

INSTYTUT GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

**Ryzyko na międzynarodowych
rynkach finansowych.**

**Elżbieta Chrabonszczewska
Aneta Waszkiewicz
Nr 302**

Warszawa 2010

Recenzent

Andrzej Kaźmierczak

*Prace i materiały Instytutu Gospodarki Światowej mają na celu pobudzenie do dyskusji,
wymiany informacji i uwag krytycznych*

SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA
KOLEGIUM GOSPODARKI ŚWIATOWEJ
INSTYTUT GOSPODARKI ŚWIATOWEJ
02- 521 Warszawa, ul. Rakowiecka 24
Tel (48 22) 564 93 70
Fax (48 22) 564 86 74
e-mail weri@sgh.waw.pl

Spis treści

Wprowadzenie.....	4
1. Charakterystyka współczesnych międzynarodowych rynków finansowych.....	4
1.1 Dynamika i rozmiar rynków finansowych.....	5
1.2 Wzrost niestabilności na rynkach finansowych.....	6
1.3 Ryzyko globalizacji dla stabilności międzynarodowych rynków finansowych.....	7
1.4 Nowe rodzaje ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych.....	12
2. Nowe instrumenty transferu ryzyka	13
2.1 Sekurytyzacja.....	18
2.2 Nowe instrumenty a kryzys finansowy subprime.....	23
2.3 Rozwój kryzysu.....	26
3. Instytucje i mechanizmy ograniczające ryzyko na rynkach finansowych.....	37
3.1 Międzynarodowe instytucje nadzoru.....	37
3.2 Ograniczenie ryzyka na rynkach finansowych.....	40
3.3 Propozycje zmian międzynarodowego systemu finansowego.....	43
Wnioski.....	46
Bibliografia.....	47

Wprowadzenie

Ryzyko na międzynarodowych rynkach finansowych istniało zawsze i nic nie wskazuje na to by problem ten został zlikwidowany. Wręcz przeciwnie, ryzyko na rynkach finansowych rośnie i co jakiś czas coraz boleśniej daje o sobie znać poprzez pojawiające się kryzysy finansowe. Celem badań jest identyfikacja nowych czynników zwiększających ryzyko na międzynarodowych rynkach finansowych oraz zbadanie możliwości ograniczania tego ryzyka.

Podstawową tezę badań jest twierdzenie, że globalizacja oraz nowe instrumenty finansowe występujące na jednych rynkach, ze względu na rosnącą współzależność rynków i instrumentów, powodują wzrost ryzyka na pozostałych rynkach. Dodatkowo wysunięta została teza że nowe instrumenty finansowe a zwłaszcza sekurytyzacja umożliwiają transfer ryzyka z jednych rynków na inne.

Inną tezę jest twierdzenie, że niezbędne są zmiany na międzynarodowych rynkach prowadzące do ograniczania ryzyka. Zmiany te powinny dotyczyć zarówno nowych instrumentów finansowych jak i działań międzynarodowych instytucji nadzoru.

Praca składa się z 3 części :

- w pierwszej została przedstawiona charakterystyka współczesnych międzynarodowych rynków finansowych, omówiono podstawowe rodzaje ryzyka destabilizacji rynków finansowych;
- w części drugiej dokonano analizy nowych instrumentów transferu ryzyka a zwłaszcza związanego z sekurytyzacją;
- trzecia część zawiera analizę roli instytucji ograniczających ryzyko i ostatnie działania dotyczące wyjścia z kryzysu.

1. Charakterystyka współczesnych międzynarodowych rynków finansowych

Podstawową funkcją rynków finansowych jest ułatwianie przepływu funduszy od tych, którzy posiadają nadwyżki środków pieniężnych do tych, którzy posiadają ich niedobór. W skali międzynarodowej mamy do czynienia z krajami, które posiadają nadwyżki w bilansie płatniczym, oraz wykazującymi deficyt bilansu płatniczego. Dzięki rynkom finansowym można dokonać transferu nadwyżki z krajów o dodatnim bilansem do krajów deficytowych.

Ważną funkcją rynków finansowych jest ustalenie ceny nowo emitowanych instrumentów finansowych, istniejących akcji i obligacji oraz aktywów finansowych.

Rynki finansowe pełnią funkcję informacyjną i agregacyjną i koordynacyjną, dzięki nim gromadzi się informacje o wartości aktywów finansowych i przepływie funduszy od pożyczkodawców do pożyczkobiorców.

Inną ważną funkcją rynków finansowych jest podział ryzyka, jego dywersyfikacja, grupowanie oraz transfer ryzyka od emitentów instrumentów finansowych do inwestorów.

Rynki finansowe zapewniają płynność aktywów, gdyż dzięki nim aktywa mogą być łatwo przekształcone w fundusze pieniężne.

Jednocześnie dzięki rynkom finansowym ogranicza się liczbę transakcji oraz zmniejsza koszt informacji co pozwala na wzrost efektywności gospodarki.

Współczesne międzynarodowe rynki finansowe mają coraz większe znaczenie w gospodarce światowej. Wynika to z kilku coraz wyraźniejszych trendów. Są to między innymi: znaczna dynamika rynków finansowych, wzrost współzależności między rynkami finansowymi i gospodarką światową, globalizacja rynków finansowych, internacjonalizacja biznesu i rynków a także wzrost ryzyka i niestabilności rynków finansowych

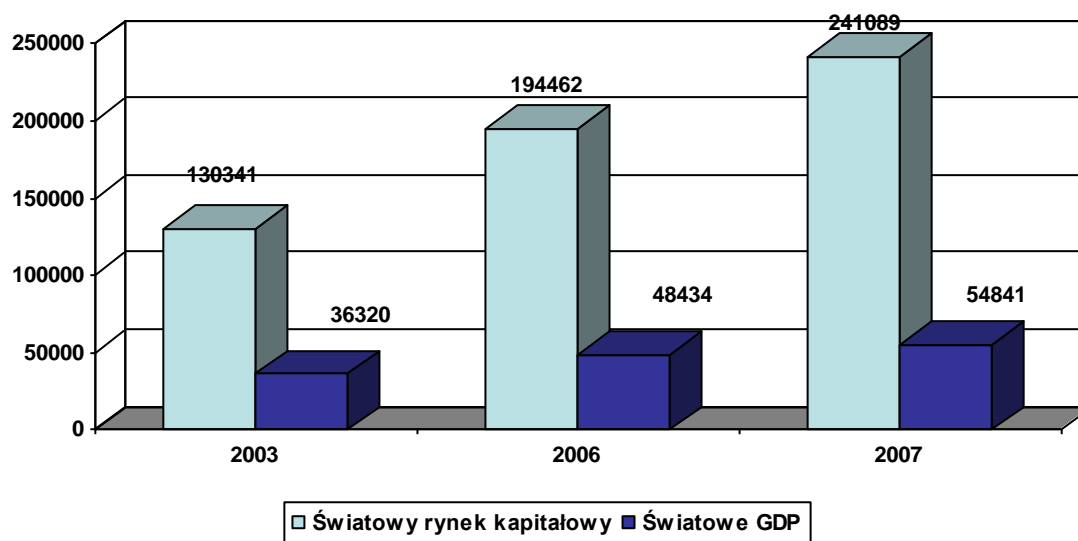
Dynamika i rozmiar rynków finansowych.

Współczesne międzynarodowe rynki finansowe charakteryzują się znacznym rozmiarem i dynamiką wzrostu w stosunku do światowego PKB.

O ile w 2003 roku relacja ta wynosiła 358,1% to w roku 2007 było to już prawie 440%. Co ilustruje wykres 1.

Wykres 1

Rozmiar globalnych rynków finansowych (kapitalizacja giełdowa, obligacje, aktywa bankowe) w stosunku do światowego GDP w mld USD. (W % relacja wartości rynków do GDP wynosiła ; w roku 2003 – 358,1%, w 2006 -401,2% w roku 2007- 439,6%)



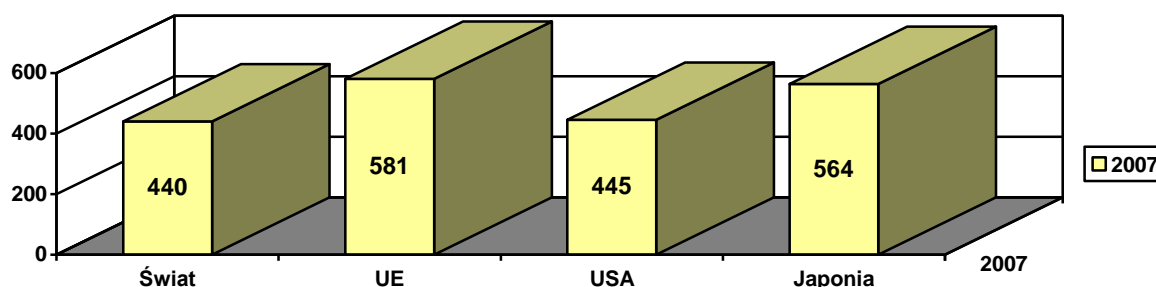
Źródło: Na podstawie: Global Stability Report IMF 2009 s.177

Naturalnie rozmiar i dynamika ta jest inna w krajach UE, Japonii oraz Stanach Zjednoczonych. Jak widać na wykresie 2 rozmiar rynków finansowych w stosunku do GDP w roku 2007 był największy w UE i wynosił 581%, na drugim miejscu plasuje się Japonia (564%) a na końcu Stany Zjednoczone (445%) co jest prawie zbliżone z średnią światową. Oznacza to, że w pozostałych krajach rozmiar rynków finansowych jest mniejszy niż w wymienionych wyżej.

Powstaje pytanie czy rozmiar rynków finansowych w stosunku do GDP zwiększa ryzyko na tych rynkach? Można powiedzieć ostrożnie, że na pewno ta relacja ma znaczenie. Nadmierny rozwój rynków w stosunku do rozmiaru GDP zwiększa wrażliwość realnej gospodarki na zmiany jakie mają miejsce w świecie finansów

Wykres 2

Rozmiar rynków finansowych (kapitalizacja giełdowa, obligacje, aktywa bankowe) w stosunku do GDP w %.



Źródło: jak na wykresie 1

Wysoka dynamika rynków finansowych powoduje powstawanie napięć pomiędzy sferą realną a sferą finansową. Ze względu na najwyższy rozmiar rynków finansowych UE może odczuć te dysproporcje bardziej niż Japonia czy Stany Zjednoczone.

Istniejąca dysproporcja w rozwoju rynków finansowych pomiędzy największymi potęgami światowymi stanowi więc pewien powód do niepokoju.

1.2. Wzrost niestabilności na rynkach finansowych

Po wydarzeniach z drugiej połowy lat 70. wzrosła niestabilność na rynkach finansowych. Wydarzenia te to załamanie się systemu z Breton Woods, kryzys naftowy, przejście z systemu stałych do płynnych kursów walutowych. Konsekwencją tego był wzrost ryzyka kursu walutowego, stóp procentowych oraz cen towarów i usług. To ryzyko dotyczyło zarówno przedsiębiorców jak i inwestorów. W tej sytuacji wzrosło zapotrzebowanie na szeroko rozumianą ochronę przed ryzykiem. Przed rokiem 70 funkcje ubezpieczyciela pełniło państwo, które utrzymywało stałe kursy walutowe i stopy procentowe. Potem ubezpieczenie przed ryzykiem musiały przejąć prywatne podmioty.

Niskie stopy procentowe, duża podaż kapitału oraz wzrost popytu na kapitał pożyczkowy po kryzysie naftowym spowodował wzrost zadłużenia międzynarodowego.

Po roku 1976 nastąpił wzrost różnego rodzaju instrumentów finansowych mających zabezpieczać przed ryzykiem. Instrumenty te nie tylko chroniły przed ryzykiem, ale też używane były do spekulacji co umożliwiło rozłożenie ryzyka. Uczestnicy rynku oceniali wahania kursów stóp procentowych i cen jako ryzyko, które trzeba ubezpieczyć. Jednak istnieli również spekulanci, którzy upatrywali w tych wahaniami możliwość osiągnięcia zysku.

W roku 1982 wybuch kryzys zadłużenia, którego skutkiem był rozwój wtórnego rynku długów oraz powstanie nowych technik restrukturyzacji zadłużenia jak np. wymiana zadłużenia między bankami, sprzedaż z dyskontem instrumentów dłużnych, konwersja długów zamiana długu na akcje. Kryzys zadłużenia zaliczany jest do kryzysów I generacji.

Po kryzysie zadłużenia nastąpił szereg kryzysów finansowych, które destabilizowały gospodarkę światową. Były to kryzysy II generacji, które m.in. dotknęły kraje UE w roku 1993. Kryzys ESW wiązał się ze spekulacją walutową.

Kolejna fala kryzysów dotknęła kraje azjatyckie w latach 1997-98. Były to kryzysy III generacji, które wiązały się z ucieczką kapitału z rynków azjatyckich a następnie z krajów Ameryki Łacińskiej.

Obecny kryzys subprime jest kryzysem IV generacji i ma charakter globalny. Łatwość przenoszenia kryzysów wynika m.in. z globalizacji gospodarki światowej, globalizacji rynków finansowych ich współzależności, rozwoju techniki komunikacji oraz rozwoju nowych instrumentów finansowych, a zwłaszcza sekurytyzacji.

Kryzysy mają coraz większy zasięg i wymagają coraz większych środków do ich zażegnania co potwierdza ostatni kryzys finansowy. Skutkiem ostatniego kryzysu jest również gwałtownie rosnący deficyt sektora publicznego co ilustruje poniższa tabela 1
Wzrasta ryzyko braku stabilności gospodarki światowej i rynków finansowych.

1.3 Ryzyko globalizacji dla stabilności międzynarodowych rynków finansowych

Globalizacja międzynarodowych rynków finansowych związana jest trzema grupami czynników bez których nie byłaby możliwa w obecnej skali. Są to:

- deregulacja rynków i usług finansowych
- postęp technologiczny umożliwiający monitorowanie światowych rynków, realizację transakcji, analizę korzyści i ryzyka
- wzrost instytucjonalizacji rynków finansowych¹

Dzięki globalizacji inwestorzy i pożyczkodawcy z różnych krajów mogą porównywać obligacje, akcje czy pożyczki dostępne na rynkach międzynarodowych z warunkami krajowej podaży tych instrumentów

Globalizacja obok korzyści niesie z sobą szereg zagrożeń w różnych dziedzinach.

Głównym ryzykiem globalizacji dla międzynarodowego systemu finansowego jest wzrost zagrożenia światowej stabilności finansowej.

Pojęcie stabilności finansowej

Od wczesnych lat 90 stabilność finansowa stała się przedmiotem szczególnej uwagi organizacji międzynarodowych i banków centralnych. Wiele z nich zaczęło publikować raporty dotyczące stanu stabilności finansowej w świecie i poszczególnych krajach. Stabilność finansowa obecnie określana jest jako dobro publiczne, o które powinni wszyscy dbać.

Stabilność finansowa w okresie globalizacji zmieniła swoje pierwotne znaczenie. Początkowo pojęcie to dotyczyło stabilności monetarnej rozumianej jako stałość cen lub braku inflacji czy deflacji . Stabilność finansowa jest pojęciem szerszym i nie ma jednej definicji. Jest też przedmiotem wielu dyskusji. W literaturze podkreśla się również związek między stabilnością finansową a monetarną a także dynamikę procesów finansowych, które powodują, że utrzymywanie stabilności wymaga ciągłej uwagi. Wiele z definicji ujmuje stabilność jako brak niestabilności czy zaburzeń. Sama niestabilność finansowa nie jest pojmowana w taki sam sposób.

F. Mishkin określa finansową niestabilność jako stan w którym ” szoki skierowane do systemu finansowego nakładają się na strumienie informacji w wyniku czego system finansowy nie może dłużej spełniać swoich funkcji jako sposób przekazu funduszy z zachowaniem inwestycyjnych korzyści” ²

W raporcie Bundesbanku znajduje się następująca definicja stabilności finansowej „ termin finansowa stabilność szeroko opisuje stan w którym finansowy system efektywnie realizuje

¹ Ch. J. Woelfel, Encyclopedia of Banking & Finance. Tenth Edition IRWIN. Chicago, London, Singapore 1994 s.521

² Mishkin F., Global Financial Instability : Framework, Events, Issues, Journal of Economics Perspectives ,Vol.13, 1999 s.7

swoje kluczowe funkcje jak alokacja zasobów, podział ryzyka, rozliczanie płatności, i jest zdolny to czynić w obliczu szoków, sytuacji napięcia i okresów gruntownych zmian”³

J. Schinasi przedstawia w swojej książce następującą definicję stabilności finansowej, która wydaje się wyczerpywać różne jej aspekty poruszone w poprzednich definicjach : „Stabilność finansowa jest to sytuacja w której system finansowy jest zdolny wypełniać swoje trzy podstawowe funkcje jednocześnie. Po pierwsze system finansowy jest efektywny i sprawnie ułatwia międzyokresowe alokacje zasobów od oszczędzających do inwestorów i alokacje ogólnych zasobów gospodarczych. Po drugie finansowe ryzyko terminowe jest określone i wycenione w sposób dokładny i jest relatywnie dobrze zarządzane. Po trzecie system finansowy jest w takiej kondycji, która pozwala w sposób sprawny i komfortowy absorbować finansowe i gospodarcze niespodzianki i szoki.”⁴

Dlaczego stabilność jest ważna? Utrzymywanie stabilności finansowej pozwala uniknąć kryzysów finansowych a także ograniczania aktywności gospodarczej, inwestycji zagranicznych, wysokiej inflacji, nadmiernych wahań stóp procentowych i kursów walutowych czy pogarszania poziomu życia.

Czynniki wzrostu ryzyka destabilizacji

Globalna gospodarka rynkowa posiada dynamikę rozwoju, która sama w sobie zawiera ryzyko destabilizacji wiążące się z nierównomiernością tempa wzrostu i zmianami w strukturze gospodarki i rynków finansowych. Jak pokazują ostatnie doświadczenia kraje i rynki są coraz bardziej powiązane. Trudności jakie pojawiają się w jednym kraju w określonym sektorze mogą łatwo przenosić się do innych dziedzin i przekraczać granice krajów. Ta współzależność rynków i krajów wraz ze wzrostem stopnia globalizacji będzie się również nasilać co oznacza wzrost ryzyka destabilizacji.

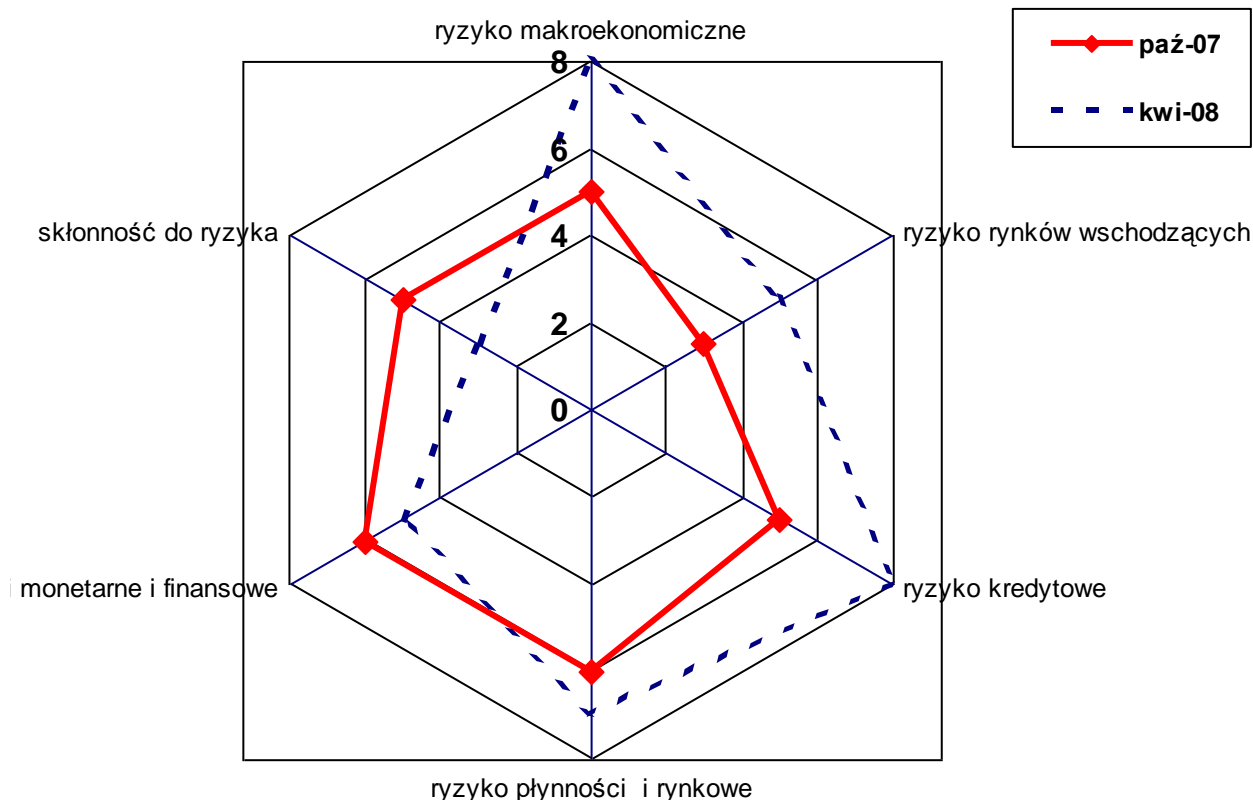
Analizy MFW wskazują, że ryzyko załamania stabilności globalnych rynków finansowych znacząco wzrosło. Jak widać z przedstawionej na wykresie 3 mapy globalnej stabilności finansowej, wszystkie czynniki określające stabilność finansową w ostatnim roku uległy pogorszeniu z czego najbardziej wzrosło ryzyko kredytowe oraz ryzyko makroekonomiczne.

³ Deutsche Bundesbank « Report on the stability of the German Financial System “ Monthly Report .December 2003 s.8

⁴ Schinasi J.G., Safeguarding Financial Stability IMF 2006 s.82

Wykres 3

Mapa globalnej stabilności finansowej



Źródło: Global Financial Stability Report IMF April 2009 s.2

Głównym powodem wzrostu ryzyka makroekonomicznego było osłabienie tempa wzrostu gospodarki światowej. Według szacunku World Economic Outlook z 2007 roku średnie tempo wzrostu spadnie z 5,1 % w 2006 roku do 4,1 % w roku 2008, natomiast w roku 2009 wyniesie 3,9 %⁵

Ostatnie szacunki KE wskazują, że kryzys jest głębszy niż początkowo sądzono a wyjście z kryzysu w krajach UE będzie miało miejsce dopiero pod koniec roku 2010. Chodzi tu o odwrócenie trendu spadkowego PKB w krajach UE.

