzystuje się kredytowy kontrakt zamiany. Może to być swap całkowitego dochodu (*TRS-Total Return Swap*), swap typu CDS (*Credit Default Swap*) lub CLN (*Credit-linked Note*). Należy przy tym podkreślić, że rodzaje syntetycznych CDO też mogą być różne (np. bilansowe i arbitrażowe).

Asset Backed Commercial Papers reprezentują krótkoterminowe papiery wartościowe oparte na różnego rodzaju aktywach począwszy od należności z kart kredytowych, pożyczek samochodowych, wierzytelności leasingowych, a skończywszy na papierach wartościowych¹⁸. *Stripped Mortgage Backed Securities* z kolei emitowane są z wykorzystaniem różnych procedur prowadzących do ich daleko posuniętych różnic formalnych sprzyjających różnicowaniu generowanego w nich ryzyka inwestycyjnego.

Kredytowe instrumenty pochodne należą natomiast do ważniejszych innowacji na światowym rynku finansowym. Zostały one wprowadzone po raz pierwszy w 1992 r.

¹⁴ M. Borek, *CDO – najbardziej „bankowe” instrumenty sekurytyzacji*, „Bank” 2001, nr 10, s. 62.

¹⁵ A. Waszkiewicz, „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, „Bank i Kredyt” 2004, nr 4, s. 28.

¹⁶ K. Matthews, J. Thompson, *Ekonomika bankowości*. PWE, Warszawa 2007, *op. cit.*, s. 162.

¹⁷ S. Gudkova, *Sekurytyzacja...*, *op. cit.*, s. 68.

¹⁸ A. Waszkiewicz, *Papierowe...*, *op. cit.*, s. 28.

przez bank amerykański, Bankers Trust. Ich pojawienie się należy uznać za logiczną konsekwencję rozwoju technik sekurytyzacyjnych i kontraktów pochodnych. Kredytowe instrumenty pochodne pozwalają wyizolować specyficzne ryzyko związane z daną firmą poprzez rozbicie danego instrumentu dłużnego na części składowe. Następnie umożliwiają transfer każdego rodzaju ryzyka do podmiotu, który skutecznie go zniweluje¹⁹. Do podstawowych pochodnych kredytowych zalicza się:

- Swapy kredytowe
- Swapy całkowitego przychodu
- Opcje kredytowe
- Opcje z opcją kredytową
- Struktury egzotyczne

Globalny kryzys finansowy pokazał, że wszystkie rynkowe instrumenty finansowe generują we współczesnym systemie bankowym wysokie ryzyko inwestycyjne pomimo to banki chętnie je wykorzystują w swej działalności operacyjnej.

3. PRZESŁANKI I SKALA ZAANGAŻOWANIA BANKÓW W RYNKOWE INSTRUMENTY FINANSOWE

Motives and level of dedication towards
financial market instruments in modern banks

Istnieje wiele przesłanek angażowania się banków w rynkowe instrumenty finansowe. Mają one pochodzenie systemowe wynikające z poziomu umiędzynarodowienia sektorów bankowych, wzrostu stopnia deregulacji instytucji kredytowych w globalnej gospodarce światowej, swobodnego przepływu kapitału finansowego, czy rosnącej konkurencji wewnętrznej i zewnętrznej banków. Banki w zmieniającym się otoczeniu poszukują właściwego dla siebie miejsca kierując się motywami komercyjnymi. Komercyjność banku stała się bowiem w erze globalizacji gospodarki światowej jego ważną cechą. Współczesny bank zatracił charakter tradycyjnego pośrednika finansowego kierującego się bezpieczeństwem lokacyjnym. Wynika to z faktu, że idea banku jako instytucji zaufania publicznego przekształciła się w ideę wartości dla akcjonariusza (*shareholder value*) ukierunkowaną na krótkoterminową zyskowność. Banki przestają się zatem interesować potrzebami swoich klientów podporządkowując je żądaniom finansowym ich właścicieli. Proces ten jest efektem szybko postępującej finansyzacji gospodarki globalnej, która wywołuje daleko idące zmiany w sferze zarządzania i własności przedsiębiorstw bankowych. Tradycyjna formuła gospodarowania kapitałem bankowym „zatrzymuj i inwestuj” przekształca się w regułę „ograniczaj/koszty i dystrybuuj/dywidendę”.