Na spadek ten w roku 2008 złożyła się w znacznym stopniu recesja w krajach wysoko uprzemysłowionych a zwłaszcza załamanie gospodarki w Stanach Zjednoczonych Japonii i strefie euro, gdzie tempo wzrostu GDP spadnie z 2,8% w 2006 do 1,2% w roku 2009.

Należy dodać, że istotnym czynnikiem wpływającym na spadek wzrostu w Stanach Zjednoczonych była sytuacja na rynku kredytowym związana z rynkiem nieruchomości i załamaniem rynku sekurytyzacyjnego (patrz pkt 2)

Na tle słabnących gospodarek wyraźnie odcina się rosnące tempo wzrostu rynków wschodzących obejmujących grupę największego około 10% wzrostu (Chiny, Indie), znacznego aczkolwiek słabnącego 7,5% wzrostu krajów CIS i Rosji, wysokiego 6,8% wzrostu krajów Subsaharyjskich i Środkowego Wschodu, średniego wzrostu krajów ASEAN-5 oraz grupę umiarkowanego wzrostu krajów Centralnej i Wschodniej Europy i w końcu słabego wzrostu Brazylii i Ameryki Łacińskiej.

Do elementów ryzyka spadku światowego PKB należy zaliczyć: pogorszenie warunków finansowych, wzrost inflacji, wzrost cen ropy naftowej oraz globalną nierównowagę płatniczą. Systematyczne pogarszanie się sytuacji w globalnym bilansie płatniczym wpływa na wzrost ryzyka na różnych segmentach rynku finansowego.

⁵ World Economic Outlook Update. Global slowdown and rising inflation. IMF. July, 2008.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/update/02/index.htm>

Tabela 1

Globalne rachunki bieżące bilansu płatniczego w mld USD

Kraje	2000	2004	2006	2007	2008
Kraje uprzemysłowione	-263	-224	-525	-463	-464
Stany Zjednoczone	-417	-640	-812	-739	-615
Strefa euro c/	-35	97	-29	-30	-98
Japonia	120	172	170	213	193
Kraje wschodzące Azji					
Ameryka Łacińska	39	81	83	102	82
Centralna i Wschodn. Europa	-48	21	45	16	-14
Eksporterzy ropy	-31	-59	-91	-121	-150
Importerzy ropy	152	186	432	423	620
	-65	27,7	174	207	110

Źródło: World Economic Outlook Update. Global slowdown and rising inflation. IMF. July, 2008. s.258

Należy podkreślić, że wiele krajów uprzemysłowionych posiada deficyty obrotów bieżących, które ulegają od pewnego czasu pogorszeniu co widać z danych zawartych w tabeli 2.

Deficyt bieżący strefy euro w roku 2008 wyniósł -98 mld USD, gdy jeszcze trzy lata wcześniej kraje te miały nadwyżkę bilansu obrotów bieżących. Rekordy biją Stany Zjednoczone, których deficyt 417 mld USD w roku 2000 sięgnął kwoty aż 812 mld USD w roku 2006. Od roku 2007 deficyt ten stopniowo maleje i w roku 2008 przewiduje się spadek do – 615 mld USD.

Natomiast kraje eksportujące ropę od roku 2000 czterokrotnie zwiększyły nadwyżkę bilansu obrotów bieżących. Również kraje importujące ropę należące do tzw. rynków wschodzących poprawiły swoje saldo bilansu obrotów bieżących.

Dane z tabeli 2 wskazują na przesunięcie punktu ciężkości światowej równowagi płatniczej. Stały wzrost deficytu bilansu płatniczego Stanów Zjednoczonych, któremu towarzyszy rosnąca nadwyżka eksporterów ropy i krajów azjatyckich (Chiny) stanowi zagrożenie dla globalnej równowagi płatniczej.

Deprecjacja dolara, a drugiej strony aprecjacja walut o płynnym kursie stanowi dodatkowe zagrożenie tym bardziej, że w krajach o stałym kursie brak jest działań na rzecz przywrócenia równowagi.

Powyższy przegląd niektórych zagrożeń stabilności rynków finansowych będących skutkiem globalizacji prowadzi do wniosku, że niezbędne jest uświadomienie krajom konieczności wzięcia odpowiedzialności za istniejącą nierównowagę i podjęcia niezbędnych działań.

W 2006 roku MFW zainicjował Wielostronne Konsultacje nad Nierównowagą Globalną. Głównym ich celem była prezentacja szeregu wzajemnie połączonych planów nowej polityki adresowanej do pięciu najważniejszych krajów odpowiedzialnych za nierównowagę: USA, strefy euro, Japonii, Chin i Arabii Saudyjskiej. Plany te dotyczą ograniczenia deficytu bilansu płatniczego USA poprzez zwiększenie oszczędności krajowych i eksportu, wprowadzenia reform strukturalnych. Mają na celu zbilansowanie tempa wzrostu Chin poprzez wzrost konsumpcji krajowej, wzrost infrastruktury i wydatków socjalnych w Arabii Saudyjskiej, reformy pobudzające wzrost w Europie czy konsolidację fiskalną w Japonii.

Jednak pomimo tych działań globalna nierównowaga będzie się w dalszym ciągu utrzymywać a wzrost gospodarczy będzie się osłabiał. Jednym z powodów braku sukcesu jest utrzymujący się wzrost cen ropy naftowej, prowadzący do dalszego wzrostu nadwyżki krajów naftowych czy odsunięcie w czasie reform podatkowych w USA.

Zwiększenie ryzyka makroekonomicznego wpływa na ocenę ryzyka kredytowego. Ryzyko kredytowe „mierzy zmiany w jakości kredytu wpływające na potencjalne straty mające

istotne znaczenie dla ważnych systemowo instytucji finansowych”⁶. Wzrost ryzyka kredytowego to nie tylko skutek osłabienia wzrostu gospodarczego, ale efekt strat poniesionych na rynku kredytowym wpływających na jakość produktów finansowych związanych z rynkiem nieruchomości. Instytucje finansowe, które były gwarantem jakości instrumentów finansowych znalazły się w trudnej sytuacji wynikającej z pogarszającej się jakości tych instrumentów.

Chodzi tu o instrumenty sekurytyzacyjne związane z kredytami hipotecznymi. Wzrost ryzyka dotyczy również rynku obligacji, które gwarantowane są w znacznej części przez zagrożone instytucje finansowe. Kraje rynków wschodzących pomimo pewnej poprawy gospodarczej wciąż stanowią ryzyko dla rynków finansowych ze względu na dużą wrażliwość tych rynków oraz zbyt duże uzależnienie od kredytów zagranicznych co powodować będzie w przyszłości napięcia na rynku zamiany zadłużenia krótkoterminowego na długoterminowe (funding market). Silne związanie krajów rynków wschodzących z gospodarką krajów wysokouprzemysłowionych stanowi ryzyko załamania się ich gospodarek wraz z ograniczaniem wzrostu krajów rozwiniętych.

Jeżeli chodzi o ryzyko płynności i rynkowe to ostatnim czasie co również widać na wykresie 2 nastąpił wzrost tego ryzyka. Jak wykazują badania podjęte przez MFW napięcia na pieniężnym rynku międzybankowym spowodowały konieczność skoordynowanych interwencji banków centralnych. Działania te tylko złagodziły istniejące napięcia. Zmienność ryzyka jak również duża wrażliwość instrumentów finansowych powoduje, że inwestorzy szukając dobrej lokaty sprzedają instrumenty niepewne co powoduje spadek ich cen oraz dalszą utratę zaufania.

Powyższe czynniki osłabiły u inwestorów skłonność do ryzyka i chęć nabywania niepewnych instrumentów finansowych.

Co do warunków monetarnych i finansowych jakie ostatnio panują na rynkach to należy zwrócić uwagę na spadek realnych krótkoterminowych stóp procentowych, będących skutkiem działań banków centralnych i rozluźnienie polityki monetarnej. Jednak pomimo rozluźnienia polityki monetarnej warunki na rynku kredytowym oraz rynku zamiany krótkoterminowego zadłużenia na długoterminowe uległy pogorszeniu. Oznacza to trudniejszy dostęp do kredytów dla firm i gospodarstw domowych.

Na podkreślenie zasługuje również rosące zagrożenie ze strony centrów offshore⁷ wraz z postępowaniem globalizacji. Początkowo centra finansowe offshore nie miały większego znaczenia dla stabilności międzynarodowego systemu finansowego gdyż przepływy finansowe były tam niewielkie. Ryzyko związane z funkcjonowaniem centrów finansowych offshore wzrastało wraz ze wzrostem aktywności i integracji rynków finansowych oraz wzrostem operacji finansowych przeprowadzanych w tych centrach.

Rozwinęły się zwłaszcza bankowe centra offshore, które z czasem zaczęły stanowić zagrożenie dla stabilności międzynarodowego systemu finansowego.

Obecnie największym centrum bankowości międzynarodowej jest Karaibskie centrum offshore obejmujące Bahama, Bermudy, Wyspy Kajmany i Panamę. Udział banków międzynarodowych w międzynarodowych kredytach wynosi w tych krajach ponad 90 %.

Na drugim miejscu plasuje się Azjatyckie centrum offshore (Hong-Kong SAR i Singapur) gdzie ten wskaźnik wynosi 75%. Oba te centra pełnią ważną rolę w dystrybucji strumieni finansowych pomiędzy regionami. Centra W. Brytanii i Stanów Zjednoczonych w dalszym ciągu utrzymują swoją znaczącą pozycję, jednak wyraźnie widać, że małe niedawno nie znaczące rynki stały się wiodącymi rynkami bankowymi. Co do bankowego rynku europejskiego to stanowi on ważny rynek międzybankowy dla efektywnej alokacji płynności.

⁶ Global Financial Stability Report, IMF April 2008 s.3

⁷ Słowo offshore (poza kontynentem) dotyczyło najpierw wysp wzdłuż Ameryki i Europy oferujących niskie podatki i ułatwienia w rejestracji działalności. Offshore – overseas w jęz. angielskim używane było w sensie poza wyspami brytyjskimi. Określenia offshore w sensie obecnym zaczęto używać w USA w latach 30.

Jako międzynarodowe centrum bankowe nie pełni wiodącej roli. Znaczenie Japonii jako rynku międzybankowego i międzynarodowego maleje.⁸

Centra offshore są trudne do porównania i klasyfikacji z uwagi na duże różnice w wielkości, położenia geograficznego, poziomu PKB czy dominującej działalności. Jeżeli spojrzymy na rodzaje działalności to prowadzona jest tu: działalność bankowa, działalność ubezpieczeniowa, spółki międzynarodowe. W centrach offshore obecne są również fundusze lokacyjne, prowadzona jest działalność powiernicza i działalność armatorska. Najmniej jest reprezentowana tu działalność giełdowa.

Najczęściej wymienianym zagrożeniem wiążącym się z rozwojem centrów finansowych offshore to możliwość destabilizacji międzynarodowego systemu walutowego wynikająca ze wzrostu strumieni finansowych przepływających przez te centra. Obecnie wartość depozytów bankowych przekracza 1300 mld USD. Ponad 60% aktywów finansowych zarządzanych jest przez centra. Bankowe centra offshore obsługują 20% bankowych przepływów transgranicznych i gromadzą prawie połowę wszystkich aktywów transgranicznych.

Innym zagrożeniem jest ucieczka podatkowa i przestępstwa podatkowe.

Zagrożeniem są również kryzysy bankowe spowodowane upadkiem banków offshore np. upadek Bank of Credit and Commerce International. Koncentracja aktywów w bankach offshore to ryzyko dla banków krajowych.

Rozmiar prania kapitałów w centrach offshore oceniany jest od 2 do 5% światowego PKB. Centra są oskarżane również o finansowanie terroryzmu.

Wymienione wyżej zagrożenia były powodem szeregu działań środowiska międzynarodowego mających ocenić stopień zagrożeń i podjęcia akcji przeciwdziałających.

Współczesny międzynarodowy rynek bankowy różni się od rynku lat 80. jest on poddany zwiększonej presji konkurencyjnej wynikającej z globalizacji, deregulacji, zmian technologii, nowych instrumentów finansowych oraz firm niebankowych oferujących usługi finansowe. Tradycyjna bankowość straciła swoją monopolistyczną pozycję na rynku finansowym. Do spadku jej znaczenia przyczyniły się innowacje finansowe.

Najważniejsze innowacje konkurujące z tradycyjnymi usługami bankowymi to: fundusze powiernicze, obligacje śmieciowe, wzrost rynku papierów komercyjnych oraz sekurytyzacja czyli zamiana pożyczek bankowych i innych aktywów na papiery wartościowe. Innowacje te z uwagi na ich elastyczność, większe bezpieczeństwo zaczęły wypierać tradycyjne usługi bankowe z rynku.

Utrata konkurencyjnej przewagi zwłaszcza w tradycyjnych usługach zmusiła banki do szukania nowych strategii rozwoju zarówno na rynkach krajowych jak i międzynarodowych. Najczęściej wybierana strategią była strategia konsolidacji.

Rynki finansowe reagowały na zmiany otoczenia i wzrostem ryzyka integracją gospodarczą, walutową, falą fuzji i przejęć w sektorze gospodarczym i finansowym. Podobne zjawiska chociaż o różnym natężeniu i skali miały miejsce na globalnych rynkach międzynarodowych w Europie i Polsce.

1.4 Nowe rodzaje ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych

Jest wiele rodzajów ryzyka jakie występują na międzynarodowym rynku finansowym. Tradycyjne podejście wyróżnia ryzyko finansowe, operacyjne i strategiczne a także ryzyko kraju.

Nowe rodzaje ryzyka związane są z nowymi instrumentami finansowymi ale także zmianami jakie mają miejsce w naturalnym środowisku. Chodzi tu o ryzyko związane z gwałtownymi zmianami klimatu np. spadek poziomu wód gruntowych, gwałtowne opady, tsunami, trzęsienia ziemi. Innym zagrożeniem są epidemie zwierząt hodowlanych jak choroba wściekłych krów, ptasia grypa czy świńska grypa.

⁸ Por. BIS 77th Annual Report. s.135

Szczególnym zagrożeniem są zamachy terrorystyczne, których skutki mają wymiar globalny.

Te nowe ryzyka wymagają nowych instrumentów zabezpieczających. Instrumenty te są związane z rynkiem ubezpieczeń. Na przykład rynek Catex który powstał w latach 90. Handluje się tu pakietami o wartości 10 miliardów dolarów, które noszą nazwę standardowych jednostek ekspozycji na katastrofy naturalne. Inną innowacją są obligacje indeksowane „catbonds” handlowane na giełdzie w Chicago. CBOT. Pojawiły się również opcje na indeksy katastroficzne.

2. Nowe instrumenty transferu ryzyka

Podstawową cechą „nowych instrumentów finansowych”, które w momencie pojawienia się kryzysu na rynku finansowym w 2007r. zostały uznane za głównych jego „winowajców”, jest transfer ryzyka. Jednakże należy podkreślić, iż przenoszenie ryzyka za pomocą instrumentów finansowych nie jest niczym nowym. Od szeregu lat wykorzystuje się polisy ubezpieczeniowe, gwarancje bankowe, czy poręczenie wekslowe do zabezpieczania przed pojawieniem się określonego ryzyka. Stąd też instrument transferu ryzyka należy zdefiniować jako umowę między podmiotem sprzedającym ryzyko (kupującym ochronę przed ryzykiem) i kupującym- przejmującym ryzyko (sprzedającym ochronę przed ryzykiem). Ryzyko jako przedmiot umowy transferu, rozumiane jest tu jako niekorzystne zdarzenie najczęściej o charakterze kredytowym.

Cechą odróżniającą tzw. nowe instrumenty transferu ryzyka od instrumentów tradycyjnych jest fakt, iż mogą być one przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, a jednocześnie stanowić podstawę do emisji kolejnych instrumentów, o takim samym charakterze. Z kolei produkty np. ubezpieczeniowe rozumiane jako tradycyjne instrumenty transferu ryzyka, są niezbywalne i muszą być utrzymywane przez nabywców do okresu wymagalności. Ponadto przy tradycyjnych transakcjach transferu ryzyka przedmiotem wymiany jest zazwyczaj jeden rodzaj ryzyka, zaś nowe instrumenty kumulują kilka rodzajów ryzyka.

To właśnie możliwość wtórnego obrotu, a następnie budowanie skomplikowanych struktur transakcji umożliwiające transfer różnego rodzaju ryzyka doprowadziły do dynamicznego, jak się później okazało, niekontrolowanego rozwoju nowych instrumentów, co wpłynęło na rozmiary kryzysu finansowego. Analizę porównawczą instrumentów transferu ryzyka przedstawia tabela 1. Należy jednakże podkreślić, iż przedmiotem dalszych rozważań są nowe instrumenty transferu ryzyka.

Tabela 2.

lp	wyszczególnienie	TRADYCYJNE INSTRUMENTY TRANSFERU RYZYKA			NOWE INSTRUMENTY TRANSFERU RYZYKA					
		ubezpieczenie kredytu	gwarancja bankowa	inne formy ubezpieczeń i gwarancji	ABS	CDO	SCDO	CDS	CLN	TRS
1	Obrót na wtórnym rynku	nie	nie	nie	tak	tak	tak	tak	tak	tak
2	Produkt dla nowych emisji	nie	nie	nie	tak	tak	nie	nie	nie	nie
3	Ryzyko kredytowe (transfer)	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
4	Płatność kompensacyjna za ryzyko kredytowe	tak	tak	tak	nie	nie	tak	tak	tak	nie, rozliczenie bieżące
5	Inne rodzaje ryzyka zależne od struktury transakcji	nie	nie	nie	tak ryzyko płynności, instrumentów bazowych, ryzyko stopy procentowej, ryzyko walutowe	tak ryzyko płynności, ryzyko instrumentów w bazowych	nie	nie	tak ryzyko emitenta, (operacyjne, nadużycia), ryzyko związane z instrumentem bazowym (ryzyko rynkowe)	tak ryzyko związane z instrumentem bazowym -ryzyko stopy %, ryzyko pierwszej straty
6	Zależność od zmiennych zewnętrznych	nie	nie	nie	tak	tak	tak	tak	tak	tak
7	Ryzyko kontrahenta (ryzyko wzajemnego rozliczenia transakcji)	K, S	K,S	K,S	K	K	K,S	K,S	K	K
8	Złożoność transakcji	niska bądź średnia	niska bądź średnia	niska bądź średnia	średnia bądź wysoka	średnia bądź wysoka	wysoka	niska bądź średnia	wysoka	niska bądź średnia
9	Forma prawna transferu ryzyka	umowa ubezpieczenia	umowa	umowa ubezpieczenia	umowa sprzedaży wierzytelności i zgodnie z regulacjami o emisji instrumentów dłużnych	umowa sprzedaży wierzytelności i zgodnie z regulacjami o emisji instrumentów dłużnych	Umowa (CDS— wg ISDA)	Umowa według dokumentacji ISDA	umowa (czasami według dokumentacji ISDA)	umowa zgodnie z regulacjami o emisji instrumentów dłużnych
10	Poziom ryzyka S- sprzedającego	niski	niski	niski	brak	brak	średni	średni	brak	średni
11	Poziom ryzyka K - Kupującego ryzyko	niski	niski	niski	średni	wysoki i średni w zależności od portfela bankowego i złożoności struktury	wysoki	wysoki	wysoki	średni

Lp. 3 ryzyko kredytowe – przy instrumentach tradycyjnych: poniesienie szkody przez ubezpieczonego, niewykonanie świadczenia przez dłużnika, odmowa zapłaty, przyspieszenie bądź opóźnienie płatności, przy nowych instrumentach: odmowa zapłaty, przyspieszenie bądź opóźnienie płatności, zaniechanie wykonanie zobowiązania, bankructwo, restrukturyzacja, moratorium.

Lp. 4 płatność kompensacyjna – płatność, która następuje na skutek powstania zdarzenia kredytowego ściśle określonego w umowie.

Lp. 6 zmienne zewnętrzne – wpływ warunków rynkowych na poziom transferowanego ryzyka czy wycenę instrumentu

Lp. 7 K – kupujący ryzyko, **S-** sprzedający ryzyko

Lp. 8 złożoność transakcji - rozumiana jako liczba pośredników między ostatecznymi podmiotami - kupującym i sprzedającym ryzyko oraz liczba innych transakcji mająca wpływ na poziom i wycenę ryzyka.

Źródło: A. Waszkiewicz „opracowanie własne na podstawie: M. A. Olszak *Międzynarodowy rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego* Bank I Kredyt. Marzec 2006; *Credit Risk Transfer by EU Banks: activities, risk and risk management*, European Central Bank, May 2004.

Instrumenty umożliwiające transfer ryzyka i powiązane z sektorem bankowym i rynkiem kapitałowym wskazane jako „nowe instrumenty” to sekurytyzacyjne papiery wartościowe oraz określone instrumenty pochodne.

Wśród instrumentów sekurytyzacyjnych wyróżnia się:

ABS – Asset Backed Securities – papiery wartościowe oparte o portfel aktywów, w którym zgrupowano należności wynikające z np. pożyczek samochodowych, kredytów w kartach kredytowych, kredytów konsumpcyjne czy kredytów studenckich.

MBS – Mortgage Backed Securities – gdzie portfel bazowy stanowią kredyty hipoteczne. Wśród grupy MBS na skutek rozwoju rynku kredytów hipotecznych nastąpił podział na **RMBS (Residential Mortgage Backed Securities)** – instrumenty emitowane w oparciu o hipoteczne pożyczki mieszkaniowe, gdzie nieruchomości nie stanowi źródła dochodu dla właścicieli oraz **CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities)** – papiery oparte o pożyczki hipoteczne dla przedsiębiorstw.

ABCP- Assets Backed Commercial Papers- - krótkoterminowe papiery wartościowe oparte na aktywach, zazwyczaj termin wykupu nie przekracza 270 dni⁹.

CDO¹⁰ – Collateralized Debt Obligations – papiery zabezpieczone instrumentami dłużnymi. W porównaniu z emisją tradycyjnych ABS, której wartość zazwyczaj opiewa na kilkaset milionów dolarów, emisje CDO są znacznie większe, bowiem często ich wartość równa się kilku miliardom USD.

Biorąc pod uwagę skład portfela, instrumenty CDO dzieli się na¹¹: **CLO (Collateralized Loan Obligation (1996r))** - obligacje zabezpieczone kredytami, a ich liczba w portfelu nie przekracza 300¹² oraz **CBO (Collateralized Bond Obligation (1988r))** -obligacje zabezpieczone papierami wartościowymi, najczęściej występują tu obligacje przedsiębiorstw o ratingu inwestycyjnym.

W miarę rozwoju procesu sekurytyzacji pojawiły się emisje CDO, które oparte były obligacje sekurytyzacyjne typu ABS. Do inwestora trafiał zatem papier wartościowy **CDO/ABS**, a struktura samego procesu była coraz bardziej skomplikowana, co utrudniało śledzenie przepływów gotówkowych.

SCDO -Syntetyczne instrumenty oparte na długu Synthetic Collateralized Debt Obligations różnią się od pozostałych CDO tym, iż struktura takiej transakcji pozwala na transfer ryzyka do inwestorów poprzez wykorzystanie pochodnych kredytowych. Początkowo instrumenty SCDO były wygodnym narzędziem wykorzystywanym właściwie tylko przez banki do hedgingu ryzyka skumulowanego w portfelu pożyczek lub do uzyskania ulgi na kapitale regulacyjnym¹³. Następnie znacznie wzrosła liczba podmiotów uczestniczących w

⁹ Dane dotyczą rynku amerykańskiego. ABCP – stanowią zarówno obligacje kuponowe jak i dyskontowe.

¹⁰ Szczegółowy podział instrumentów typu CDO – praca doktorska A. Waszkiewicz, *Ryzyko sekurytyzacji i jego wpływ na rynki kapitałowe*, SGH Warszawa 2008.

¹¹ M. Choudhry, *Structured Credit Products. Credit Derivatives & Synthetic Securitization*, John Wiley&Sons(Asia) Pte Ltd, 2004, s.253.

¹² Dla porównania w tradycyjnych ABS portfel składa się z 1000 kredytów bądź pożyczek.

¹³ Za pierwszą tego rodzaju transakcję uznaje się przeprowadzoną w grudniu 1997r. - BISTRO 1997-1. Transakcja BISTRO przeprowadzona przez JP Morgan umożliwiała usunięcie ryzyka kredytowego z bilansu banku, bez wpływu na jego sumę bilansową. Całkowita wartość pakietu opiewała na kwotę 9,7 mld USD, z czego 700 mln wyemitowano w dwóch transzach przez BISTRO SPV. Dochód z emisji przeznaczono na zakup obligacji skarbowych, co stanowiło zabezpieczenie dla transakcji pochodnej (CDS) między SPV a JP Morgan. Stosując model sekurytyzacji syntetycznej JP Morgan dokonał przeniesienia ryzyka kredytowego na inwestorów o wartości 700 mln USD, zaś dla pozostałych 9 mld zakupił ochronę przed ryzykiem poprzez pięcioletnią

transakcjach sekurytyzacji syntetycznej, jak również zmieniły się priorytety motywujące realizację procesu. Podstawowym, o ile nie najważniejszym, celem jest tu transfer ryzyka, który już nie ogranicza się tylko do ryzyka kredytowego związanego z aktywami bazowymi. Istotne znaczenie mają również inne rodzaje ryzyka jak ryzyko wyceny, płynności, ryzyko systemowe, czy szeroko rozumiane ryzyko operacyjne.

Warto zauważyć, rynek instrumentów SCDO w ostatniej dekadzie rozwijał się bardzo dynamicznie (zob. wykres 6). Jednakże nie powinno to być niespodzianką, chociaż w momencie pojawienia się kryzysu na rynkach finansowych, pojawiły się głosy wskazujące zdziwienie szybkim rozwojem tego rynku. Elastyczność struktury i wbudowanie pochodnych kredytowych umożliwiło otwarcie rynku na nowe grupy inwestorów, chętnych przejąć ryzyko za współmierną wartość premii. Zaangażowanie agencji ratingowych w wycenę instrumentów sekurytyzacji syntetycznej dodatkowo wzmocniło trend uczestnictwa w rynku SCDO takich podmiotów jak firmy ubezpieczeniowe, czy fundusze emerytalne i hedgingowe. Ponadto rozwój technologii informatycznej ułatwił obrót instrumentów pochodnych w zakresie efektywnego przepływu informacji, szybszego zastosowania zabezpieczeń, czy dostosowania właśnie do potrzeb inwestorów.

Instrumenty syntetyczne SCDO dzieli się na **bilansowe i arbitrażowe**, co wynika z różnych przyczyn realizacji sekurytyzacji przez inicjatorów tego procesu (banki).

Wykorzystanie przez banki bilansowych SCDO pozwala na zarządzanie kapitałem regulacyjnym. Portfel bazowy tych instrumentów stanowią obligacje, pożyczki bankowe, a instrumentem zabezpieczającym ryzyko inicjatora jest zazwyczaj **kontrakt CDS (Credit Default Swap)**- swap na zaprzestanie obsługi długu.

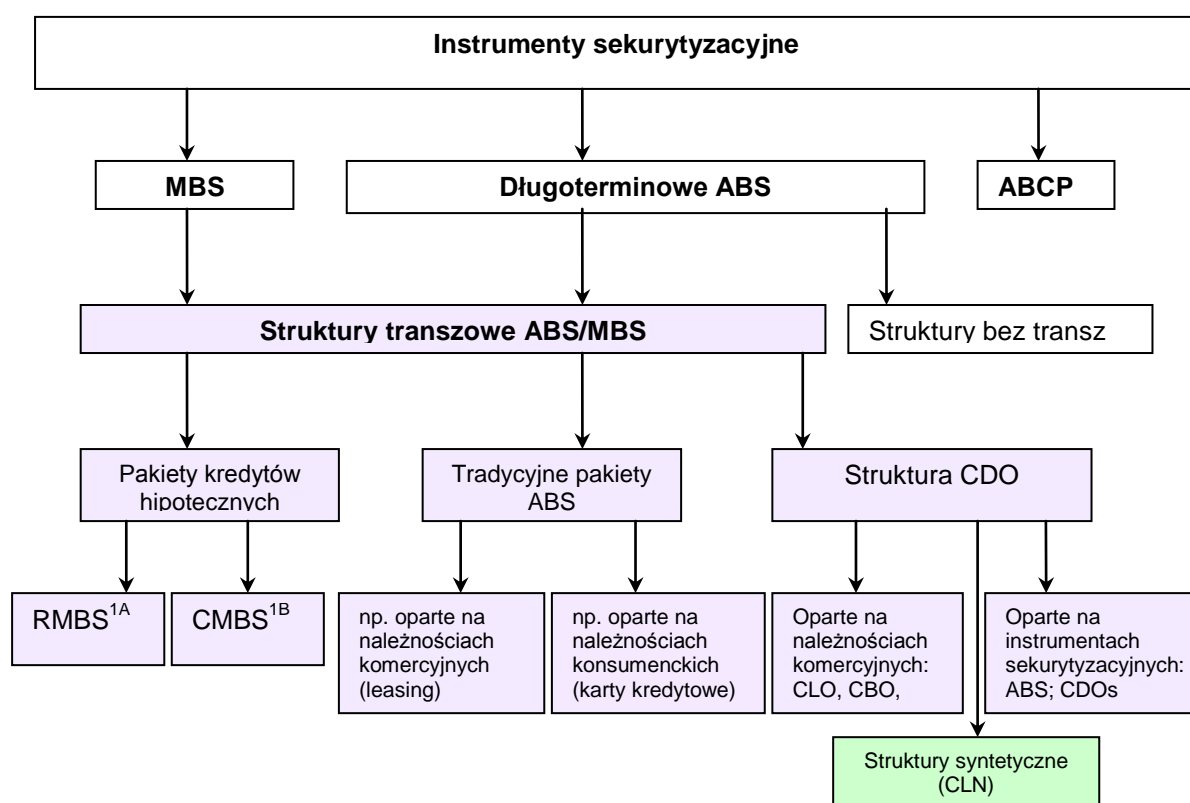
Z kolei arbitrażowe SCDO są organizowane przez menadżerów zarządzających zabezpieczeniem pozycji bazowych (pośredników), a ich dochód stanowi różnica między oprocentowaniem aktywów w pakiecie referencyjnym a stopą emitowanych CDO. Dodatkowo zarządzający pobierają opłatę za świadczone usługi i odpowiednie plasowanie emisji. Warto podkreślić, iż w tego rodzaju sekurytyzacji syntetycznej najczęściej wykorzystuje się **TRS (Total Return Swap)** – swap na zwrot całkowity jako zabezpieczenie banku - posiadacza aktywów bazowych¹⁴.

transakcję CDS. Z kolei w Europie za jedną z pierwszych transakcji sekurytyzacji syntetycznej uznaje się program Citibank's C*Star (1999-01). W 10-letniej transakcji 4 mld € zostało podzielone na transzę super senioralną, gdzie został zawarty kontrakt CDS o wartości 3, 68 mld €, i trzy transze o wartości 280 mln, udostępnione inwestorom instytucjonalnym o ratingu odpowiednio AAA; A; BB. Citibank zatrzymał transzę pierwszej straty, ale jedynie o wartości 40 mln €. Stąd Citibank z sukcesem przeniósł ryzyko z pakietu wartego 4 mld €, zatrzymując ryzyko o wartości 0,0001 transakcji. Warto przy tym zaznaczyć, iż pakiet referencyjny składał się ze 164 pożyczek dla 152 europejskich korporacji, przy czym połowa z tych instytucji nie miała ratingu inwestycyjnego.

¹⁴ M. Choudhry, *Structured Credit Products...*op.cit., s.266.

Schemat 1

Klasyfikacja sekurytyzacyjnych instrumentów finansowych



Źródło: opracowanie własne

Najczęściej wykorzystywanym instrumentem pochodnym w sekurytyzacji syntetycznej, ale też o największym udziale w rynku jest **CDS -swap na ryzyko zaprzestania obsługi długu**.¹⁵ Jest to dwustronny kontrakt, w którym podmiot - kupujący ochronę przed ryzykiem dokonuje okresowych płatności (premię najczęściej określoną jako punkty bazowe w skali roku) w zamian za udzielenie ochrony przed ryzykiem przez podmiot sprzedający taką ochronę, czyli uzyskuje prawo otrzymania warunkowej płatności w przypadku zdarzenia kredytowego.¹⁶

Pierwsze transakcje CDS były zawierane między bankami, gdzie każdy kontrakt był oddzielnie negocjowany, zaś zdarzenie kredytowe było ustalane między podmiotami zawierającymi umowę swapową. Obecnie transakcje CDS są wystandaryzowane, a rynek rozszerzył się o takie podmioty jak firmy ubezpieczeniowe czy fundusze hedgingowe.

CLN – Credit Linked Note - papiery wartościowe związane z jakością kredytową portfela bazowego¹⁷, występujące w strukturach syntetycznych. Ich obsługa i wykup zależą od występowania zdarzeń kredytowych wynikających z pozycji bazowych, ale też od rodzaju swapu wbudowanego w strukturę sekurytyzacji. Inwestor nabywa CLN według wartości nominalnej dokonując płatności gotówkowej, stąd papiery te są uznawane za gotówkowe instrumenty pochodne. W zamian otrzymuje spłatę odsetek od pozycji bazowej. W terminie

¹⁵ CDS - *Credit Default Swap* - w literaturze można spotkać różne tłumaczenia - np. swap odmowy zapłaty kredytu, czy swap kredytowy. W niniejszym opracowaniu CDS - tłumaczy się jako swap na zaprzestanie obsługi długu, bowiem zdarzenie kredytowe powodujące płatności z kontraktu swapowego, jest szerokim pojęciem i nie ogranicza się tylko do odmowy zapłaty kredytu, z kolei tłumaczenie - swap kredytowy nie jest precyzyjne; najczęściej jednak zostanie użyty angielski skrót CDS.

¹⁶ Ch. Solbach, *Conventional Collateralized Loan Obligation –Structure and Proces*, Deloitte& Touche Germany. Düsseldorf, May 2001., s.24.

¹⁷ Inne tłumaczenie to, np. kredytowe skrypty dłużne, lub kwity kredytowe

wykupu nabywający CLN otrzymuje zwrot zainwestowanego kapitału, który może być pomniejszony o straty wynikające z zdarzenia kredytowego. W przypadku wystąpienia zdarzenia kredytowego – braku spłat z instrumentu bazowego, np. obligacji korporacyjnej, CLN są umarzone zaraz po takim wydarzeniu, wg wartości odzyskania obligacji bazowej.

Wskazane powyżej instrumenty sekurytyzacyjne w pierwszych miesiącach kryzysu wskazywano jako bardzo ryzykowne, zagrażające bezpieczeństwu i stabilności systemu finansowego. Niektórzy uczestnicy rynku sugerowali nawet wprowadzenie zakazu obrotu tego rodzaju instrumentami.¹⁸ Jednakże warto podkreślić, że nie o sam instrument tu chodzi. Stawiając bowiem w ten sposób problem, równie dobrze można zapytać o ryzyko wykorzystania takich niebezpiecznych -ryzykownych narzędzi jak nóż czy młotek? Oczywiście jest to pewne uproszczenie analizowanego problemu jednakże to, co należy podkreślić, to sposób wykorzystania nowych instrumentów transferu ryzyka zarówno przez inicjatorów jak i inwestorów.

2. 1 Sekurytyzacja

Sekurytyzacja uznawana za szczególny rodzaj innowacji finansowej, często określanej jako najważniejszej od 1930r., zmieniła oblicze amerykańskiego i światowego systemu finansowego.¹⁹ Początkowo traktowana jako narzędzie pozwalające na uzyskanie określonych dochodów poszczególnym instytucjom finansowym, wraz z rozwojem rynków finansowych, stała się instrumentem służącym rozpraszaniu ryzyka instytucji finansowych na szeroką bazę inwestorów. Dywersyfikację ryzyka poprzez sekurytyzację jeszcze w 2002r pochwałał prezes FED Alan Greenspan, który stwierdził, że takie rozproszenie przyczynia się do zwiększenia możliwości banków do przetrwania w zmiennym otoczeniu, bowiem sekurytyzacja prowadzi do rozszerzenia zdolności kredytowych i bardziej efektywnej alokacji ryzyka i wzmocnienia systemu bankowego.²⁰ I choć można się zgodzić z Greenspanem, że sekurytyzacja może rozszerzać zdolność kredytową banków, jednakże przenoszenie ryzyka, przy braku odpowiedniej kontroli, zagraża stabilności rynków finansowych i jak pokazało doświadczenie przyniosło negatywne skutki przede wszystkim dla sektora bankowego.

Sekurytyzację należy zdefiniować, jako proces łączenia jednorodnych, niepiętych aktywów finansowych, które następnie usunięte z bilansu inicjatora procesu, bądź w przypadku sekurytyzacji syntetycznej wyodrębnione i zatrzymane w bilansie, stanowią zabezpieczenie dla płynnych papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na rynkach kapitałowych. Zamiana niepiętych aktywów w płynne papiery wartościowe umożliwia jednocześnie przeniesienie ryzyka od inicjatora na inwestora, czyli w najczęściej występującym przypadku z sektora bankowego na rynek

kapitałowy.²¹ Stąd też analizując rozwój procesu sekurytyzacji aktywów można posłużyć się pojęciem **sekurytyzacji ryzyka**, które oddaje rzeczywisty cel i charakter większości transakcji realizowanych w latach 2005-2006.

¹⁸ George Soros stwierdził, iż instrumenty CDS „służą jedynie do zwiększania marży zysku speców od inżynierii finansowej. W istocie niektórymi derywatami w ogóle nie powinno się handlować” w: G.Soros, Trzy kroki do reformy finansowej, Financial Times, 17.06.2009

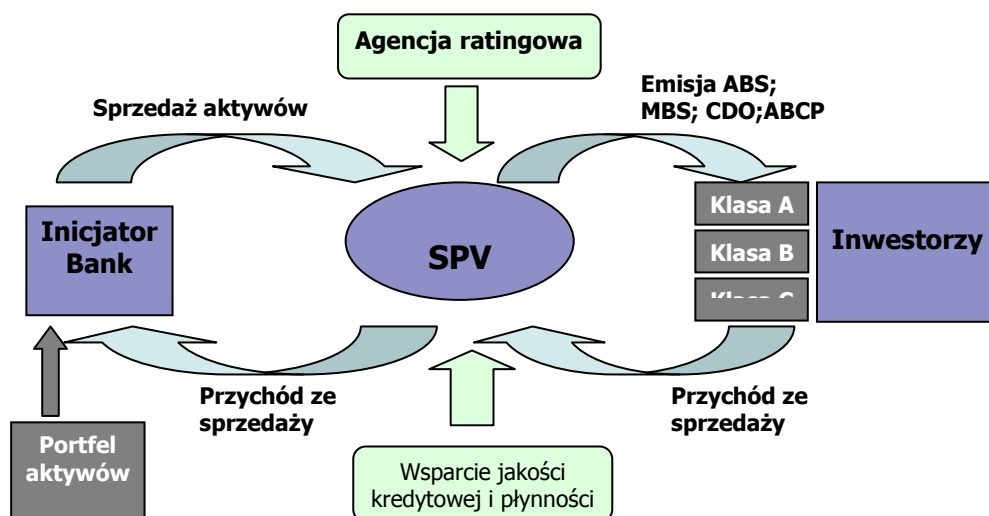
¹⁹ L.T.Kendall - Professor of Finance and Real Estate, Kellogg Graduate School of Management, Northwestern University.

²⁰ The Continued Strength of the US. Banking System, konferencja w Phoenix, 7 października 2002, American Bankers Association.

²¹ Opracowanie własne, zob. też A. Waszkiewicz, Papierowe bogactwo sekurytyzacji, „Bank i Kredyt” 4/2004, s.16; definicja częściowo cytowana przez NBP w rocznym raporcie „Rozwój systemu finansowego w Polsce 2005”, s.133.

Schemat 2

Proces sekurytyzacji



Źródło: opracowanie własne.

Inicjator –najczęściej bank, wyodrębnia portfel aktywów bazowych (kredyty, pożyczki, obligacje), a następnie sprzedaje do specjalnie utworzonego podmiotu SPV (*Special Purpose Vehicle*), którego zadaniem jest emisja papierów wartościowych. Rodzaj papieru wartościowego jest uzależniony od rodzaju aktywów zgromadzonych w portfelu. Jeżeli np. są to kredyty hipoteczne – dochodzi do emisji MBS, jeżeli zaś obligacje to inwestorzy kupują papiery typu CDO. Emisje sekurytyzacyjne mają zazwyczaj charakter transzowy, co oznacza zróżnicowanie pod względem stopy zwrotu, poziomu ryzyka i okresu realizacji płatności na skutek zdarzenia kredytowego. Transze najbardziej nadrzędne charakteryzują się stosunkowo niską stopą zwrotu, ale też niskim ryzykiem wycenionym przez agencje ratingową na poziom AAA. Z kolei transze najbardziej podporządkowane, często bez ratingu (*equity tranche*) pozwalają inwestorom uzyskać wysoką stopę z zwrotu, ale przy zdarzeniu kredytowym, płatność jest pomniejszana o straty wynikające z portfela bazowego.

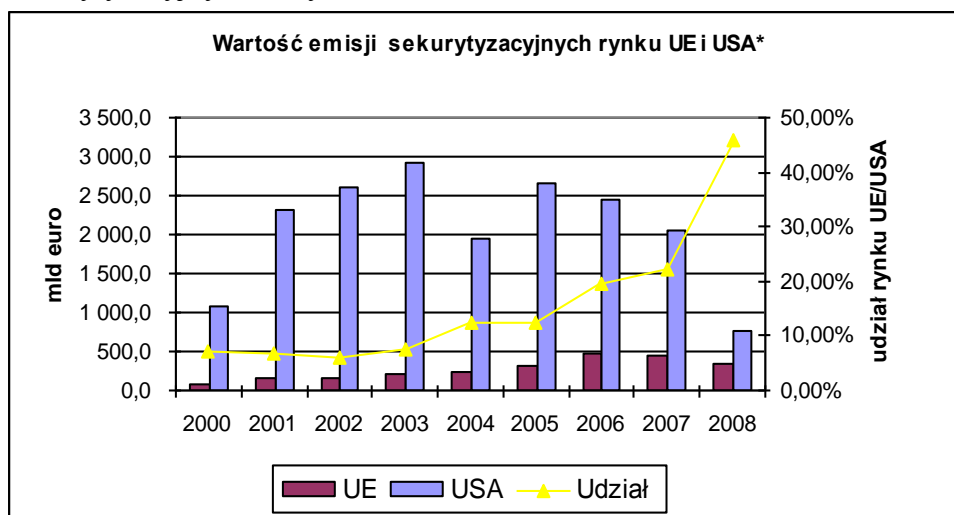
Proces sekurytyzacji nie może być przeprowadzony bez dodatkowych zabezpieczeń, przy czym należy tu podkreślić, iż występują dwa rodzaje wsparcia transakcji sekurytyzacyjnej, tj. –wsparcie jakości kredytowej i dostarczenie płynności. Przez wsparcie jakości kredytowej należy rozumieć udzielenie gwarancji bądź wykup ubezpieczenia transakcji, czy zawarcie kontraktu swapowego, co z punktu widzenia inwestorów znacząco podnosi wiarygodność procesu. Z kolei płynność sekurytyzacji w przypadku problemów z przepływem środków pieniężnych zapewniana jest poprzez utworzenie przez inicjatora bądź SPV specjalnego rachunku bankowego.

Właściwie już od momentu pojawienia się sekurytyzacji na rynku finansowym (lata 70-te XXw.) proces ten zyskiwał coraz więcej zwolenników zarówno po stronie inicjatorów jak i inwestorów. Właściwie każdy rok przynosił rekordowe wartości tak pod względem emisji papierów wartościowych jak i obrotów. W ciągu niecałej dekady (od 2000r. do 2007r.) wartość emisji instrumentów ABS na amerykańskim rynku wzrosła ponad 80 %, zaś dynamika MBS wyniosła ponad 200%.

Należy przy tym podkreślić, iż sukces sekurytyzacji na rynku Stanów Zjednoczonych spowodował zainteresowanie nowymi instrumentami również w Europie. Globalizacja i liberalizacja przepływów kapitałowych umożliwiły swobodny przepływ innowacji finansowych między rynkami, a jak się później okazało również i przepływ ryzyka. W 2000r. wartość emisji sekurytyzacyjnych instrumentów w Europie wynosiła prawie 80 mld euro, zaś w 2006r. było to już o 516 % więcej - 481 mld euro. Niemniej jednak wartość emisji na rynku europejskim stanowiła 20 % rynku amerykańskiego, gdzie w 2006r. emisje oszacowano na prawie 2,5 bln euro.