Rynkowe instrumenty finansowe sprzyjają silnej i szybkiej komercjalizacji sektora bankowego, pomnażają ich zyski i zwiększają wartość rynkową banku dla akcjonariuszy.

¹⁹ A. Kasapi, *Kredytowe instrumenty pochodne: charakterystyka, rodzaje i zasady obrotu*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, *op. cit.*, s. 12.

Banki wykorzystują papiery wartościowe jako substytuty swych aktywów i pasywów. Ich zastosowanie miało głównie na celu zwiększenie elastyczności zarządzania kapitałem bankowym. Bankowe papiery wartościowe likwidowały asymetrię czasową w pozyskiwaniu bazy depozytowej celem rozszerzenia akcji kredytowej. Wywoływały też efekt substytucyjny zwiększając efektywność inwestowanego kapitału bankowego.

Banki angażujące się na rynku papierów wartościowych zgodnie z obowiązującymi je regulacjami ostrożnościowymi są zobowiązane do zabezpieczenia wynikającego z nich ryzyka rynkowego kapitałem własnym. Globalny kryzys finansowy pokazał jednak, że nawet uznawane za bardzo bezpieczne skarbowe papiery wartościowe mogą generować nieprzewidywalne ryzyko bankowe. W warunkach globalnego kryzysu finansowego wzrosło bowiem zadłużenie wielu państw gospodarki światowej wskutek szeroko rozbudowanych pakietów pomocowych rządów wobec sektora bankowego i gospodarki zmieniając rating i wartość rynkową wygenerowanego z nich długu publicznego. Wskutek trudnej sytuacji instytucji kredytowych w Islandii rząd tego państwa dotychczas o wysokim poziomie dobrobytu społecznego i perspektyw rozwojowych ogłosił upadłość finansową. Nieprzewidywalną okazała się sytuacja Grecji, w której zadłużenie państwa na skutek wielu przyczyn spowodowało poważne obawy inwestorów (w tym banków strefy euro) o możliwość wykupu emitowanych celem jego pokrycia obligacji. Podobną może okazać się w sytuacji Hiszpanii, Portugalii i Irlandii. Obawa o euro a w konsekwencji w sytuacji bez wyjścia powołanie przez Eurosystem Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego uspokoiło rynki finansowe. Przywrócenie zaufania do państw strefy euro żyjących „na kredyt” wymaga jednak poważnych reform, co nie jest proste. Dlatego obligacje skarbowe po okresie kryzysu globalnego przez dłuższy czas nie będą tak bezpiecznymi aktywami finansowymi jak zwykle się dotychczas uważać.

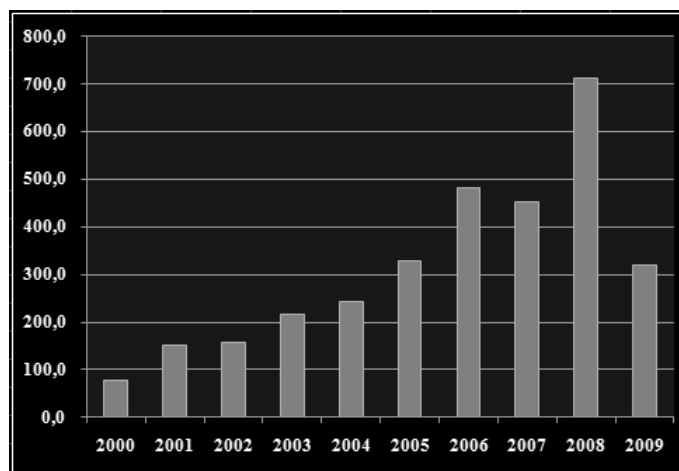
Wysokie ryzyko bankowe mogą powodować instrumenty kapitałowe nabywane do portfela bankowego i handlowego tradycyjnych pośredników finansowych. W bankach są to głównie akcje, które w okresie kryzysu globalnego zostały w sposób niewyobrażalny przecenione. Przyczyny tej sytuacji były złożone choć bezpośrednio wynikały z upadku wielu międzynarodowych instytucji finansowych. Kryzys giełdowy spowodował jednak, że w sektorze bankowym pojawiło się nie tylko ryzyko obniżenia dochodu inwestycyjnego, ale również poważna obawa o tzw. wrogie przejęcie. Struktura akcjonariatu bankowego i tak wskutek kryzysu globalnego poważnie zmieniła się. Wiele banków zostało znacjonalizowanych, wiele mniejszych upadło.