Wykres 4

Wartość emisji sekurytyzacyjnych na rynku UE i USA



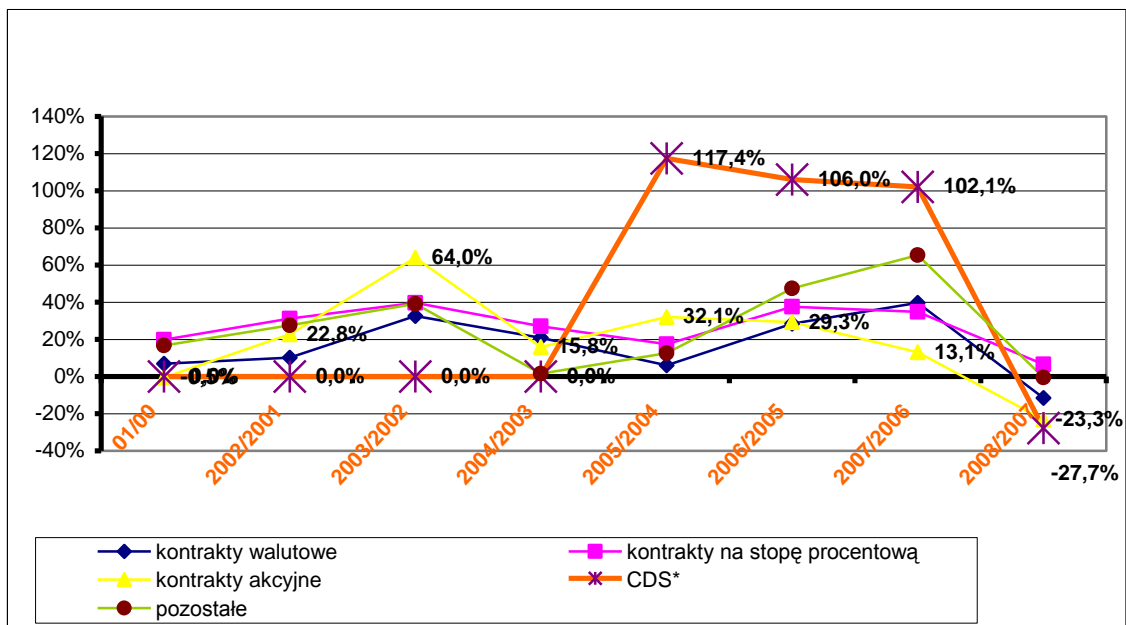
*rok 2008 obejmuje trzy pierwsze kwartały

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych European Securitization Forum, Securities Industry Financial Markets Association; www.sifma.org/research/research.aspx?ID=10806

Stale rosnąca podaż instrumentów sekurytyzacyjnych na rynkach finansowych wynikała również z rosnącego popytu na nowe instrumenty. W miarę rozwoju potrzeb inwestorów w zakresie poziomu stóp zwrotu jak i różnorodności instrumentów w procesie sekurytyzacji pojawiły się bardziej skomplikowane mechanizmy. Banki komercyjne i inwestycyjne szybko dostrzegają możliwość połączenia sekurytyzacji i prężnie rozwijanego się rynku instrumentów pochodnych tworząc **sekurytyzację syntetyczną**. W 2008 r. wartość emisji rynku instrumentów pochodnych szacowana była na kwotę 600 bln USD, podczas gdy jeszcze w 2000r. było to 95 bln USD. Największą popularnością na tym rynku od 2004r. cieszyły się instrumenty **typu CDS**, których średnioroczna dynamika przekraczała 100%, co wynikało z szerokiego zastosowania w procesach sekurytyzacji.

Wykres 5

Dynamika zmian rynku instrumentów pochodnych 2000-2008



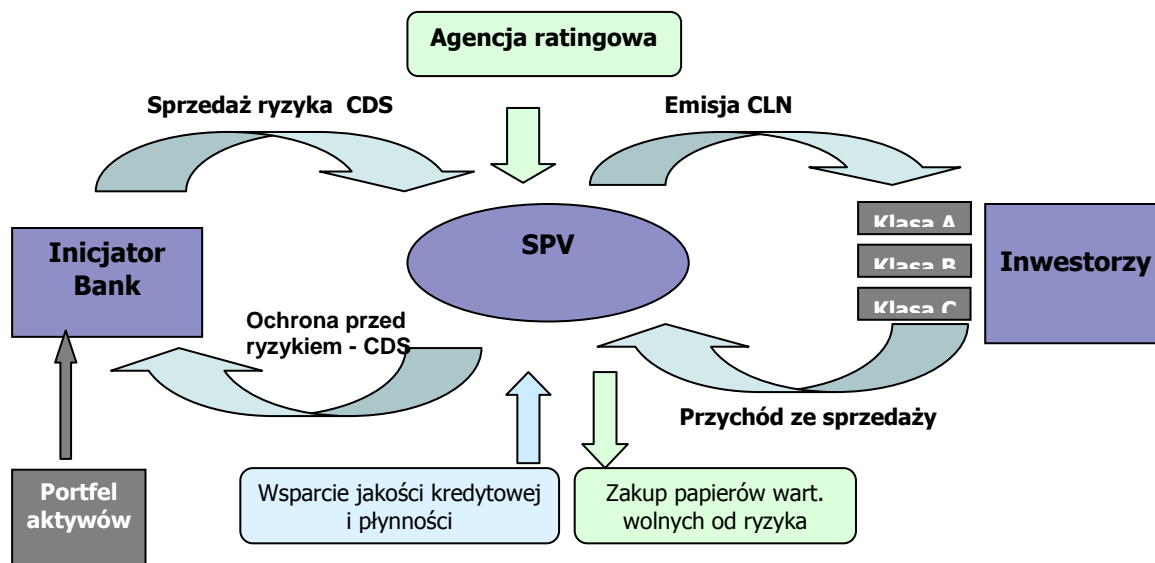
Źródło: opracowanie własne na podstawie Semiannual OTC Derivatives Statistics, Bank for International Settlements, www.bis.org/statistics/derstats.htm

Analizując dynamikę obu rynków tj. sekurytyzacji i instrumentów pochodnych trudno stwierdzić, które z nich stanowią przyczynę rozwoju drugiego. Niemniej jednak mechanizm sekurytyzacji syntetycznej umożliwiający transfer ryzyka, bez usunięcia aktywów z bilansu banków i poprzez zastosowanie CDS, jak się wydawało, dawał korzyści wszystkim uczestnikom procesu. Inwestorzy otrzymywali papiery wartościowe o zadawalającej premii, podmioty przejmujące ryzyko poprzez kontrakt CDS – premię za ryzyko w postaci regularnych płatności, inicjatorzy procesu (banki) usuwali ryzyko swoich aktywów, zachowując jednocześnie prawo do realizacji dochodu z aktywów przy braku zdarzenia kredytowego.

Strukturę sekurytyzacji syntetycznej przedstawia schemat 3

Schemat 3

Struktura sekurytyzacji syntetycznej



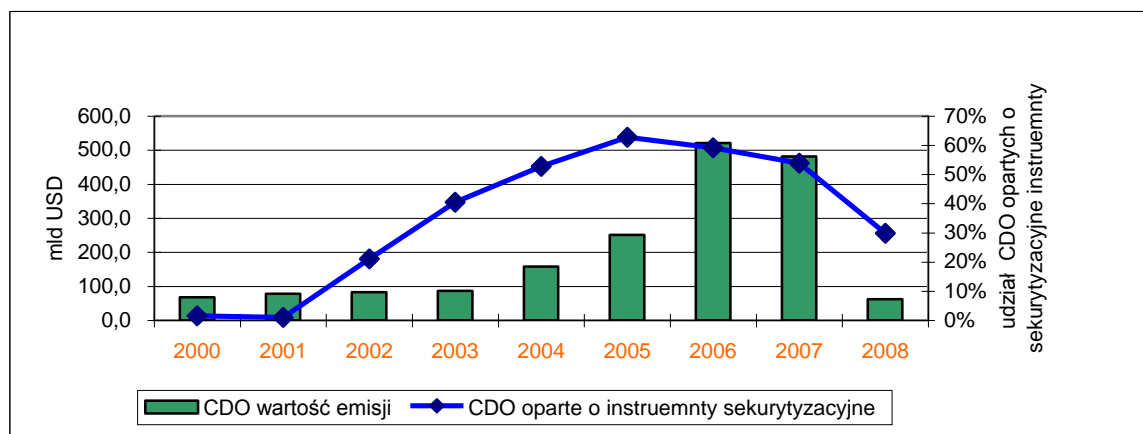
Źródło: opracowanie własne

W sekurytyzacji syntetycznej bank aranżujący proces wydziela pakiet aktywów bazowych **zwany też referencyjnym**, który mogą stanowić pożyczki, kredyty, lub obligacje typu ABS/CDO.. Następnie poprzez pochodne kredytowe najczęściej kontrakt CDS, bank transferuje ryzyko pozycji bazowych na podmiot SPV. Zadaniem SPV jest emisja **Credit Linked Notes – CLN**, zaś dochód z emisji przeznaczany jest na zakup papierów wolnych od ryzyka np. obligacji rządowych, które stanowią zabezpieczenie dla wykonania przez niego zobowiązań wobec banku – inicjatora. Zobowiązania takie wynikają z przejęcia przez SPV ryzyka kredytowego z pakietu sekurytyzowanych aktywów, ale pakiet aktywów bazowych wciąż pozostaje w bilansie inicjatora (banku)

W przypadku zaistnienia wydarzenia kredytowego w pakiecie referencyjnym, spółka specjalnego przeznaczenia - SPV, w związku z zawartą umową CDS, wypłaca inicjatorowi kwoty poniesionych strat. Środki pieniężne na uregulowanie zobowiązań SPV uzyskuje ze sprzedaży posiadanych aktywów finansowych (np. obligacji rządowych). Jednocześnie na skutek powstałych strat w pakiecie bazowym, zostanie też pomniejszona kwota na wykup CLN, które są bezpośrednio powiązane z długiem bazowym. Nie oznacza to jednak, że warunki emisji zostaną naruszone. Papiery wartościowe typu CLN są emitowane w transzach o odpowiednim poziomie podporządkowania, a co za tym idzie określonym poziomie ryzyka i dochodowości. W przypadku wystąpienia zdarzenia kredytowego w pierwszej kolejności pomniejszane są płatności z transzy najbardziej podporządkowanej, a jeżeli kwota ta nie wystarcza na pokrycie zobowiązań wobec banku inicjatora, wówczas pomniejszane są płatności wyższych transz CLN.

Pomimo złożoności struktur sekurytyzacyjnych syntetycznych jak i tradycyjnych opartych również o produkty sekurytyzacyjne (np. CDO/ABS) zainteresowanie inwestorów nowymi instrumentami znacząco rosło w badanym okresie. W 2000r. udział emisji instrumentów syntetycznych oraz CDO, gdzie portfel bazowy stanowiły instrumenty sekurytyzacyjne (RMBS, CMBS, ABS, CDO) stanowił 1% wszystkich emisji CDO. W latach 2005 -2006 było to już ponad 60% wszystkich emisji (Zob. wykres 3).Warto przy tym dodać, iż równie dynamicznie rosła wartość rynku instrumentów CDO, bowiem od 101 mld USD w 2001r. do prawie 2 bln USD w pierwszej połowie 2007r.

Wykres 6
Globalna wartość emisji CDO



Kryzys finansowy przyniósł załamanie na wskazanym rynku i w 2008r. wartość emisji CDO spadła do poziomu 62 mld USD.

Źródło: Global Issuance CDO, Securities Industry Financial Markets Association www.sifma.org/research/research.aspx?ID=10806

Wzrost tak emisji, jak i wartości obrotów na rynku sekurytyzacyjnym oznaczał również transfer szeroko rozumianego ryzyka. Transfer ten był o tyle niebezpieczny bowiem był po pierwsze wielokierunkowy tj. strukturalny i geograficzny²², po drugie niekontrolowany przez władze nadzorcze, a po trzecie niedoszacowany ze względu na brak odpowiednich narzędzi rynkowych wyceniających ryzyko, a system nadawania ratingu był szeroko akceptowany. Mechanizm sekurytyzacji zorganizowany przez wytrawnych graczy rynkowych zdawał się funkcjonować doskonale w latach 2000-2006, ale pojawił się impuls ze strony rynku nieruchomości i kredytów hipotecznych, który ujawnił, że „olbrzym stoi na glinianych nogach”, i cały misternie przygotowany system, rozsypał się jak domek z kart. To właśnie ze względu na szeroki transfer ryzyka kryzys finansowy zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych objął niemal wszystkie gospodarki świata.

2.2 Nowe instrumenty a kryzys finansowy subprime

Przyczyny kryzysu

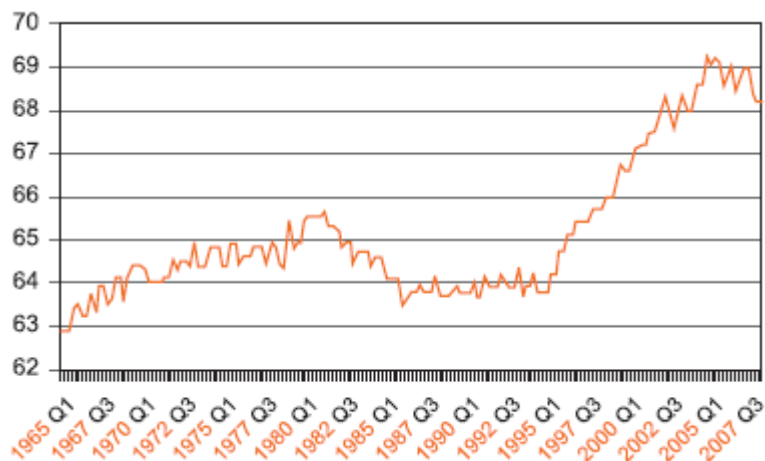
U podstaw kryzysu na rynku finansowym, leży przekonanie, że każdy obywatel Ameryki powinien posiadać własny dom, bez względu na ryzyko kredytowe i cenę jaką zapłaci za to gospodarka realna.²³ W latach 1991-1996 własny dom posiadało ok. 64% Amerykanów, ale od tego czasu wskaźnik ten zaczął dynamicznie wzrastać i w 2006r. dochodził już do 70%.

²² Do transferu ryzyka dochodziło zarówno między krajami (zakres geograficzny) jak i między segmentami rynku z sektora bankowego na rynek kapitałowy (zakres strukturalny)

²³ E.S. Phelps, Rynek w cuglach, niezbędnik inteligenta, Polityka 42; 18.10.2008

Wykres 7

Wskaźnik własności na rynku nieruchomości USA (%)



Q- kwartał, stąd Q1-pierwszy kwartał, Q2 drugi kwartał itd.

Źródło: J. R. Barth, T. Li, T. Phumiwasana, G. Yago, *A Short History of the Sub-Prime Mortgage Market Meltdown*, GH Bank Housing Journal vol.2, 2008, s.6
www.ghbank.co.th/en/journal/Vol2/index.asp

Wzrost wskaźnika własności niewątpliwie wynikał z dostępności do kredytów hipotecznych, która również rosła w analizowanym okresie. To z kolei było wypadkową zmian zachodzących w amerykańskim systemie finansowania zakupu nieruchomości.

Jeszcze w 1938r. na fali Polityki Nowego Ładu²⁴ powstała federalna agencja FNMA – *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae)²⁵, której celem było zwiększenie dostępności do kredytów hipotecznych, poprzez zakup i sprzedaż ubezpieczonych przez rząd kredytów hipotecznych. W 1968r. dochodzi do podziału agencji na stricte rządową GNMA *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae) i spółkę akcyjną FNMA, a dwa lata później pojawia się kolejna agencja FHLMC – *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac), której celem razem z Fannie Mae była organizacja zarówno pierwotnego, jak i wtórnego rynku kredytów hipotecznych.²⁶

W 1970r. Ginnie Mae przeprowadziła pierwszą sekurytyzację kredytów hipotecznych, przy czym proces ten posiadał gwarancje rządu USA w przypadku pojawienia się zdarzenia kredytowego²⁷. W 1971r. emisji sekurytyzacyjnych MBS dokonuje już Freddie Mac, a w 1981r. Fannie Mae. W ten sposób powstał wtórny rynek dla kredytów i pożyczek hipotecznych, co pozwoliło na rozszerzenie akcji kredytowej nie tylko samym agencjom, ale również bankom. Warto jednak dodać, iż agencje po sprywatyzowaniu działały jako prywatne przedsiębiorstwa, których podstawowym celem było osiąganie zysku, co przy dorozumianym wsparciu rządowym pozwoliło im na, niewspółmierne do posiadanego kapitału, działania inwestycyjne.

Oprócz agencji rządowych (*GSE Government Sponsored Enterprise*), na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych działały także kasy oszczędnościowo-pożyczkowe (*S&L Savings & Loans*). Jednakże w miarę upływu czasu ich miejsce na rynku zaczęły przejmować

²⁴ Polityka Nowego Ładu została zapoczątkowana przez prezydenta Franklina D. Roosevelta, jako próba odbudowy gospodarki amerykańskiej po wielkim kryzysie z 1929r. Kongres Stanów Zjednoczonych przyjął ustawę National Housing Act, na mocy której powołano instytucję FHA – Federal Housing Administration, której celem była organizacja rynku nieruchomości i wtórnego rynku hipotecznego.

²⁵ Działalność agencji FNMA była sponsorowana i ubezpieczona przez rząd USA

²⁶ Jedynie GNMA posiadała gwarancje rządowe, zaś pozostałe agencje były de facto firmami prywatnymi, jednakże związki z państwem nigdy nie zostały ostatecznie zerwane. Wsparcie z budżetu państwa było raczej dorozumiane, ale agencje cieszyły się ulgami podatkowymi i zaufaniem publicznym

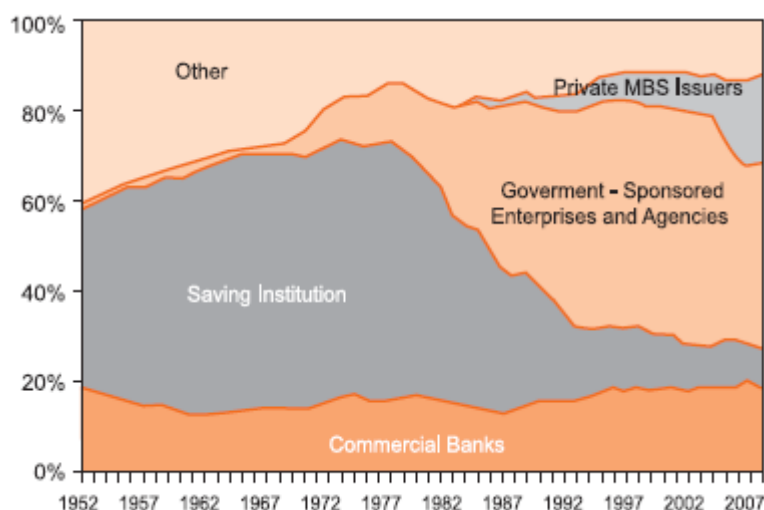
²⁷V. Kothari, *Securitization. The Financial Instrument of the Future*, John Wiley&Sons (Asia) Pte Ltd, 2006, s. 110

wspomniane agencje oraz banki komercyjne. W 1980 r. co drugi kredyt był udzielony przez podmioty S&L zaś w 2006r. już tylko co 12, zaś udział banków komercyjnych w tym też okresie wrasta z 16% do 20%.

Przyczyną wypierania S&L z rynku były zmiany regulacyjne w zakresie oprocentowania kredytów hipotecznych i możliwości zastosowania transakcji zabezpieczających przed ryzykiem stóp procentowych. Kasy oszczędnościowo -pożyczkowe udzielały długoterminowych kredytów hipotecznych o stałej stopie procentowej (*fixed rate*), przyjmując jednocześnie depozyty krótkoterminowe, które nawet jeżeli również miały stałą stopę procentową, to nie stanowiły zabezpieczenia płynności kas. Zmiany wprowadzone w latach 80-tych XXw., które umożliwiały zastosowanie zmiennego oprocentowania przy kredytach hipotecznych (*floating rate*)²⁸ przy jednoczesnym wzroście stóp procentowych doprowadziły wiele podmiotów S&L do upadku, na skutek niedostosowania stron bilansowych. Jednocześnie wprowadzono ulgi podatkowe związane ze spłatą pożyczek pod zastaw nieruchomości²⁹, co sprawiło, iż S&L utraciły przywilej korzyści w stosunku do innych podmiotów, które posiadały bądź gwarancje rządowe, bądź większe zaufanie społeczne w postaci większego kapitału.

Wykres 8

Ewolucja udziału instytucji finansowych i instytucji rządowych na rynku kredytów hipotecznych



Źródło: J. R.. Barth, T. Li, T. Phumiwasana, G. Yago, A Short History of The Sub-Prime Mortgage Market Meltdown, GH Bank Housing Journal vol.2, 2008, s.6 www.ghbank.co.th/en/journal/Vol2/index.asp

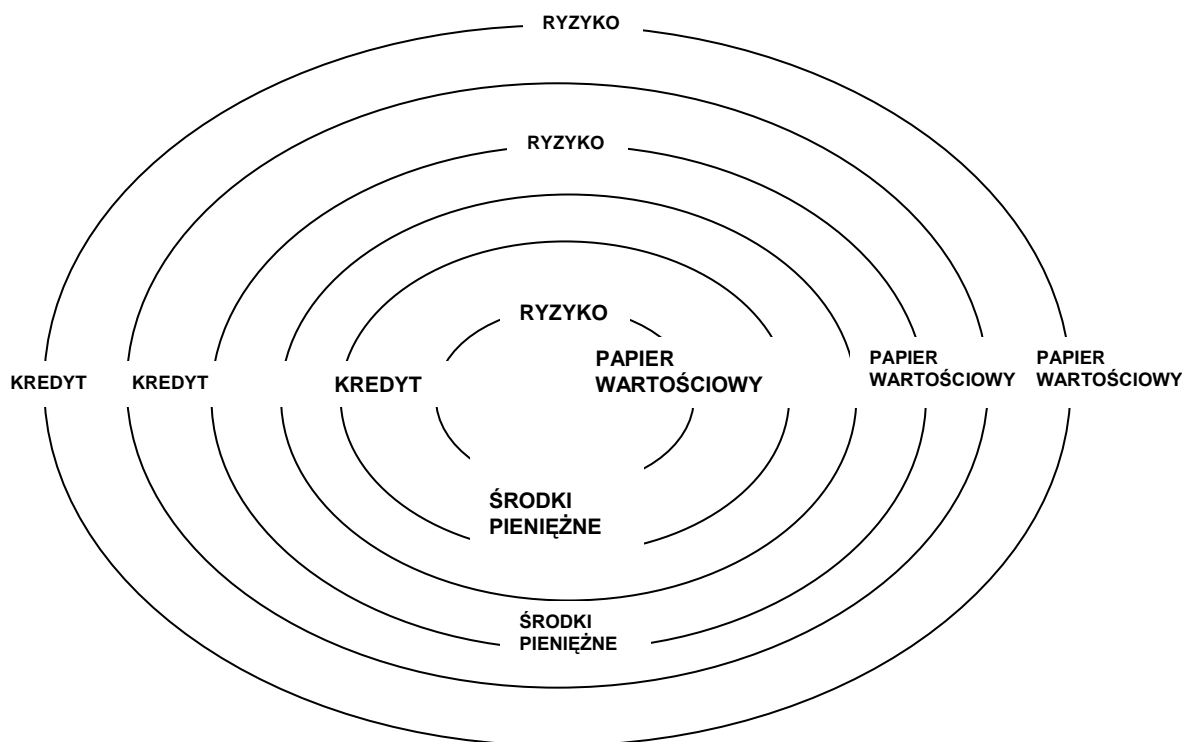
Wprowadzenie zmiennych stóp procentowych na rynku kredytów hipotecznych, ulgi podatkowe oraz możliwość sprzedaży kredytu poprzez sekurytyzację na wtórnym rynku, znacząco zwiększyły popyt i podaż na rynku kredytowym. O ile z punktu widzenia kredytobiorców podstawową korzyścią było uzyskanie kredytu po niższym koszcie, o tyle banki i podmioty GSE tych korzyści miały znacznie więcej. Poprzez emisje sekurytyzacyjne bowiem pozyskiwały kapitał na kolejną akcję kredytową, ale przede wszystkim przenosiły ryzyko kredytowe i stopy procentowej na inwestorów. Oznacza to, że sekurytyzacja doprowadziła do rozdzielenia dwóch funkcji instytucji finansowych tj. pozyskania kapitału i

²⁸ W 1980r. 95% kredytów hipotecznych była udzielana według stałej stopy procentowej zaś w 2006 r. było to już 36% - za Office of Thrift Supervision 2006

²⁹ Ustawa podatkowa Tax Reform Act z 1986r

źródła dochodu. W ten sposób powstawał mechanizm samonapędzającej się spirali, która umożliwiła rozwój rynku kredytów o niskiej jakości czyli subprime

Schemat 3
Spirala kredytowa.



Bank posiadający w portfelu aktywów - kredyty – przenosił ryzyko kredytowe wynikające z tych aktywów poprzez sekurytyzację na inwestorów kupujących określone papiery wartościowe. Środki pieniężne pozyskane z emisji bank przeznaczał na kolejne kredyty, a ryzyko z nimi związane po raz kolejny sekurytyzował poprzez emisję papierów wartościowych. Środki pieniężne pozyskane z emisji bank przeznaczał na kolejne kredyty itd.

Źródło: opracowanie własne

2.3 Rozwój kryzysu

Pojęcia „subprime” po raz pierwszy użył szef Fannie Mae dla określenia kredytów, które agencja skupowała, a które stanowiły portfel bazowy dla emitowanych przez nią MBS. Międzynarodowy Fundusz Walutowy definiuje tego rodzaju kredyty jako te, które zostały udzielone pomimo, iż brak jest weryfikacji dochodu, zła jest historia kredytowa dłużnika, niski jest rating kredytowy lub wysoki wskaźnik zadłużenia (dług do dochodu – *debt to income*)³⁰. W nomenklaturze branżowej tego rodzaju kredyty przyjęły nazwę „ninja” (*not income, not job not asset*) – co w dużym uproszczeniu charakteryzowało dłużników, jako podmioty bez stałej pracy, weryfikowalnego dochodu i bez majątku, który stanowiłby zabezpieczenie kredytu.

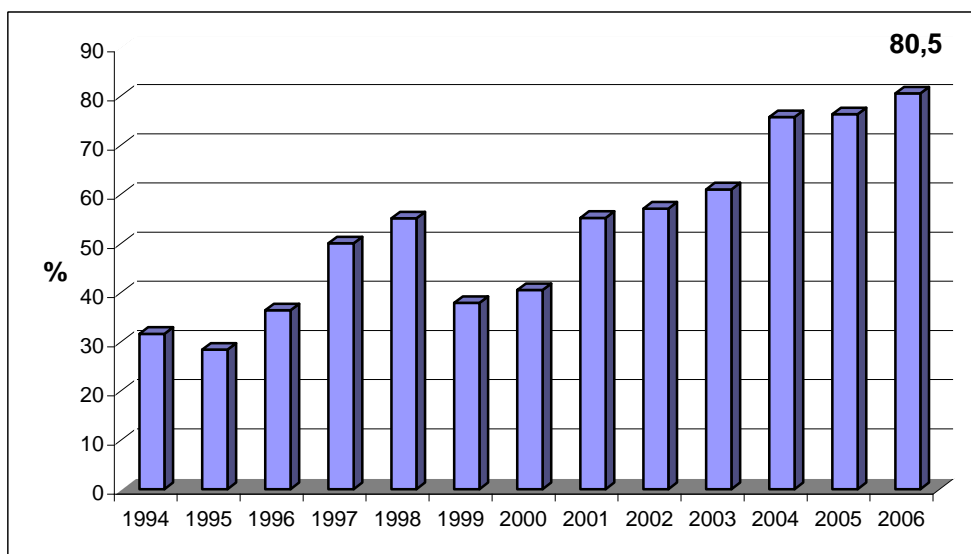
Znaczący wzrost liczby kredytów subprime nastąpił od połowy lat 90-tych. W 1994r. udział kredytów subprime na rynku hipotecznym stanowił 4,5%, zaś w 2006r. na rok przed kryzysem, było to 20%. Dodatkowo znacząco wzrósł udział instrumentów

³⁰ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2007/01/pdf/glossary.pdf>

sekurytyzacyjnych MBS gdzie portfel bazowy stanowiły właśnie kredyty subprime. W 1994r. udział tych papierów na rynku hipotecznym wynosił 30%, zaś w 2006r. było to aż 80%.

Wykres 9

Instrumenty MBS oparte o kredyty subprime



Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. R. Barth, T. Li, T. Phumiwasana, G. Yago, *A Short History of The Sub-Prime Mortgage Market Meltdown*, GH Bank Housing Journal vol.2, 2008, s.6 www.ghbank.co.th/en/journal/Vol2/index.asp

Wskazana na wykresie data 1994 r. nie jest przypadkowa bowiem pierwsza połowa lat 90-tych XXw., to ostatni okres, wolny od nacisków politycznych i niewłaściwej polityki monetarnej. Od 1998r. ówczesny prezydent USA Bill Clinton pod hasłem własny dom dla każdego Amerykanina, naciskał na poszerzenie dostępności kredytów hipotecznych. Działania te zintensyfikowano przed wyborami prezydenckimi w celu pozyskania głosów „grup kolorowych”, będących tradycyjnym elektoratem Demokratów.³¹ Szeroka dostępność kredytów hipotecznych oznaczała w tym wypadku obniżenie jakości kredytowej, a co za tym idzie wzrost ryzyka kredytowego. Jednakże, rolę gwaranta przejęły na siebie agencje rządowe jak Fannie Mae i Freddie Mac, które systematycznie obniżały kryteria wiarygodności nabywanych kredytów.

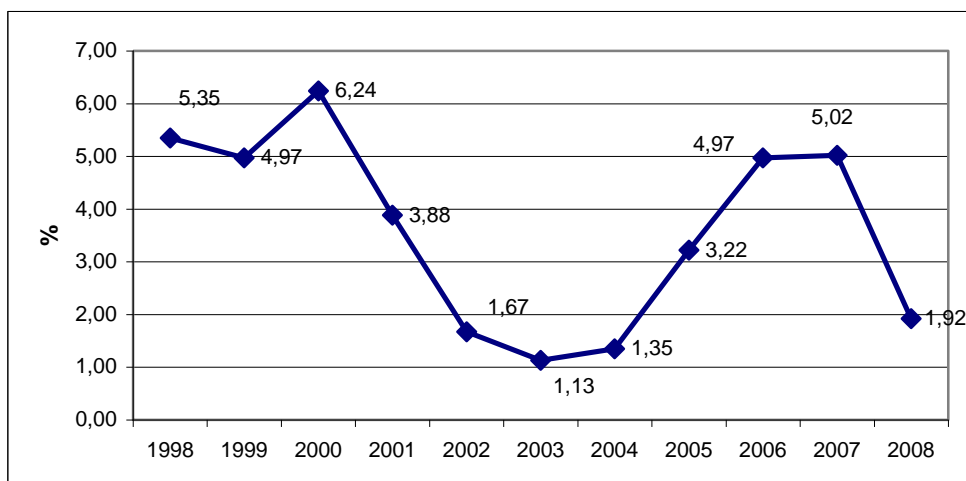
Działania polityczne zbiegły się w czasie z łagodzeniem polityki monetarnej prowadzonej przez FED. Od 2001r. w celu pobudzenia gospodarki po załamaniu rynków finansowych na skutek bańki internetowej, bank centralny pod przewodnictwem Alana Greenspan'a zaczął sukcesywnie obniżać stopy procentowe od 6% do 1%. (zob. wykres 7). To z kolei zachęcało do zaciągania kredytów nie tylko hipotecznych, chociaż tych szczególnie, ze względu na niższe standardy kredytowe.

Należy tu dodać, iż wpływ na łagodną politykę monetarną Fed i sytuację na rynku kredytów hipotecznych miały także zewnętrzne czynniki strukturalne jak stabilne ceny ropy naftowej, ale przede wszystkim wzrost gospodarczy Chin, które stały się głównym importerem USA i inwestorem obligacji skarbowych.

³¹ I. Suchodolski, Globalna „amerykańska” zaraza, Rynek Kapitałowy 11/2008 s. 18

Wykres 10

Stopa procentowa USA 1998-2008

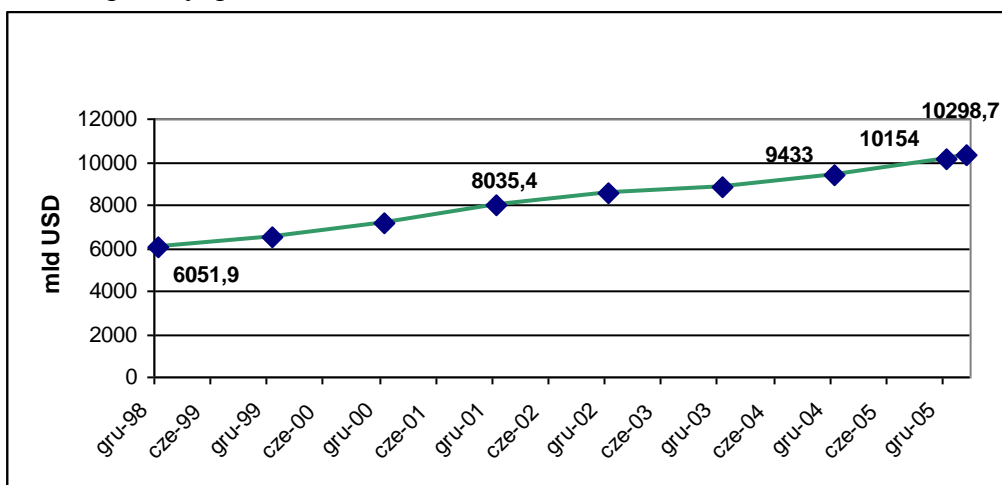


Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Selected Interest Rates, Statistics and Historical Data* Board of Governors of the Federal Reserve System, www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm

Niski poziom stóp procentowych utrzymywał się od 2001 do 2004r. pomimo optymistycznych sygnałów płynących z gospodarki realnej. Banki zostały wręcz zalane tanim pieniądzem. Wzrost podaży pieniądza mierzony miernikiem M3 wynosił na przestrzeni 3,5 roku - 28% osiągając wartość 9.300 mld dolarów (w marcu 2006 r. Rezerwa Federalna zaprzestała publikacji tego wskaźnika) Według szacunków organizacji pozarządowych we wrześniu 2008r. agregat M3 osiągnął wartość 13.600 mld \$. W ten sposób banki zostały zachęczone do udzielania coraz większej liczby kredytów, w tym subprime.

Wykres 11

Miernik podaży pieniądza M3 w USA



Źródło: *Money Stock Measures, Money Stock And Reserve Balances, Statistics and Historical Data* Board of Governors of the Federal Reserve System, www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm

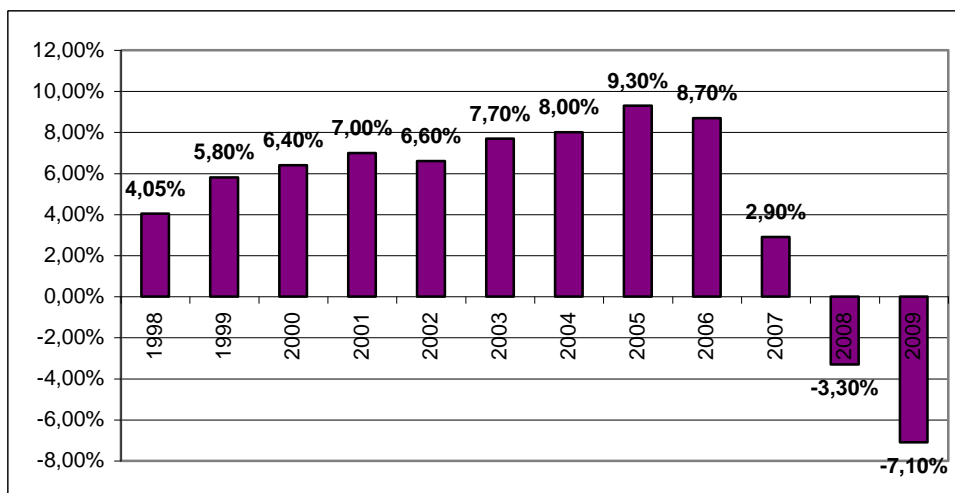
Szeroka dostępność kredytowa sprawiała, że ceny na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych zaczęły rosnąć. W 2005r. w niektórych stanach (Arizona, Kalifornia, Floryda) ceny domów wrosły ok. 25%,³² zaś średnioroczna dynamika cen w latach 2000-2006

³² Egospodarka www.egospodarka.pl 09.10.2008,

kształtowała się na poziomie 10%. Oznacza to, że dom warty 500 tys. USD w 2000r., po 6 latach wart był już niemal 800tys³³.

Wykres 12

Indeks zmian cen na rynku nieruchomości USA (1998-2009)



Źródło: opracowanie własne na podstawie *House Price Declines in Fourth Quarter*, Office of Federal Housing Enterprise Oversight 26 February 2008, www.ofheo.com

Niskie stopy procentowe, wysoka podaż pieniądza oznaczały również niską rentowność obligacji skarbowych. To z kolei zachęcało inwestorów do poszukiwania innych instrumentów o wyższej stopie zwrotu. Doskonałym rozwiązaniem okazały się sekurytyzacyjne instrumenty jak ABS, MBS i CDO, które podobnie jak instrumenty skarbowe posiadały wysokie ratingi, ale też dawały wyższe zyski. Popyt na instrumenty sekurytyzacyjne przy jednoczesnym wzrostowym trendzie na rynku hipotecznym zachęcał banki do udzielania kredytów o niskiej jakości kredytowej -subprime. I tak, przy akceptacji, czy nawet wsparciu władz monetarnych, zaczęła rosnąć bańka na rynku nieruchomości.

Wskazane czynniki ekonomiczne jak:

spadek stóp procentowych,

zastosowanie zmiennych stóp procentowych przy kredytach hipotecznych, co w analizowanym okresie obniżało koszty kredytów,

rosnące ceny na rynku nieruchomości,

obniżenie rentowności obligacji skarbowych przy podaży instrumentów sekurytyzacyjnym doprowadziły do bezprecedensowej fali optymizmu na rynkach finansowych – nie tylko Stanów Zjednoczonych. Jednakże to, co wydawało się pozytywnym efektem rozwoju gospodarki i rynków finansowych w rezultacie okazało się „sekurytyzacją ryzyka” czyli zamianą jednego rodzaju ryzyka na drugi, przy ograniczonej kontroli władz nadzorczych.

Kontrola była o tyle utrudniona, bowiem po pierwsze, złagodzone regulacje prawne umożliwiające łączenie bankowości komercyjnej z inwestycyjną^{34,35} (*ustawa .Glass Steagal Act.*) Po drugie dochodzi do rozwoju sektora pośrednictwa finansowego. Liczba kredytów i pożyczek udzielonych przez pośredników na początku lat 90-tych XX w. stanowiła ok. 30 % sektora kredytów hipotecznych, zaś 10 lat później było to już 70%. Pośrednicy finansowi wynagradzani prowizyjnie od ilości sprzedanych kredytów zainteresowani byli przede

³³ M. Tholn, *Proces sekurytyzacji aktywów w kontekście rynku kredytów subprime*, E -finanse, Finansowy kwartalnik finansowy, 10.20008 www.e-finanse.com/article.php?file=112

³⁴ W 1999r. na mocy ustawy *Gramm-Leach-Bliley Act* znanej też jako *Financial Services Modernization Act*, zniesiono ustawowy zakaz łączenia działalności depozytowo-kredytowej z inwestycyjną (*Glass- Steagall Act z 1933r.*), w rezultacie doprowadziło to do fali fuzji banków komercyjnych i inwestycyjnych i powstania konglomeratów finansowych

³⁵ Gramm-Leach-Bliley Act

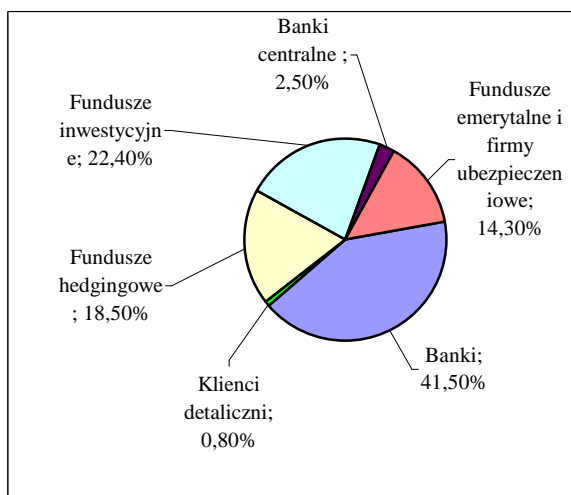
wszystkim wzrostem sprzedaży kredytów, a nie ich jakością. Na obniżenie jakości kredytowej i wpływ miał również rozwój sekurytyzacji syntetycznej, gdzie na skutek złożoności struktur prześledzenie przepływów gotówkowych było bardzo utrudnione. W taka sytuacja doprowadziła do wzrostu ryzyka nadużycia (*moral hazard*). W latach 1997-2006 wśród 3 milionów wysekurytyzowanych pożyczek - 16 tys. z nich charakteryzowało się nieprawdziwymi danymi zawartymi już we wnioskach kredytowych. Najczęściej, bo 55% oszustw, dotyczyło historii zatrudnienia i wysokości dochodów dłużnika, a w kategorii pożyczek obejmowało przede wszystkim kredyty subprime (ponad 65%). Jak wynika z raportu Federalnego Biura Dochodzeniowego – oszustwa w sektorze kredytów hipotecznych były najszybciej rozwijającą się i największą grupą przestępstw tzw. „białych kołnierzyków” (*white collar crime*).³⁶ Oczywiście już w latach 2004-2006 większość uczestników rynku, a w szczególności amerykańskie banki inwestycyjne, było świadomych pogarszającej się jakości aktywów bazowych, ale żaden z członków wspólnego łańcucha powiązań zysków nie czuł się odpowiedzialny za ograniczanie procederu i wprowadzenie odpowiednich standardów.

Inwestorzy i rating

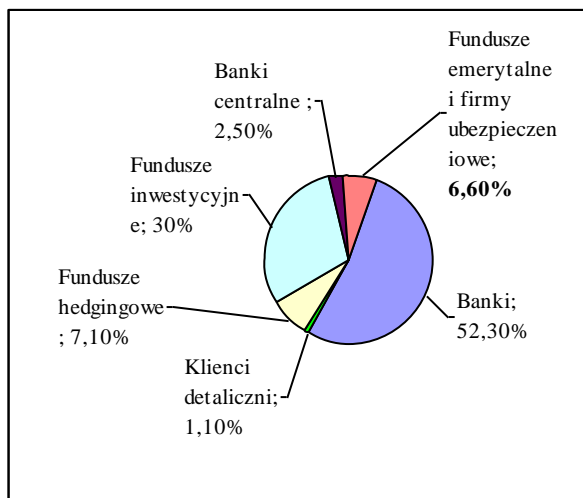
Pojawia się jednak pytanie czy inwestorzy również byli świadomi poziomu przejmowanego ryzyka. Z analiz rynkowych wynika, że inwestorami sekurytyzacyjnych papierów wartościowych były przede wszystkim banki europejskie oraz fundusze inwestycyjne i hedgingowe.

Wykres 13

Inwestorzy rynku CDO



Inwestorzy rynku ABS



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Watson R., Huet B. Regulatory Counsel, SIFMA Presentation to EU Financial Attaches Securitisation Market Background and Industry Initiatives to Promote Transparency, SIFMA, February, 2008 s.24

O ile pod rynek Stanów Zjednoczonych nie miał konkurentów w zakresie emisji instrumentów sekurytyzacyjnych, o tyle 70% emisji skierowana była na zewnątrz rynku. Z kolei emisje europejskie przejmowane były przez inwestorów z rynku wewnętrznego. Wygórowane oczekiwania inwestorów, co do wysokości stopy zwrotu sprawiły, iż banki – przede wszystkim amerykańskie (na 15 czołowych światowych inicjatorów sekurytyzacyjnych instrumentów w 2006r. tylko 3 pochodziło spoza USA – zobacz tabela1) emitowały instrumenty sekurytyzacyjne oparte o coraz bardziej ryzykowne portfele. Niemniej jednak sekurytyzacyjne papiery wartościowe ze względu na wysokie ratinigi

³⁶ Restoring Confidence in the Securitization Markets, American Securitization forum, European Securitisation Forum, Australian Securitisation Forum, Securities Industry Financial Markets Association, December 3, 2008, s.22 za: Financial Crimes Report to the Public Fiscal Year 2006, October 1, 2005 – September 30, 2006, Federal Bureau of Investigation.s.21

inicjatora i wsparcie w postaci CDS otrzymywały noty na poziomie inwestycyjnych AAA, a inwestorzy posługiwali się właśnie tym miernikiem dla określenia poziomu ryzyka.