Głównym motywem emisji ABS z kolei było tańsze finansowanie i poprawa płynności banków. Emisja bardziej skomplikowanych CDO sprzyja natomiast:

- osięganiu przez banki wymogów kapitałowych,
- realizacji efektów arbitrażowych, czyli zysków z różnicy między oprocentowaniem aktywów bazowych a CDO,
- zapewnieniu ciągłości refinansowania,
- płynnemu zarządzaniu ryzykiem oraz kosztem pozyskanych funduszy²⁰.

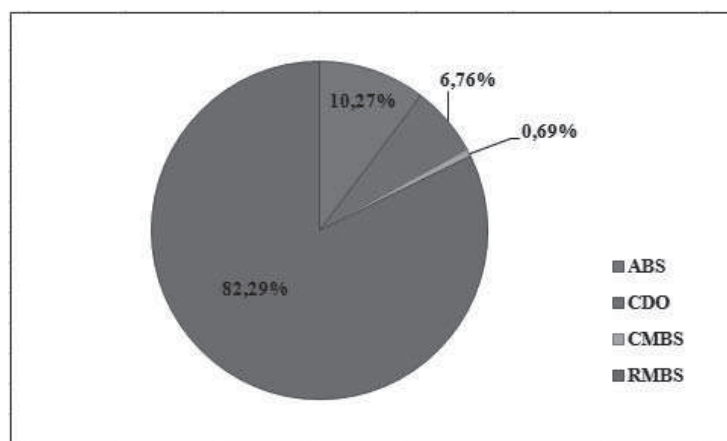
²⁰ M. Borek, *CDO...*, *op. cit.*, s. 62.

Schemat 1 przedstawia wielkość emisji ABS, MBS i CDO łącznie w Europie na przestrzeni dziesięciu lat. Począwszy od 2000 r. można zaobserwować systematyczny wzrost zainteresowania tą techniką finansowania podmiotów. W 2007 r. ze względu na kryzys na rynkach finansowych operacje w ramach sekurytyzacji nieznacznie się obniżyły. Z kolei, 2008 rok przyniósł dynamiczny wzrost wielkości przeprowadzonych emisji sekurytyzowanych papierów wartościowych, która ostatecznie wyniosła 711,3 bln EUR.



Rys. 1. Wielkość rynku sekurytyzacji w Europie w latach 2000-2009 (w bln EUR)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Securitisation Data Report Q3:2009 (dane pozyskane ze strony internetowej www.afme.eu).



Rys. 2. Sekurytyzacja w Europie w 2008 r. wg rodzaju aktywów bazowych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Securitisation Data Report Q3:2009 (dane pozyskane ze strony internetowej www.afme.eu).

Jeśli chodzi o strukturę przeprowadzanych emisji, to w 2008 r. dominowały emisje RMBS (por. rys. 2). Stanowiły one 82,29% wartości wszystkich emisji. Dość często wykorzystywano także emisje ABS – w 2008 r. stanowiły 10,27% wszystkich emisji. Opierając się na danych kwartalnych można już zaobserwować znaczącą zmianę preferencji w zakresie dokonywanych emisji w 2009 r. Większego znaczenia zaczynają nabierać emisje CDO (po 3 kwartałach stanowią 23,80% wartości wszystkich emisji), kosztem spadku emisji RMBS (stanowią one odpowiednio 59,12%)²¹.

Kredytowe instrumenty pochodne natomiast są w bankach komercyjnych wykorzystywane do:

- obniżenia poziomu kapitału regulacyjnego,
- zarządzania pozycjami w bilansie,
- zarządzania liniami kredytowymi,
- redukcji ryzyka,
- zabezpieczania portfela inwestycyjnego²².

Bardzo istotnym obszarem zastosowania derywatów kredytów jest ich użycie w celu zmniejszenia wymogów dotyczących kapitału regulacyjnego. Zawarcie pochodnej transakcji kredytowej z bankiem umożliwia uzyskanie 80-procentowej ulgi w kapitale regulacyjnym a ponadto bank wyprowadzając ryzyko kredytowe ze swojego portfela jednocześnie dokonuje arbitrażu na kapitale regulacyjnym, zwiększając zwrot z kapitału własnego²³.