Tabela 3

Inicjatorzy sekurytyzacyjnych instrumentów w 2006

	emitenci ABS, MBS CDO	kraj	wartość emisji (mld USD)	liczba transakcji
1	Countrywide	USA	144,3	218
2	Lehman Brothers	USA	103,6	179
3	GMAC	USA	95,7	153
4	Royal Bank of Scotland	Wlk. Brytania	79,8	83
5	Bear Stearns	USA	73,2	104
6	Washington Mutual	USA	70,8	83
7	Goldman Sachs	USA	64,6	109
8	J.P. Morgan Chase	USA	59,8	87
9	Wells Fargo	USA	46,7	43
10	Morgan Stanley	USA	46,4	60
11	Deutsche Bank	Niemcy	45,5	86
12	Citigroup	USA	44,6	84
13	Credit Suisse	Szwajcaria	44,3	73
14	Bank of America	USA	41,7	70
15	IndyMac	USA	39,4	81

Źródło: Issuers of Worldwide Asset- and Mortgage-Backed Securities in 2006, 12/30/2006

<http://www.abalert.com/ranking.php?rid=72>

Wysokie noty ratingowe połączone ze wsparciem dobrze ocenianych banków inwestycyjnych, które zajmowały się plasowaniem emisji oraz ubezpieczeniem w postaci kontraktu CDS, którego udzielał np. AIG, nie budziły wątpliwości inwestorów, tym bardziej, że do 2006r. nie było innych narzędzi oceny ryzyka. Indeksy dla instrumentów ABS CMBS czy CDS pojawiły się na „chwile” przed kryzysem. Brak danych historycznych indeksów nie pozwolił na efektywne ich wykorzystywanie. Oczywiście nie zwalnia to inwestorów z odpowiedzialności za zrozumienie mechanizmów działania nowych instrumentów finansowych, jednakże, co warto podkreślić w miarę rozwoju procesu sekurytyzacji zdobycie pełnych informacji na temat struktury procesu stało się niemal niemożliwe³⁷. Dopiero załamanie na rynkach finansowych w 2007 r. wykazało rzeczywistą ocenę ryzyka „toksycznych aktywów”. Wśród 198 transz instrumentów ABS CDO o ocenie AAA w przeciągu miesiąca agencja Moody's obniżyła noty o 7 klas, zaś dla 30 transz rating obniżono o 10 klas do poziomu poniżej inwestycyjnego. Dla porównania skali przenoszonego ryzyka warto zauważyć, iż agencja Moody's od 1970r. dla obligacji korporacyjnych o ratingu AAA nie obniżyła jednorazowo not o więcej niż 6 klas³⁸.

Rola ratingu w procesie sekurytyzacji niewątpliwie rosła w badanym okresie, o czym świadczy liczba nadawanych ocen dla papierów sekurytyzacyjnych. Na początku 2006r. liczba ocen ratingowych była o 40% wyższa w stosunku do 2005r., przy czym należy podkreślić, iż agencje odnotowały wzrosty liczby ocen w każdym sektorze sekurytyzacyjnym

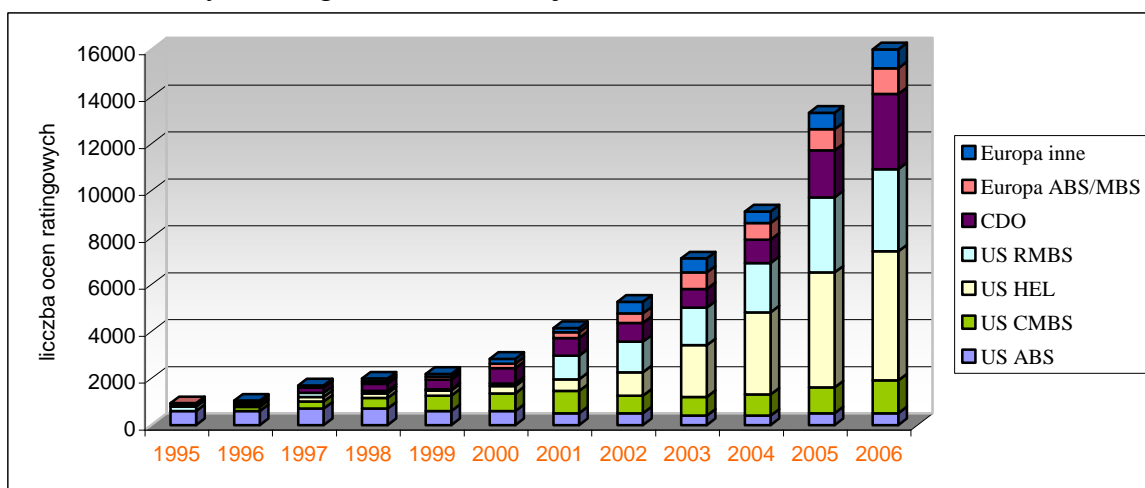
³⁷ Szczególnie chodzi tu o przepływy środków pieniężnych, co warunkuje wykup obligacji, jednakże możliwości nadużycia w tym zakresie przepływów pieniężnych były bardzo duże

³⁸ M. A. Olszak Międzynarodowy rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego Bank i Kredyt. Marzec 2006; Credit Risk Transfer by EU Banks: activities, risk and risk management, European Central Bank, May 2004.

(zob. wykres) Agencja Moody's wskazywała w 2006r. na rekordową liczbę przyznanych nowych ratingów. Było to 15 134 not – dla 2953 transakcji sekurytyzacyjnych, co oznacza 19% wzrost w stosunku do roku 2005, gdzie liczba nowo przyznanych ratingów wyniosła 12 744³⁹. Należy podkreślić wzrost ratingów nadawanych dla instrumentów CDO, bowiem w 2006r. liczba ocen wzrosła aż o 69% w stosunku do roku poprzedniego, co wyraźnie wskazuje na przesunięcie zainteresowania zarówno inicjatorów jak i inwestorów na rynek transferu ryzyka.

Wykres 14

Liczba nadawanych ratingów - nowe emisje w latach 1995-2006



Źródło: *Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2006*, Moody's Special Comment April 2007, s.4.

Biorąc pod uwagę wzrost znaczenia ratingu dla nowych instrumentów oraz późniejsze znaczące obniżenia ocen na skutek kryzysu pojawia się zasadnicze pytanie: czy błędy w ocenie ryzyka popełnione przez agencje ratingowe nie wynikają z faktu poważnego konfliktu interesów?

Ocena ratingowa w procesie sekurytyzacji, nie jest dodatkowym elementem, mającym na celu podniesienie atrakcyjności emisji i inwestycji, ale jest celem samym w sobie dla inicjatora i emitenta procesu. Celowość oceny ratingowej w sekurytyzacji powoduje, iż w trakcie procesu nadawania ratingu komunikacja między inicjatorem, emitentem i agencją ratingową jest bardzo ścisła. W takim działaniu nie ma nic dziwnego, jednakże w momencie, gdy inicjator bądź emitent uzyskują informację od agencji ratingowej o planowanym poziomie przyznanego ratingu (*ex-ante*), mogą w odpowiedzi dokonać wskazanych zmian w strukturze, np. w zakresie zabezpieczenia kredytowego, by cel jakim jest ocena ratingowa na poziomie inwestycyjnym został osiągnięty. Ponadto z punktu widzenia agencji ratingowych sekurytyzacja była istotnym źródłem dochodu. Jak wskazywał Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) dochód z transakcji sekurytyzacyjnych uzyskiwany przez agencje ratingowe stanowił ponad 50% ich całego dochodu i, co najważniejsze, segment sekurytyzacyjny był oceniany jako najszybciej rozwijające się źródło dochodu na rynku kapitałowym⁴⁰. Taka zależność agencji ratingowych od sekurytyzacji musi budzić liczne wątpliwości co do obiektywizmu oceny i wskazania rzeczywistego poziomu ryzyka, tym

³⁹ *Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2006*, Moody's Special Comment April 2007, s.4.

⁴⁰ *Role of Rating in Structured Finance: issues and implications*, Committee on Global Financial System of the Bank for International Settlements, January 2005. s 41 www.bis.org/publ/cgfs23.htm

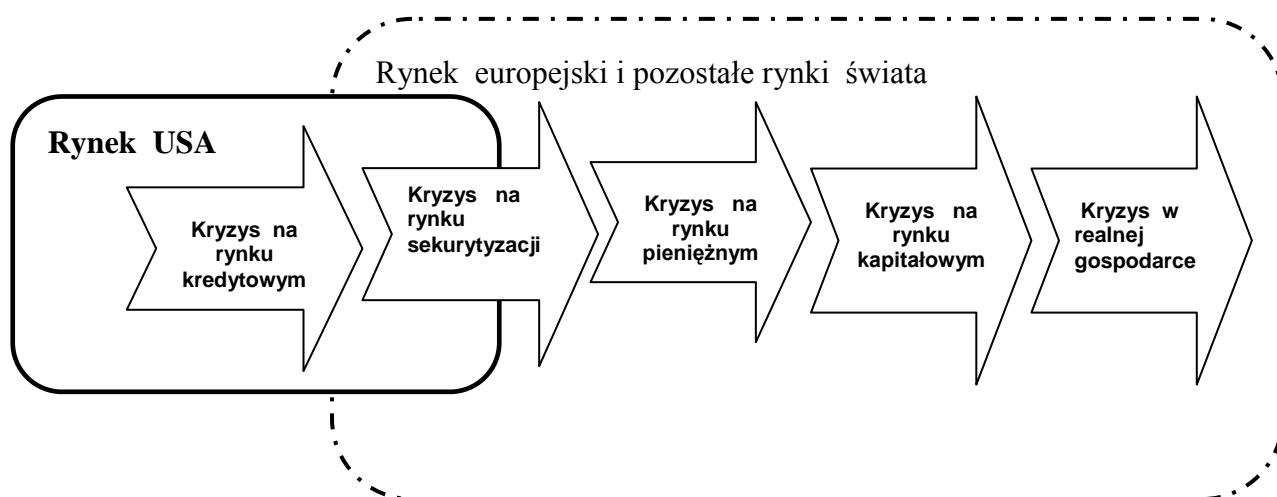
bardziej, iż agencje opłacane były przez inicjatorów, a nie przez inwestorów⁴¹. Otrzymując premię od inicjatora, który wybiera agencję, może być ona zachęcana do działania bardziej na jego korzyść niż w interesie inwestora, co w rezultacie prowadzi do wykazania wyższej oceny nie odpowiadającej rzeczywistemu ryzyku skumulowanemu w sekurytyzacji. Kryzys finansowy uwypuklił działania agencji i niestety zaufanie pokładane w tych instytucjach jest najniższe od lat.⁴²

Mechanizm zarażania rynku

Kryzys finansowy, który pojawił się na rynku nieruchomości i kredytów hipotecznych w 2007r. w Stanach Zjednoczonych, rozwinął się na szeroką skalę w kontekście struktury rynku ze względu na współzależność instrumentów finansowych (*globalizacja instrumentów*), ale również objął większość gospodarek świata ze względu na współzależność rynków (*globalizację rynków*). Jednocześnie należy tu również wskazać globalizację ryzyka, bowiem ryzyko ujawnione w jednym segmencie rynku przyniosło negatywne skutki w drugim. Oznacza to, że działania w zakresie prewencyjnym powinny być podejmowane już nie lokalnie, ale właśnie na szczeblu międzynarodowym.

Schemat 4

Ujawnione ryzyko i jego skutki



Źródło: opracowanie własne

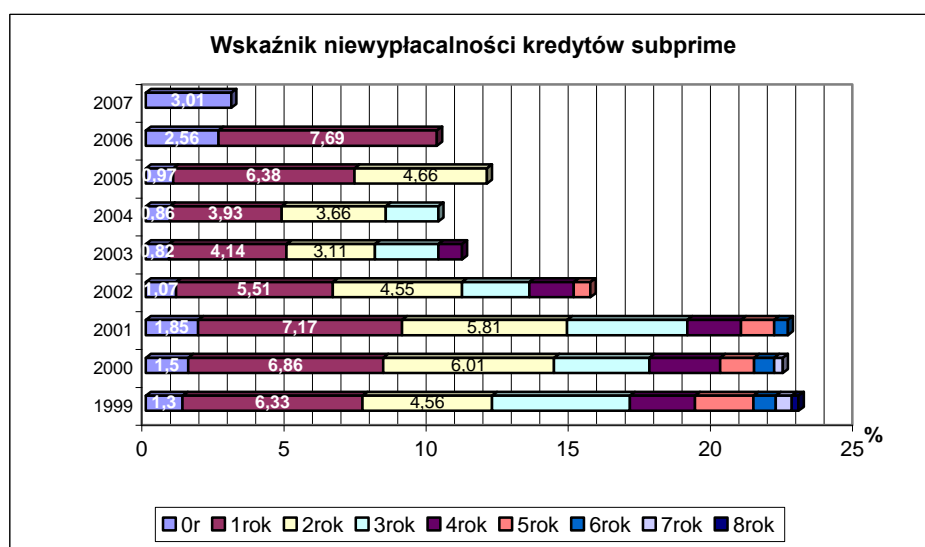
„Iglą”, która przekłufa narastający balon na rynku kredytów hipotecznych w USA była podwyżka stóp procentowych w 2006r.(zob. wykres 7) Koszty kredytu o zmiennym oprocentowaniu zaczęły rosnać, co ograniczyło popyt na rynku nieruchomości, a ceny domów zaczęły spadać. Oznaczało to, iż wartość domu kupionego 2 lata wcześniej była niższa niż wartość kredytu. Jednocześnie z roku na rok rosła liczba niewypłacalnych dłużników kredytów *subprime*. O ile w 2003r. w okresie niskich stóp procentowych wskaźnik niewypłacalności dla 1 roku wynosił 0,82%, to na koniec 2006r. było to już 2,56%, zaś w drugim roku spłat kredytowych w 2006r. wskaźnik ten wynosił aż 7,69% i był o 85% wyższy dla analogicznego okresu z 2003r.

⁴¹ W procesie nadawania oceny ratingowej dla innych instrumentów niż ABS, np. dla obligacji korporacyjnych podmiotem zgłaszającym się do agencji jest emitent.

⁴² P. Young, Regulation of rating agencies is no panacea, Financial Times 28.07.2008

Wykres 15

Wskaźnik niewypłacalności w USA



Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. R. Barth, T. Li, T. Phumiwasana, G. Yago, *A Short History of The Sub-Prime Mortgage Market Meltdown*, GH Bank Housing Journal vol.2, 2008, s.6 www.ghbank.co.th/en/journal/Vol2/index.asp

Wyraźny wzrost odsetka niewypłacalności kredytów subprime miał istotny wpływ na sytuację finansową kredytodawców. Już 3 stycznia 2007r. bankrutuje *Ownit Mortgage Solution Inc.*, spółka pośrednicząca w udzielaniu kredytów hipotecznych – w tym przede wszystkim subprime. W ciągu czterech kolejnych miesięcy upada 25 instytucji kredytowych na czele z największą *New Century Financial*. Oprócz kredytodawców negatywne skutki kryzysu na rynku nieruchomości odczuły instytucje finansowe, które w swoich portfelach posiadały instrumenty oparte o tego rodzaju kredyty. W czerwcu 2007r. 2 fundusze hedgingowe Bear Stearns, ogłaszają, iż poniosły straty na rynku sekurytyzacyjnym, które wynosiły 3,8 mld USD.

We wrześniu 2007r. pierwsze symptomy kryzysu pojawiają się na rynku europejskim, kiedy to brytyjski bank Northern Rock, ze względu na swoje inwestycje w amerykańskie obligacje typu MBS ogłosił problemy z płynnością, na skutek czego 6 miesięcy później został znacjonalizowany, a brytyjski skarb państwa zadłużył się na 100 mld. funtów. Z kolei francuski bank BNP Paribas, zawiesił działalność swoich trzech funduszy inwestycyjnych o kapitale 2 mld euro, ze względu na straty na amerykańskim rynku sekurytyzacyjnym

Następne miesiące przynoszą straty kolejnym bankom jednakże to co należy podkreślić, wszystkie te podmioty inwestowały nie tylko w amerykańskie obligacje hipoteczne, ale i inne sekurytyzacyjne instrumenty. Należy tu w skazać takie banki jak: CitiGroup (11 mld USD strat); Bank of America (3,7 mld USD) Wachovia (2,1 mld USD), brytyjski Bank of Scotland (3 mld USD), francuski Credit Agricole (2,5 mld euro), czy niemiecki Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW 3.5 mld euro)

Z punktu widzenia rynku hipotecznego USA najbardziej znamienym wydarzeniem była nacjonalizacja agencji rządowych Fannie Mae i Freddie Mac (7.09.2008). Brak płatności napływających od dłużników pożyczek hipotecznych skutkowało bowiem brakiem wykupu instrumentów MBS i subprime MBS przez ich emitentów. Stąd z obawy przed całkowitym załamaniem rynku rząd Stanów Zjednoczonych przejmuje odpowiedzialność za kredyty, gwarancje i wykup obligacji łącznie na kwotę 10 bln USD.

Bezpośrednim skutkiem zaistniałej sytuacji było gwałtowne ograniczenie popytu na instrumenty typu MBS, co spowodowało gwałtowny spadek ich cen. W krótkim czasie instrumenty uchodzące za bezpieczne stały się właściwie bezwartościowe. Jednakże to, co

należy podkreślić, to fakt szybkiego rozprzestrzeniania się ryzyka na całym rynku sekurytyzacyjnym. Na początku 2008r. obrót instrumentami sekurytyzacyjnymi właściwie już nie istniał. Wartość emisji sekurytyzacyjnych ABS zmniejszyła się o 75% zaś CDO o niemal o 90% (zob. wykresy 2,3). Jednakże szczególnie dotkliwie banki odczuły odejście inwestorów na rynku krótkoterminowych papierów komercyjnych typu ABCP, bowiem musiały uruchamiać linie kredytowe dla SPV w celu finansowania ich aktywów. Zwiększyło to popyt na płynność na rynku międzybankowym, czemu niestety towarzyszyła ograniczona podaż. Na skutek asymetrii informacji podmioty bankowe nie miały pewności co do sytuacji finansowej swoich partnerów. Pojawił się więc kryzys wzajemnego zaufania, co doprowadziło do wzrostu rynkowych stóp procentowych, przy jednoczesnej obniżce stóp wprowadzonej przez bank centralny (do 0,25%).

I tak kryzys zapoczątkowany na rynku kredytów hipotecznych przeniósł się na rynek sekurytyzacyjny, a następnie objął rynek pieniężny. To czego najbardziej się obawiano to całkowite załamania obrotów na rynku międzybankowym już nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale w całej Europie.

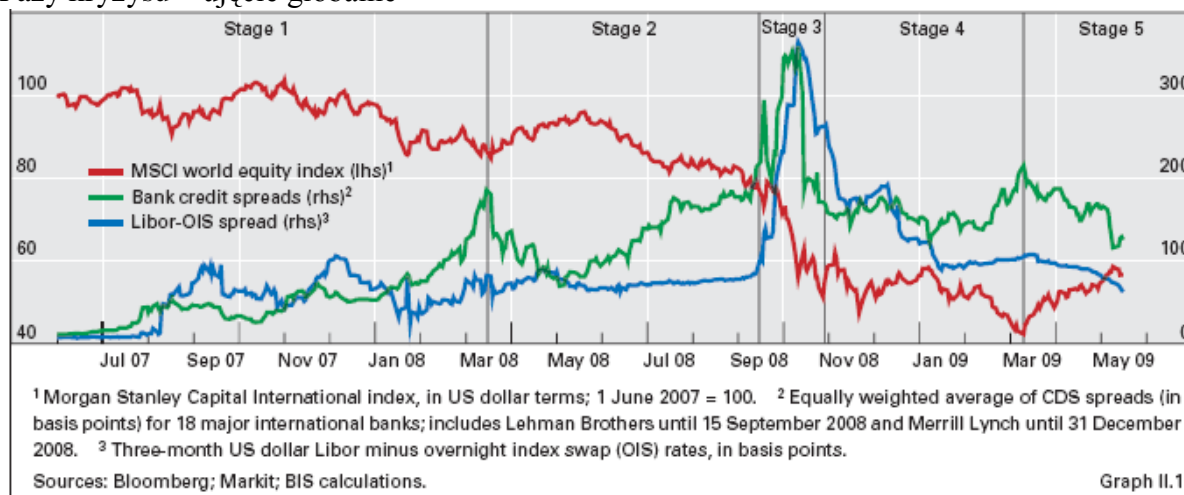
Kolejnym rynkiem dotkniętym przez kryzys był rynek instrumentów pochodnych. W związku z wyprzedają instrumentów sekurytyzacyjnych o partych o kredyty (MBS i ABS) wzrosły obawy inwestorów w stosunku do syntetycznych CDO, które w swoich strukturach posiadały kontrakty CDS. Wyprzedaży tego rodzaju papierów wartościowych towarzyszyły obniżenia not ratingowych oraz wzrosty wyceny instrumentów pochodnych, co oznaczało wzrost ryzyka kumulowanego w danych papierach wartościowych i odwrót inwestorów z rynku instrumentów pochodnych.

Kryzys na rynku kredytowym, pieniężnym i instrumentów pochodnych szybko obejmuje rynek kapitałowy. Fala spadków indeksów akcyjnych nastąpiła nie tylko na skutek spadku cen akcji banków, ale przede wszystkim jako wynik wyprzedaży akcji przez fundusze inwestycyjne i hedgingowe, które posiadały w swoich portfelach ryzykowne transze CDO, przez co poniosły ogromne straty. Pesymistyczne nastroje zaczęły obejmować wszystkie grupy inwestorów, którzy zaczęli wyzybywać się swoich waleń już niekoniecznie związanych z sektorem finansowym. Spadki na giełdzie nowojorskiej stały się sygnałem do spadków na innych giełdach światowych. Ryzyko zaczęło się przenosić z rynku na rynek już nie tylko pod względem strukturalnym, ale i geograficznym.

Rozprzestrzenianie się ryzyka między poszczególnymi segmentami rynku w oparciu o mierniki jak światowy indeks akcji MSCI, LIBOR, i spready na CDS przedstawia wykres 16.

Wykres 16

Fazy kryzysu – ujęcie globalne



Źródło: BIS 79th Annual Report 2008/09, Bank for International Settlements, s. 16, www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.htm

Zgodnie z wykresem 16 punkt kulminacyjny kryzysu przypada na wrzesień 2008r. wtedy też dochodzi do upadku amerykańskiego banku Lehman Brothers Holdings Inc.(15.09.2008) i od tego czasu datuje się załamanie bankowości inwestycyjnej w USA oraz rozpoczęcie walki z kryzysem na skalę międzynarodową. Rząd Stanów Zjednoczonych jeszcze we wrześniu 2008 r ogłasza program pomocy dla instytucji posiadających „toksyczne aktywa „ TARP opiewający na 700 mld USD.

Zaangażowanie rządów i banków centralnych w ratowanie sektora finansowego było istotne bowiem skutki kryzysu przejawiały się w osłabieniu gospodarek realnych. Ograniczenie dostępności do kredytów skłaniało przedsiębiorców do ograniczenia inwestycji, a co za tym idzie pojawiło się zagrożenie wzrostu bezrobocia. To z kolei ograniczało popyt konsumpcyjny i hamowało rozwój gospodarczy. Stąd też programy pomocowe, jak np. dofinansowania zakupów samochodów dla ratowania sektora motoryzacyjnego w USA i Niemczech okupione została bardzo dużymi deficytami rosnącym długiem publicznym, czego nie da się utrzymać w dłuższym okresie. Wysoka wartość deficytów budżetowych⁴³ była możliwa dzięki polityce monetarnej banków centralnych, które obniżały stopy procentowe niemal do zera i zwiększały przez to podaż pieniądza. Jednakże łagodna polityka monetarna i fiskalna może w końcu prowadzić do kryzysu budżetowego, rosnącej inflacji i kolejnej bańki kredytowej. Stąd konieczne jest wprowadzenie strategii odwrotu w postaci wycofania nadmiernej płynności, redukcji wydatków i podniesienia wpływów. Jednakże pojawia się pytanie kiedy to zrobić i na jaką skalę żeby z kolei nie doprowadzić ponownie do deflacji i recesji.

Podsumowując należy zauważyć, że kryzys finansowy pojawił się na skutek czynników niezależnych bezpośrednio od instrumentów transferu ryzyka.

Jako główne przyczyny kryzysu finansowego z 2007r. wskazuje się:

niewłaściwą politykę monetarną Rezerwy Federalnej,
liberalną politykę udzielania kredytów,
mało ostrożną politykę fiskalną,
agresywną działalność inwestycyjną,
niewłaściwy nadzór sektora bankowego.

Zatem biorąc pod uwagę powyższe prawdziwe wydaje się stwierdzenie, że:

ryzyko objawia się w postaci zawirowań, czy kryzysów na skutek braku kontroli jakości przejmowanego ryzyka i wzrostu apetytu na premię za przejmowane ryzyko;

nowe instrumenty finansowe umożliwiają transfer ryzyka między rynkami, ale przeniesienie ryzyka nie oznacza jego eliminacji;

transfer ryzyka ma charakter zarówno strukturalny – czyli między poszczególnymi segmentami rynku, jak i geograficzny (tu z USA do Europy i reszty świata);

obecny kryzys uczy nie tego, że banki nie powinny korzystać z rynków nowych instrumentów finansowych, tylko tego, że nawet największe i najbardziej płynne rynki są zależne od jakości podstawowych aktywów;

nowe rynki i nowe instrumenty, które powstały w ciągu ostatnich 30 lat na stałe zmieniły obraz rynków finansowych, a sytuacja kryzysowa powinna uświadomić, że nie jesteśmy w stanie uciec od ryzyka.

Dlatego też, aby ograniczyć niestabilność rynków finansowych w kontekście transferu ryzyka należy podjąć działania o charakterze międzynarodowym mające na celu prowadzenie ostrożnej polityki pieniężnej, służącej nie tylko realizacji celu inflacyjnego, ale przede wszystkim minimalizowanie wpływu pojawiających się bąbli spekulacyjnych. Istotnym postulatem jest również naprawa regulacji bankowych, których podstawowym celem powinno być hamowanie nadmiernej kreacji kredytowej. I ostatnim czynnikiem wpływającym na

⁴³ w 2009 r. deficyt budżetowy mierzony jako % PKB wynosił: w USA -13,5%; Wlk. Brytania -11,6%; Francja -7,4%; Włochy -5,9%, Niemcy -4,6%, Chiny -4,3%, Japonia -10,3%.

poprawę stabilności jest ograniczenie asymetrii informacji w zakresie przepływów środków pieniężnych związanych z rozwojem nowych instrumentów finansowych.

3. Instytucje i mechanizmy ograniczające ryzyko na rynkach finansowych

3.1. Międzynarodowe instytucje nadzoru.

Wzrost ryzyka destabilizacji światowego systemu finansowego stał się przyczyną działań mających ograniczyć to ryzyko. Dotyczą one wzmacniania stabilności międzynarodowego systemu finansowego a zwłaszcza wprowadzania międzynarodowych norm i standardów bezpieczeństwa, nadzoru rynków finansowych.

Obserwuje się jednocześnie jako odpowiedź na zagrożenie destabilizacji rynków finansowych wzrost oficjalnych rezerw walutowych, rozwój rynku instrumentów pochodnych, wzrost znaczenia ocen wystawianych przez agencje ratingowe.

Ochrona stabilności finansowej nie jest zawarta w mechanizmach rynkowych i dlatego konieczna jest siatka bezpieczeństwa rynków finansowych na różnych poziomach. Taką siatkę bezpieczeństwa tworzą obecnie banki centralne- jako pożyczkodawcy ostatniej szansy, instytucje nadzoru nad rynkami finansowymi, systemy gwarancji depozytów oraz działania rządów.

Istnieje szereg instytucji międzynarodowych i różnego rodzaju komitetów, które popierają stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Wszystkie te organizacje współpracują ze sobą w celu opracowania standardów bezpieczeństwa rynków finansowych oraz ich nadzoru. Niezbędnym elementem oceny stanu stabilności są statystyki międzynarodowe dostarczane przez banki centralne. Powstały w bieżącym roku przy Banku Rozrachunków Międzynarodowych Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics⁴⁴ będzie organizował wielodyscyplinarne spotkania i seminaria dotyczące statystyk banków centralnych. Należy dodać, że wraz ze wzrostem zagrożeń stabilności międzynarodowego systemu walutowego wzrasta liczba różnego rodzaju instytucji zajmujących się tą problematyką.

Do najważniejszych globalnych instytucji konsultacyjnych, regulacyjnych i nadzorczych rynku finansowego obok takich tradycyjnych instytucji jak MFW, Bank Światowy, Bank Rozrachunków Międzynarodowych należy zaliczyć :

- Komitet Globalnego Systemu Finansowego,
- Forum Stabilności Finansowej,
- Grupę Specjalną ds. Przeciwdziałania Praniu Pieniędzy

Oprócz wymienionych organizacji adresowanych do całego rynku finansowego istnieją instytucje zajmujące się poszczególnymi segmentami globalnego rynku są to:

- Komitet Bazylejski nadzorujący międzynarodowe banki,
- Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych regulująca rynki kapitałowe,

- Międzynarodowe Stowarzyszenie Kontroli Ubezpieczeń nadzorujące rynek ubezpieczeń

Można wymienić również inne wyspecjalizowane organizacje zajmujące się opracowywaniem międzynarodowych standardów finansowych jak:

- Międzynarodowa Izba Standardów Rachunkowości,
- Międzynarodowa Federacja Ekspertów Rachunkowości,
- Komitet ds. Płatności i Systemów Rozliczeń.⁴⁵

Nie będzie tu przedstawiona szczegółowa działalność MFW, BIS i BŚ i innych organizacji, natomiast zostaną pokrótce omówione ostatnie działania podejmowane międzynarodowe środowisko finansowe i gospodarcze mające na celu likwidację kryzysu.

⁴⁴ Komitet jest stowarzyszony z Międzynarodowym Instytutem Statystycznym (International Statistical Institut)

⁴⁵ Szerzej patrz : E. Chrabonszczewska, Międzynarodowe organizacje finansowe. SGH Warszawa 2005

Międzynarodowe standardy stabilności międzynarodowego systemu finansowego

Po kryzysach lat 90 MFW i Bank Światowy podjęły inicjatywę dotyczącą wprowadzenia w życie norm i kodeksów międzynarodowych mających wzmocnić architekturę międzynarodowego systemu finansowego. Miało to wpłynąć na zmniejszenie ryzyka krajów członkowskich, wzmocnienie ich instytucji, dostarczyć informacji o sytuacji na rynkach finansowych, polepszyć dyscyplinę na rynkach również na międzynarodowych rynkach bankowych.

W ramach tej inicjatywy sformułowano 12 kluczowych standardów stabilności międzynarodowego systemu walutowego dotyczących różnych dziedzin pogrupowanych w trzy grupy tematyczne. Twórcami poszczególnych kodeksów i zasad są międzynarodowe organizacje finansowe i nadzoru rynków finansowych jak: MFW, OECD, Bank Światowy, Komitet Bazylejski.

12 standardów zostało ujęte w 3 grupach:

- I. Polityka ekonomiczna i przejrzystość
- II. Infrastruktura rynkowa i instytucjonalna
- III. Regulacja i nadzór sektora finansowego

Dla stabilności międzynarodowego systemu finansowego nie wystarczy sformułowanie standardów bezpieczeństwa rynków finansowych. Dopiero wprowadzanie ich w życie i przestrzeganie daje nadzieję na ograniczanie ryzyka destabilizacji. Dlatego też ocena funkcjonowania w praktyce norm i kodeksów została podjęta przez MFW i Bank Światowy.

W inicjatywie dotyczącej oceny sektora finansowego wzięły udział 122 kraje⁴⁶. Według raportów oceniających przestrzeganie norm i kodeksów kraje wschodzących rynków mają pozytywną opinię co do kodeksów gdyż pozwoliły im na polepszenie dialogu z MFW i Bankiem Światowym. Inicjatywa spowodowała lepsze określenie celów i ram polityki gospodarczej i wzmocnienie instytucji w krajach członkowskich. Jeżeli chodzi o ograniczenie ryzyka to rezultaty nie są zbyt widoczne jednak nastąpił postęp. Natomiast jeżeli chodzi o dostarczanie informacji o rynkach to uzyskane efekty są dalekie od oczekiwań.

Przestrzeganie stosowania norm i kodeksów w różnych regionach nie jest jednakowe. Najwyższe uczestnictwo w programie oceny przestrzegania norm i kodeksów notuje się w krajach Europy, najniższe w krajach Afryki subsaharyjskiej. Część krajów zadeklarowała chęć uczestnictwa w po przeprowadzeniu reform. USA i Chiny nie biorą udziału w programie oceny sektora finansowego. Jednak twórcy norm i kodeksów mają nadzieję, że stopniowy wzrost udziału krajów i upowszechnianie przestrzegania tych norm spowoduje ograniczenie ryzyka na rynkach finansowych i przyczyni się do wzrostu ich stabilności.

Globalny nadzór bankowy

Większość rynków jest poddanych procesowi regulacji ze strony państwa oraz specjalnie w tym celu powołanych instytucji nadzoru. Dlatego należy regulować i nadzorować rynki finansowe oraz banki międzynarodowe. W literaturze wymienia się kilka takich powodów:

- ochrona inwestorów działających na rynkach finansowych
- zapobieganie nadużyciom monopoli
- ochrona rynku przed działalnością kryminalną
- ochrona przed zewnętrznymi wpływami na rynek (externalities).⁴⁷

Należy podkreślić, że na rynkach finansowych istnieje bardzo duża koncentracja firm finansowych i banków co wpływa na szybkie rozprzestrzenianie się kryzysów i zagraża stabilności międzynarodowego systemu finansowego. Uwarunkowaniem regulacji bankowej jest również globalizacja usług finansowych i wzrost konkurencji .

Nadzór bankowy jest jedną z 12 dziedzin wchodzących w skład kluczowych zasad stabilności międzynarodowego systemu finansowego. Celem nadzoru bankowego jest zapewnienie bezpiecznego i efektywnego funkcjonowania banków. Chodzi tu o minimalizację ryzyka na

⁴⁶ Le FMI doit privilegier son travail sur le secteur financier. FMI, 21 novembre 2005

⁴⁷ Heffernan S., Modern Banking , ed. John Wiley & Sons Ltd. England 2005

jakie narażone są banki a zwłaszcza o unikanie ryzyka złej polityki, ryzyka technicznego oraz finansowego.

Kryzysy bankowe są w stanie spowodować załamanie stabilności międzynarodowego systemu finansowego.

Ustalone dla wszystkich zasady bezpieczeństwa banków międzynarodowych mają na celu utrzymanie zdrowego i bezpiecznego systemu płatności, kontrolę płynności systemu bankowego, regulację alokacji zasobów finansowych dla osiągnięcia określonych celów polityki gospodarczej, kontrolę przepływów kapitału cross-border, popieranie konkurencji i efektywności usług bankowych.

W odróżnieniu od banków krajowych banki międzynarodowe mają szereg możliwości wyboru co do lokalizacji swoich oddziałów i filii zagranicznych, form organizacji działalności zagranicznej, produktów bankowych czy stosowanych form rozliczeń.

Klasyfikacja regulacji bankowych

Regulacje bankowe mogą dotyczyć różnych aspektów działalności międzynarodowej i dlatego należy dokonać ich klasyfikacji.

Z punktu widzenia skutków można wyodrębnić regulacje dotyczące wejścia banków do kraju oraz dotyczące sfery operacyjnej.

Jeżeli chodzi o restrykcje dotyczące wejścia banków zagranicznych to mogą się one wahać od całkowitego zakazu obecności banków zagranicznych poprzez dopuszczenie tylko do utworzenia biura reprezentacyjnego, filii, oddziału, czy udziałów większościowych.

Restrykcje z zakresu działalności operacyjnej mogą wprowadzać ograniczenia ilościowe co do aktywów (pułapy kredytowe, walutowe, składu portfela aktywów, swapów walutowych), bądź restrykcje ograniczające płynność banków (zróżnicowanie wymogów dotyczących rezerw obowiązkowych, ubezpieczenia depozytów, refinansowania, dostępu do subwencji na finansowanie eksportu).

Ze względu na przepisy prawne dotyczące banków międzynarodowych można wyróżnić: przepisy dotyczące kraju goszczącego, kraju pochodzenia, przepisy o wzajemności, zasady polityki harmonizacji, przepisy o separacji nadzoru i odpowiedzialności o wypłacalności i płynności.⁴⁸

Regulacje dotyczące bankowości międzynarodowej mogą być formułowane na szczeblu globalnym i adresowane do wszystkich banków prowadzących działalność międzynarodową, mogą mieć wymiar regionalny (np. Dyrektywy UE), mogą też dotyczyć szczebla krajowego.

Na regulacje bankowe miały wpływ niektóre upadki banków wskazujące na luki w przepisach i normach bezpieczeństwa w działalności bankowej o czym wspominaliśmy wcześniej.

W 1999 roku Komitet Bazylejski sformułował nową umowę kapitałową (New Capital Adequacy Framework), która po dyskusji i uzgodnieniach w roku 2004 zastąpiła umowę z 1988 roku. Nowa umowa oparta została na 3 filarach:

-ściślejszym powiązaniu norm funduszy własnych z efektywnym ryzykiem na rynkach finansowych,

-wzmocnieniu kontroli banków,

-zwiększeniu skuteczności dyscypliny na rynkach finansowych poprzez uniformizację informacji finansowej banków.

Filar I uwzględnia różnego rodzaju ryzyka w działalności banków: kredytowe, rynkowe i operacyjne które są uwzględnione w pomiarze adekwatności kapitałowej. Banki mogą wybrać albo metodę standardową albo metodę opartą na wewnętrznej ocenie ryzyka. Rozszerzony został wachlarz norm stosowanych do różnego rodzaju ryzyka. Np. dla kredytów udzielnych klientom o doskonałym notowaniu norma wymaganych funduszy może być obniżona z 8% do 1,6% co pozwala na elastyczne zarządzanie ryzykiem.

⁴⁸ Kim T., International money & banking op.cit S.275-284

Współczynnik wypłacalności (WW) kapitałowej został zmodyfikowany :

$$W.W = \frac{\text{Fundusze własne}}{\text{Ryzyko kredytowe} + 12,5 (\text{ryzyko rynkowe} + \text{ryzyko operacyjne})}$$

Wartością graniczną jest tu 8%.

Filar II oparty zwiększa rolę nadzoru bankowego i wzmacnia organy kontroli, które powinny interweniować gdy poziom funduszy własnych spada poniżej określonego minimum.

Filar III kładzie nacisk na wzrost dyscypliny, na wymianę informacji, sprawozdawczość podstawową i sprawozdawczość uzupełniającą. Sprawozdawczość uzupełniająca adresowana jest zwłaszcza do banków działających na rynkach międzynarodowych.

Nowa umowa Kapitałowa powinna doprowadzić do wzrostu przejrzystości operacji bankowych, stabilizacji rynku bankowego oraz poprawę jakości usług finansowych zarówno krajowych jak i międzynarodowych.

Skuteczność Nowej Umowy Kapitałowej zależy od kompetencji organów kontroli. Wzrost tych kompetencji wymaga czasu.

Nowa umowa kapitałowa jest przedmiotem wielu dyskusji ze względu na zagrożenia jakie wiążą się z jej wprowadzeniem również w krajach rozwijających się.

Według niektórych ekonomistów należy dać władzom nadzoru bankowego większą niezależność niezbędną dla realizacji ich funkcji⁴⁹

3.2 Ograniczanie ryzyka na rynkach finansowych

Obok międzynarodowych instytucji regulacyjnych i nadzoru ważną rolę w ograniczaniu ryzyka na rynkach finansowych pełnią instrumenty pochodne, globalne agencje ratingowe oraz globalne instytucje ubezpieczeniowe i reasekuracyjne.

Instrumenty pochodne a ograniczanie ryzyka na rynkach finansowych

Rozwój rynku instrumentów pochodnych związany był początkowo z załamaniem się Systemu z Bretton Woods i pojawieniem się ryzyka kursowego i stóp procentowych. Globalizacja, która przyczyniła się do łatwego przenoszenia ryzyka z rynku na rynek przyczyniła się do dalszego rozwoju rynku instrumentów pochodnych.

Instrumenty pochodne ograniczają ryzyko na rynkach finansowych poprzez podział ryzyka oraz lepsze zarządzanie ryzykiem. Gwałtowny rozwój rynku instrumentów pochodnych powoduje modyfikację podziału ryzyka w stosunku do początkowego okresu ich funkcjonowania. Obserwuje się szybszy wzrost instrumentów pochodnych związanych ze stopami procentowymi aniżeli z ryzykiem kursowym

Instrumenty pochodne z jednej strony ograniczają ryzyko jednakże mogą wywoływać wzrost ryzyka. Ochrona przed ryzykiem powoduje, że uczestnicy rynku angażując się w operacje zabezpieczające działają na coraz to mniejszym marginesie bezpieczeństwa w porównaniu z sytuacją gdyby tych instrumentów nie stosowano. Brak odpowiedniej kontroli stosowania instrumentów pochodnych może w pewnych sytuacjach spowodować nawet upadek banku (rzypadek Banku Baringsa). Zły pomiar ryzyka zwłaszcza przy operacjach kredytowanych może spowodować od 5 do 20- krotnego wzrostu ryzyka. Dlatego też instrumenty pochodne są uwzględniane przy ocenie ryzyka bankowego przez Komitet Bazylejski.

⁴⁹ Szerzej patrz :A. G. Carstens, D.C.Hardy, C.Pazarbasioglu, Eviter les crises bancaires en Amerique latin. Finances & Developpement. Septembre 2004

Rola agencji ratingowych w ograniczaniu ryzyka

Ważnym elementem struktury instytucjonalnej międzynarodowych rynków finansowych są międzynarodowe agencje ratingowe.

W związku z kryzysem zadłużenia a także narastającą globalizacją gospodarki światowej i rynków finansowych, powstała potrzeba dokonywania oceny wiarygodności finansowej poszczególnych krajów czyli oceny możliwości obsługi zobowiązań finansowych. Państwa nie tylko szukają kapitału na międzynarodowych rynkach finansowych zaciągając kredyty czy emitując obligacje ale są miejscem inwestowania przez zagranicznych inwestorów. Agencje ratingowe poprzez swoje oceny wskazują na ryzykowne i bezpieczne dla inwestorów kraje i instrumenty finansowe i są ważnym czynnikiem stabilizującym rynki finansowe. Zapotrzebowanie na usługi ratingowe wzrasta wraz z rozwojem rynków finansowych co oznacza wzrost uczestników tego rynku i rodzajów oferowanych instrumentów finansowych. Agencje oceniają ryzyko działalności gospodarczej w danym kraju, ryzyko finansowe, ryzyko płynności, ryzyko walutowe, ryzyko stóp procentowych, ryzyko transferu, instytucjonalne i prawne.

Rating to ocena stopnia wiarygodności finansowej przyznawana na podstawie zespołu kryteriów posiadających różne wagi w końcowej ocenie. Agencje posługują się różnymi kryteriami i mają nieco odmienne symbole dla oceny stopnia wiarygodności kraju i bezpieczeństwa instrumentów finansowych.

Rating kraju jest górnym pułapem noty jaką mogą uzyskać instytucje i instrumenty pochodzące z danego kraju. Pierwszy rating dla ponad 1000 emisji obligacji został sporządzony w 1909 roku przez J. Moody, który wprowadził kod literowy dla oznaczenia stopnia wiarygodności (od Aaa do D)⁵⁰. Rating dotyczy przyszłości a ocena dokonywana jest na podstawie aktualnych wskaźników gospodarki. Ratingi krótkoterminowe dotyczą oceny stanu gospodarki w horyzoncie 12 miesięcy a w przypadku amerykańskich papierów wartościowych ten horyzont wydłużony jest do 3 lat.