Najbardziej bezpośrednią konsekwencją wykorzystania pochodnego instrumentu kredytowego jest zredukowanie lub nawet wyeliminowanie ryzyka kredytowego. Użycie derywatu kredytowego powoduje także zmiany w wielkości zaangażowanego kapitału regulacyjnego, ekonomicznego, stopach rentowności, a także w ocenie ratingowej jakości kredytowej aktywów bankowych. Derywaty kredytowe umożliwiają też zabezpieczenie ryzyka kredytowego składnikami aktywów na czas krótszy od jego terminu zapadalności.

Jednakże najważniejszym obszarem zastosowań derywatów kredytowych jest zarządzanie portfelowym ryzykiem kredytowym. Umożliwiają one bowiem sprzedaż ryzyka związanego z tradycyjnie obsługiwanymi klientami i nabywanie zagrożeń nieskorelowanych lub nisko skorelowanych z dotychczas istniejącymi.

Pochodne instrumenty kredytowe można wykorzystać także w przypadku, gdy skończyły się limity zaangażowania banków wobec dobrych klientów. Derywaty kredytowe umożliwiają również czerpanie korzyści płynących ze specjalizacji oraz do zapewnienia bezpieczeństwa banku poprzez rozproszenie podejmowanych działań inwestycyjnych.

Ponadto, derywaty kredytowe pozwalają bankom na zajęcie długiej pozycji w zakresie ryzyka kredytowego danego instrumentu (swap kredytowy) lub długiej pozycji w odniesieniu do danego instrumentu (swap całkowitego przychodu). W operacjach pozabilansowych banków są one korzystne, gdyż:

²¹ Securitisation Data Report Q3:2009 (dane pozyskane ze strony internetowej www.afme.eu).

²² A. Kasapi, *Kredytowe...*, op. cit., s. 19, 22.

²³ M. Pawliszyn, *Rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 11-12, op. cit., s. 5.

- nie wymagają ponoszenia kosztów operacyjnych i marketingowych związanych z aktywem bilansowym,
- nie powodują sprzeczności między zarządzaniem ryzykiem finansowym a kształtowaniem relacji z klientami,
- umożliwiają pełniejsze wykorzystanie infrastruktury wyceny ryzyka kredytowego przy ograniczonych źródłach finansowania nowych inwestycji bilansowych,
- zabezpieczenie w postaci derywatów kredytowych powoduje powstanie czystego ryzyka kredytowego (z wyjątkiem swapów całkowitego przychodu)²⁴.

Rynek derywatów kredytowych z powyższych powodów należy do najszybciej rozwijających się sektorów światowego rynku instrumentów pochodnych²⁵.

Derywaty kredytowe nie mają jeszcze zbyt długiej historii, wkroczyły już jednak w trzecie stadium swego rozwoju. Pierwsze na rynku instrumenty tego typu pojawiły się w postaci tzw. struktur defensywnych. W drugiej fazie rozwoju na rynku pochodnych instrumentów kredytowych dominowały swapy na zwrot całkowity oraz papiery dłużne indeksowane do zdarzeń kredytowych. Obecnie kredytowe instrumenty pochodne znajdują się w trzecim stadium swego rozwoju. Na rynku pojawiło się wielu nowych graczy – firm ubezpieczeniowych, reasekuracyjnych, funduszy hedgingowych oraz firm asset management. Cały czas pojawiają się nowe, bardziej wysublimowane formy derywatów kredytowych. Uważa się, że pojawienie się swapcji na zaprzestanie obsługi długu, a zatem instrumentu pochodnego wystawionego na instrument pochodny, może stanowić zwiastun wchodzenia w nowe stadium rozwoju tego rynku²⁶. Rosnące obawy o profil kredytowy niektórych banków na świecie spowodowały eksplozję popytu na derywaty kredytowe, gdyż „inwestorzy poszukiwali w ten sposób zabezpieczenia się przed możliwością niespłacania kredytów i ograniczania swoich ekspozycji wobec banków. Z pochodnych kredytowych korzystają również banki, uzyskując ochronę przed innymi bankami, które nie obsługują kredytów międzybankowych czy obligacji”²⁷. Rys. 3 wskazuje, że globalny rynek instrumentów pochodnych należał do najszybciej rozwijających się rynków finansowych ze wzrostem wartości nominalnej instrumentów pochodnych o około 640% w latach 1998-2007. Wśród pozagiełdowych instrumentów pochodnych najszybszy rozwój miał miejsce na rynku derywatów kredytowych, których wartość nominalna wzrosła o 800% w latach 2004-2007. Rozwój analizowanego rynku był na tyle szybki, że pod koniec 2007 r. wartość derywatów kredytowych przekroczyła wartość instrumentów pochodnych opartych na walutach, pomimo że rynek ten funkcjonował znacznie dłużej²⁸.

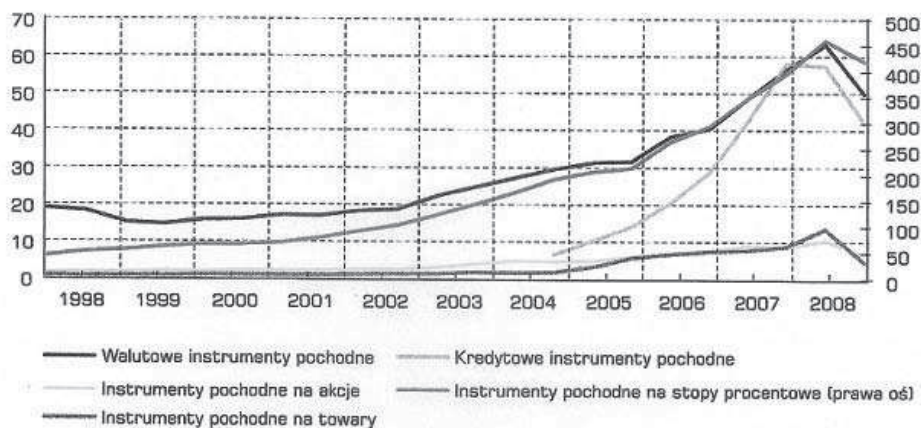
²⁴ K. Jackowicz, *Pochodne instrumenty kredytowe. Zastosowania pochodnych instrumentów kredytowych i związane z tym problemy*, „Bank i Kredyt” 2001, nr 4, s. 33-36.

²⁵ J. Zombirt, *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*, „Monografie i Opracowania” nr 508. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2002, s. 159.

²⁶ M. Pawliszyn, *Rozwój...*, *op. cit.*, s. 13.

²⁷ J. Zombirt, *Sekurytyzacja...*, *op. cit.*, s. 159.

²⁸ A. Głogowski, *Rola instrumentów pochodnych w kryzysie światowego systemu finansowego lat 2007-2009. Wybrane zagadnienia*, „Bank i Kredyt” 2010, nr 1, s. 3-4 (wkładka „Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce od A do Z”).



Rys. 3. Wartość nominalna istniejących instrumentów pochodnych na rynku pozagiełdowym według rodzaju instrumentu bazowego (w bln USD)

Źródło: A. Głogowski, *Rola instrumentów pochodnych w kryzysie światowego systemu finansowego lat 2007-2009. Wybrane zagadnienia*, „Bank i Kredyt” 2010, nr 1, s. 3 (włładka „Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce od A do Z”).

Rynek kredytowych instrumentów pochodnych od początku był rynkiem o charakterze globalnym. Jednakże głównymi uczestnikami tego rynku były największe banki inwestycyjne i komercyjne świata (por. rys. 4). Tak więc, pod względem sektorowym był to przede wszystkim rynek międzybankowy (na banki przypadało 95% łącznego obrotu na tym rynku).

Istnieje zatem wiele bardzo silnych powodów angażowania się banków w transakcje rynkowymi instrumentami finansowymi. Motywy te wynikają z uwarunkowań systemowych i zmian funkcjonowania współczesnego sektora bankowego. Skala pomocy skierowanej do sektora bankowego w okresie globalnego kryzysu finansowego w istocie swej wynikała z silnej hegemonii instytucji kredytowych ukierunkowanych na wartość dla akcjonariuszy. Stąd też zaangażowanie banków w rynkowe instrumenty finansowe nie gwarantuje wysokiej stabilności finansowej systemów bankowych.

SUMMARY

Our article focuses mainly on the issue of financial market instruments, that have become a source of a spreading „infection” in times of financial crisis. The main goal is a specific assessment of financial instruments usage motives as well as the level of modern banks dedication towards them. There are numerous reasons to believe that the global economy instability is merely an effect of unlimited abuse of such instruments in the banking sector, especially in relation to credit derivatives. Their common usage

facilitates a diffusion of financial risk outside of the banking system and has numerous effects on the whole sector as well as on global economy.

prof. AE dr hab. Irena Pyka, Akademia Ekonomiczna w Katowicach