Zmiany ratingu dokonywane są w krótkim czasie. Może nastąpić również wycofanie ratingu gdy informacje są niepełne, lub gdy oceniany instrument przestał występować na rynku (np. wykup obligacji). Istnieją agencje ratingowe krajowe lub międzynarodowe. Instrumenty finansowe wprowadzane na rynki międzynarodowe ubiegają się o ratingi agencji globalnych. Natomiast papiery emitowane na rynku krajowym zadawalają się ocenami agencji krajowych. Uczestnicy międzynarodowych rynków finansowych szeroko korzystają z usług globalnych agencji ratingowych, które oceniają ryzyko krajów stanowiące podstawę do oceny banków, instytucji, instrumentów finansowych pochodzących z tego kraju. Agencje oceniają ryzyko finansowe, ryzyko płynności, ryzyko walutowe, stóp procentowych. Agencje przez swoje oceny wskazują na ryzykowne i bezpieczne kraje i instrumenty finansowe i są ważnym czynnikiem stabilizującym rynki finansowe i zwiększają bezpieczeństwo transakcji finansowych. Aby agencja ratingowa była wiarygodna musi być niezależna, obiektywna profesjonalna i rzeczowa i etyczna

Tabela 4

Oznaczenia literowe stosowane przez niektóre agencje ratingowe

Agencja	Symbole	Skala jakości
Moody's Investor Service	Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3 Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3 Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C	Wysoka Średnia Niska
Dun & Bradstreet	AAA, AA, A B C	Wysoka Średnia Niska
A.M. Best Co	A++, A+(Superior)	Najwyższa

⁵⁰ <http://www.city.poznan.pl/rating/agencje.html>

	A,A- (Excellent) B++, B+ (Very Good) B, B- (Fair) C++,C+ (Marginal) C, C- (Weak) D (Poor) E (Under Regulatory Supervision) F (In Liquidation) S (rating Suspended)	Pierwszorzędna Bardzo dobra Średnia Marginesowa Słaba Bardzo słaba Pod nadzorem W likwidacji Zawieszony
Japan Rating and Investment Information Inc. (R&I)	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A- BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B- CCC, CC	Wysoka Średnia Niska

Źródło: podają za: T. Kaczmarek, Kryteria oceny stanu gospodarki stosowane przez agencje ratingowe, Zeszyty Naukowe KGŚ nr 12. SGH Warszawa 2002.

Tylko 10 agencji ma zasięg globalny i renomowaną pozycję na rynkach finansowych. Są to głównie agencje amerykańskie takie jak: A.M.Best Co. jedna z najstarszych niezależnych agencji założona w 1898, Moody's Investors Service, która działa od 1909 roku, Standard & Poor's funkcjonującą od 1916 roku, Dun & Bradstreet, Duff & Phelps Credit Rating założoną w 1932 roku.

FitchIBCA, powstała z połączenia amerykańskiej agencji Fitch (założonej w 1924 w USA) oraz IBCA (powstałej w 1978 w Londynie). Siedziba FitchIBCA mieści się we Francji. Jedyną globalną agencją japońską jest Japan Rating and Investment Information Inc.(R & I). Banki korzystają z ocen agencji ratingowych ale także same opracowują prognozy kursów i stóp procentowych.

Ubezpieczenia

Coraz większą rolę w ograniczaniu ryzyka na rynkach finansowych odgrywają instytucje ubezpieczeniowe. Do najważniejszych ubezpieczeniowych instytucji globalnych należy Wielostronną Agencję Gwarancji Inwestycji -MIGA (Multilateral Investment Guarantee Agency).

MIGA powstała w roku 1988, a warunkiem przystąpienia do niej jest wcześniejsze członkostwo w Banku Światowym.

Członkostwo daje prawo do ubiegania się o gwarancje MIGA dla inwestycji z krajów członkowskich. Obecnie są to 154 kraje. Z kapitał akcyjnego 57% akcji posiadają 22 kraje uprzemysłowione a 43% akcji mają 132 kraje rozwijające się.

MIGA oferuje 4 rodzaje ubezpieczeń:

- Od niewymienialności walut i transferu dewiz
- Od wywłaszczenia
- Od wojen i niepokojów społecznych
- Od zerwania umowy

Kontrakty ubezpieczeniowe zawierane są na 10-15 lat. Limit ubezpieczenia to 50 mln USD na projekt. Inwestor ponosi 10% ryzyko gdyż MIGA ubezpiecza inwestycje do 90% wkładu.

Dzięki działalności MIGA uległo ograniczeniu globalne ryzyko dla inwestorów zwłaszcza w krajach rozwijających się. W 2005 roku napływ netto inwestycji bezpośrednich do krajów rozwijających się wyniósł 274 mld USD z czego 29 mld USD skierowano do krajów Afryki.⁵¹ Kraje rozwijające się dzięki ograniczaniu ryzyka przez MIGA stają się bardziej wiarygodne i mogą przyciągać więcej inwestycji bezpośrednich.

Światowym centrum ubezpieczeń i reasekuracji jest Londyn. Działają tu firmy brytyjskie i zagraniczne.

Największe firmy ubezpieczeniowe to Prudential, Standard Life, Norwich Union, Legal and General, Scottish Widows, Lloyd's of London. Udział Londynu w rynku ubezpieczeń to ok.

⁵¹ Wg . MIGA 2006 Annual Report. The World Bank Group/MIGA, Wshington 2006.

20%. W Londynie w 2003 roku zarejestrowanych w Radzie Rejestracji Brokerów Ubezpieczeniowych było 14 tys. indywidualnych brokerów, około 826 instytucji ubezpieczeniowych miało zezwolenie na prowadzenie działalności w centrum londyńskim a ich zatrudnienie to 333 tys. osób.

Lloyds of London to najstarsza międzynarodowa prywatna instytucja ubezpieczeniowa i reasekuracyjna (ubezpieczenia transportowe, morskie, lotnicze, reasekuracja). Założona została w 1871 r. Nazwa pochodzi od kawiarni Edwarda Lloyda gdzie zawierano pierwsze transakcje ubezpieczeniowe. Umowy zawierane są przez brokerów Lloyds'a obecnych na całym świecie. W XIX w Lloyds posiadał połowę światowych ubezpieczeń majątkowych dzięki dostępowi do informacji obecnie ta przewaga zniknęła dzięki rozwojowi telekomunikacji. Obecnie Lloyds posiada 25% rynku światowej reasekuracji morskiej oraz satelitów komunikacyjnych.

Do globalnych reasekuratorów należy zaliczyć takie firmy jak: Munich Re, Gerling Global,(Niemcy), Swiss Re, Zurich Re, (Szwajcaria), Employers Re (USA), Ryzyko poniesienia znacznych strat przez ubezpieczycieli w przypadku wielkich katastrof naturalnych jest powodem tworzenia rynku reasekuracji, który ze względu na rozmiar szkód powinien być wspierany przez państwo. Np. Florida Hurricane Catastrophe Fund 1992.

Emisje obligacji katastrofalnych, które pojawiły się w miejsce reasekuracji powoduje rozszerzanie się zjawiska sekurytyzacji ryzyk.

Powstały rynek CATEX-Catastrophe Risk Exchange- obejmuje wymianę polis dotyczących ryzyk katastroficznych. Następuje dzięki temu dywersyfikacja ryzyk, geograficzna i rodzajowa np. ryzyko huraganu na Florydzie może być zamienione na ryzyko pożaru w rafineriach w Terasie. Ryzyko dzięki tym wszystkim innowacjom rozłożone jest na globalnym rynku finansowym.

3.3 Propozycje zmian międzynarodowego systemu finansowego

Dotychczasowe propozycje zmian w międzynarodowym systemie finansowym mają na celu jego wzmocnienie a nie zasadniczą reformę, która będzie możliwa po zniwelowaniu największych różnic.

Propozycje reform międzynarodowego systemu walutowego wcześniej zgłaszane przez różne środowiska finansowe są bardzo niejednorodne. Od powołania nowej wyspecjalizowanej agencji ubezpieczającej długi do utworzenia globalnego pieniądza międzynarodowego. Wśród zgłaszanych propozycji można wymienić:⁵²

Utworzenie centralnej instytucji regulującej instytucje finansowe i rynki finansowe (H. Kaufman)

Powołanie Światowego Banku Centralnego- stabilizującego rynki finansowe i udzielającego kredytów -lender od last resort (J. Garten)

Utworzenie jednego globalnego pieniądza (R. Cooper)

Utworzenie międzynarodowej agencji ubezpieczającej długi (G. Soros)

Kreacja międzynarodowej instytucji upadłościowej dla zadłużenia rządowego (J. Sachs)

Plan Mundella zakładał 3 stopniową integrację, której zwieńczeniem byłby pieniądz światowy:

a/Ustalenie maksymalnego marginesu wahań kursów walutowych.

b/Utworzenie unii walutowej, ujednoczenie zasad prowadzenie polityki pieniężnej i powołanie wspólnego nadzorującego organu (Monetary Policy Committee)

c/Wprowadzenie wspólnej waluty.⁵³

⁵² / L. Mulemann , Does the World Need a New Financial Architecture? W: Financial Intermediation in the 21st Century. Ed by Z. Mikdashi . Palgrave 2001 s.147-149

⁵³ R.Mundell, Reform of the International Monetary System, w Monetary Stability and Economic Growth, a Dialog Between leading economists. Ed.Zak Paul 2002,s.13

Mundell proponował nowy światowy pieniądz pod nazwą Intor jako walutę równoległą. Przedstawił 3 warianty utworzenia Intora:

- utworzenie waluty związanej stałym kursem z walutami krajów G-3,
- utworzenie twardej waluty fiducjarnej o stałej sile nabywczej, (rewaluowanej o wskaźnik inflacji waluty bazowej) opartej na dolarze lub SDR względnie na walucie emitowanej przez MFW opartej na koszyku walut państw członkowskich,
- powrót do Gold Standard i oparcie waluty na złocie.⁵⁴

Wydaje się, że propozycja Mundella wymaga jeszcze czasu niezbędnego na wyrównanie stopnia rozwoju gospodarek i rynków finansowych.

Richard Cooper w 1984 zaproponował utworzenie ponadnarodowej instytucji emisyjnej (Bank of Issue). Siła głosu zależałaby od udziału w PKB państw uczestniczących, parytety udziałowe miałyby być modyfikowane co 5 lat. Ponadnarodowy bank emisyjny posiadałby możliwość stosowania wszystkich narzędzi, którymi dysponują banki centralne pełniłyby też rolę lender of last resort⁵⁵

W 2000 roku Cooper podtrzymał i rozwinął swoją teorię. Zaproponował nazwę Ena dla nowej waluty (od Europa, Nippon, Ameryka)

Zwrócił również uwagę na przyczyny niestabilności rynków finansowych do których zaliczył:

- rosnącą przewagę operacji finansowych nad handlowymi,
- zeterminowanie kursów przez przepływy kapitałowe,
- brak asymetryczności potencjalnych szoków gospodarek krajów wysokoprzemysłowych przy wspólnej walucie, gdyż dostosowania będą miały miejsce wewnątrz krajów,
- dużą wrażliwość i zmienność rynków finansowych co pogłębia szoki a wynika z dynamiki zmian przy krótkookresowym horyzoncie.⁵⁶

Propozycja – dość utopijna Sorosa zakładała, że podstawą nowego pieniądza powinna być ropa naftowa, której cena powinna być stabilizowana.⁵⁷ Proponował znieść OPEC i utworzyć porozumienie producentów i odbiorców, system limitów produkcji, konsumpcji oraz zapasów interwencyjnych. MFW miałyby kontrolować konta producentów na które wpłacane byłyby środki od państw nie wywiązujących się z kontyngentów zamówień. Utrzymywanie zapasów ropy obłożone byłoby 1% podatkiem płaconym przez konsumentów ropy co powodowałoby, że limity byłyby wykorzystywane.

Oparcie światowego pieniądza na ropie dzięki stabilizacji cen ropy spowodowałoby wypieranie z obiegu dolara i jena. Nowoutworzony Bank Centralny miałby zarządzać nową jednostką obrachunkową.

Wśród wymienionych propozycji reform na podkreślenie zasługuje pewna zgodność ekonomistów co do konieczności stworzenia jakiejś instytucji globalnej o kompetencjach ponadnarodowych nadzorującej i regulującej międzynarodowe rynki finansowe. Nikt nie proponował pozostawienia sprawy stabilności rynków finansowych „niewidzialnej ręce rynku”. Większość ekonomistów zgadza się, że globalne rynki wymagają innego sposobu zarządzania ich stabilnością i że należy dokonać zasadniczych reform.

Wydaje się, że w obecnej sytuacji na rynkach finansowych i w gospodarce światowej znajdującej się w recesji realizacja gruntownej przebudowy międzynarodowego systemu walutowego byłaby skazana na niepowodzenie z uwagi na słabości z jakimi boryka się globalny system walutowy.

Dlatego też międzynarodowe środowisko finansowe podjęło szeroką dyskusję dotyczącą wzmocnienia współczesnej architektury międzynarodowego systemu walutowego a zwłaszcza zmian w MFW.

⁵⁴ R. Mundell The International Monetary System: The Missing Factor, *Jurnal of Policy Modelling* nr 17(5), 1995 ss.479-492

⁵⁵ R. Cooper, A Monetary System for the future, *Foreign Affairs*, Fall 1984, s 177

⁵⁶ R. Cooper, Towards a common currency. June 2000 s.30

⁵⁷ R. Soros *Alchemia Finansów czyli jak zrozumieć rynek*. Wyd. Znak 1996 r.18

Zdaniem Instytutu Stabilności Finansowej aby zwiększyć stabilność międzynarodowego systemu walutowego należy dokonać zmian w Międzynarodowym Funduszu Walutowym a także wzmocnić inne elementy systemu.

W obliczu obecnego kryzysu największą aktywność wykazała G-20. Pierwszy szczyt przywódców G-20 w sprawie kryzysu odbył się w listopadzie 2008 roku. Przyniósł on niewiele konkretów z uwagi na kończącą się kadencję prezydenta Busha.

Na szczycie G-20 w Londynie w kwietniu 2009 roku Stany Zjednoczone zażądały zwiększenia wydatków na walkę z kryzysem, gdyż kraje europejskie przedstawiły o wiele mniejsze pakiety ratunkowe niż USA. Natomiast kraje UE zaproponowały wzmocnienie nadzoru finansowego. MFW również zachęcał kraje do zwiększenia wydatków na rzecz stabilności rynków finansowych do 2% PKB. Według obliczeń Banku Światowego i MFW wzrost gospodarczy dzięki uruchomieniu rządowej pomocy będzie o 2 punkty procentowe wyższy, niż gdyby tych pakietów nie było.⁵⁸

W wyniku podjętych zobowiązań największe kraje świata w celu ratowania gospodarki ramach pakietów pomocowych wyasygnowały niespotykane wcześniej kwoty. Na przykład Stany Zjednoczone kryzys kosztował 1490 mld USD, Chiny 586 mld USD a Unia Europejska na wyjście z kryzysu przeznaczyła do tej pory 200mld USD. Banki Centralne obniżyły znacznie i tak niskie stopy procentowe. Na przykład Fed obniżył stopy z 2% do 0,25%, Europejski Bank Centralny z 4,25 % do 1% a Bank Anglii z 4,5% do 0,5 %.⁵⁹

Tabela 5

Kraj	Deficyt sektora publicznego w % PKB		Udział programów pomocowych w PKB w %
	2009	2010	
Chiny	-4,3	-4,3	3,1
Japonia	-10,3	-10,3	2,4
USA	-13,5	-9,7	2,0
Wlk. Brytania	-11,6	-13,3	1,6
Niemcy	-4,6	-5,4	1,6
Francja	-7,4	-7,5	0,7
Indie	-9,8	-8,4	0,6

Źródło: N.Roubini , Kryzys: którędy do wyjścia ? Gazeta Wyborcza 21.09.2009

Na szczycie w Londynie w kwietniu 2009 roku kraje G-20 obok potwierdziły jedność wobec kryzysu oraz zapewniły że nie będą wychodzić z kryzysu kosztem innych krajów co oznacza, że nie będą stosowane ograniczenia i bariery protekcyjnistyczne.

Najważniejszą decyzją podjętą przez ten szczyt jest uchwalenie pomocy dla organizacji międzynarodowych dbających o międzynarodową stabilność finansową, finansujących rozwój gospodarek, a także rozwój handlu światowego, zwłaszcza w krajach rozwijających się.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który zawsze postrzegany był jako globalny nadzorca i regulator stabilności międzynarodowej został umocniony w swej funkcji poprzez przyznanie kwoty 1 bln dolarów na działania związane z wychodzeniem z kryzysu.

Bankowi Światowemu przyznano kwotę 100mld dolarów na kredyty dla krajów najbardziej potrzebujących, a na pobudzenie handlu światowego przeznaczono pomoc w wysokości 250 mld dolarów.⁶⁰

⁵⁸ B. Davis, Pakiety dla gospodarki dzielą USA i Europę. The Wall Street Journal. Polska. 10.03.2009

⁵⁹ Wg N. Roubini , Kryzys: którędy do wyjścia Gazeta Wyborcza 21.09. 2009

⁶⁰ W. Gadomski., G-20 nie chwycił byka za rogi Gazeta Wyborcza 4-5 .04. 2009

Wydaje się, że wszystkie działania podejmowane w obliczu kryzysu nie są w stanie zapewnić trwałej stabilności na rynkach finansowych. Niezbędna wydaje się gruntowna reforma międzynarodowego systemu walutowego i nadzoru rynków finansowych, czego nikt w czasie kryzysu nie odważy się zaproponować. Jest to temat, który był również obecny w czasie kryzysu azjatyckiego i również wtedy nie dokonano głębokiej reformy. Obecny kryzys na nowo pobudza dyskusję wokół tego tematu ale na razie nie opracowano konkretnego projektu reformy.

Wnioski

Analiza ryzyka przeprowadzona w niniejszej pracy potwierdza postawioną na wstępie tezę i prowadzi do następujących wniosków:

Ryzyko na rynkach finansowych wzrasta i jest to zarówno wzrost dotyczący inwestorów jak i operatorów rynku. Jest to zagrożenie, któremu podlegają wszystkie segmenty rynku finansowego i które przenosi się na niefinansowe segmenty gospodarki przekładając się na spadek wzrostu gospodarczego, co jest szczególnie odczuwane w globalnym wymiarze.

Podstawowa przyczyną wzrostu ryzyka na rynkach finansowych jest globalizacja oraz nowe instrumenty finansowe a także jak twierdzą niektórzy ekonomiści „zwierzęca natura rynku” objawiająca się pogonią za zyskiem. Zainteresowanie instrumentami finansowymi oferowanymi na rynkach znacznie wzrosło. Szczególnie wysokim popytem cieszyły się rentowne instrumenty finansowe nowej generacji niezależnie od związanego z nim ryzyka. Ryzyko to było coraz trudniej identyfikowane ze względu na złożoną strukturę instrumentów finansowych.

Inną przyczyną wzrostu ryzyka jest niezwykła dynamika rynków finansowych, które rozwijają się o wiele szybciej niż gospodarka.

Ryzyko finansowe i jego skutki dotyczą w różnej mierze poszczególne rynki i kraje. Globalne rynki finansowe obejmują rynki pieniężne, kapitałowe, rynki ubezpieczeń, rynki instrumentów pochodnych.

Globalizacja oznacza zrastanie się tych rynków co powoduje, że zjawiska występujące na jednym z segmentów rynków finansowych będą występować na pozostałych rynkach lub też na nie oddziaływać.

Sektor bankowy jest z jednej strony jedną z sił napędowych globalizacji z drugiej zaś musi odpowiedzieć na jej wyzwania. Banki wobec narastającej konkurencji i ryzyka musiały zmienić swoją ofertę usług, zaoferować nowe produkty zabezpieczające przed ryzykiem stóp procentowych i kursowym, dokonać przegrupowania swoich sił tworząc grupy bankowe. Przez świat przeszła fala fuzji i przejęć, zmniejszyła się liczba instytucji finansowych. Nastąpiła zmiana wagi centrów bankowych i rozmieszczenia światowych rezerw walutowych. Globalizacja, której skutkiem jest wzrost ryzyka na rynkach finansowych powoduje, że nastąpił rozwój instrumentów pochodnych, ubezpieczeń i zwiększyła się rola ocen międzynarodowych agencji ratingowych.

Globalizacja niesie korzyści i zagrożenia dla wszystkich rynków finansowych i dlatego zagrożenia muszą być rozpatrywane globalnie. Takim zagrożeniem są kryzysy finansowe czy centra finansowe offshore, które zagrażają stabilizacji międzynarodowych rynków finansowych. Globalnie też trzeba przeciwdziałać tym zagrożeniom. Celowi temu ma służyć wzmocnienie architektury międzynarodowego systemu walutowego oraz międzynarodowe standardy, które dotyczą wszystkich uczestników rynku finansowego.

Ważną rolę odgrywa nadzór rynków finansowych w tym sektora bankowego. Międzynarodowe instytucje regulacyjne i nadzoru rynków finansowych ze względu na globalizację tych rynków podejmują coraz ściślejszą współpracę co pozwala łatwiej utrzymywać stabilność finansową.

Bibliografia

- Bank for International Settlements, *78th Annual Report*. Basel 30 June 2008
- Barth J.R., Li T., Phumiwasana T., Yago G., *A Short History of The Sub-Prime Mortgage Market Meltdown*, GH Bank Housing Journal vol.2, 2008, s.6
www.ghbank.co.th/en/journal/Vol2/index.asp
- Choudhry M., *Structured Credit Products. Credit Derivatives & Synthetic Securitization*, John Wiley&Sons(Asia) Pte Ltd, 2004
- Chrabonszczewska E., *MFW a globalizacja międzynarodowych rynków finansowych*. Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej SGH, Warszawa 2001
- Chrabonszczewska E., *Międzynarodowe organizacje finansowe*. SGH Warszawa 2005
- Cooper R., *A Monetary System for the future*, Foreign Affairs, Fall 1984
- Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2006*, Moody's Special Comment April 2007
- Deutsche Bundesbank, *Report on the stability of the German Financial System*, Monthly Report .December 2003
- Ferguson R., *Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?* Washington: Federal Reserve Board. 2002
- Financial Intermediation in the 21st Century*. Ed by Z. Mikdashi . Palgrave 2001
- Fonds Monétaire International, *Rapport Annuel 2004*, Washington 2004
- Globalizacja*, red. J.Klich ISS Kraków 2001
- Hauner D., *Le cout budgetaire de la detention des reserves internationals*. Bulletin FMI 13 Juin 2005
- Hefferman S., *Modern Banking*, ed. John Wiley & Sons Ltd. England 2005
- International Monetary Fund
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2007/01/pdf/glossary.pdf>
- Issuers of Worldwide Asset- and Mortgage-Backed Securities in 2006*, 12/30/2006
<http://www.abalert.com/ranking.php?rid=72>
- Kose M.A., Prasad E., Rogoff K., Shang-Jin Wei, *Financial Globalization: Beyond the Blame Game*. Finance & Development March 2007, Vol 44, no 1
- Kothari V., *Securitization. The Financial Instrument of the Future*, John Wiley&Sons (Asia) Pte Ltd, 2006
- Le FMI doit privilegier son travail sur le secteur financier*. FMI, 21 novembre 2005
- Mauro P., Ostry J., *Who's Driving Financial Globalization?* IMf Survey Magazine.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2007/NUM0816A.htm>
- Mishkin F., *Global Financial Instability : Framework, Events, Issues*, Journal of Economics Perspectives ,Vol.13, 1999
- Money Stock Measures, Money Stock And Reserve Balances, Statistics and Historical Data Board of Governors of the Federal Reserve System*,
www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm
- Mundell R., *Reform of the International Monetary System*, w : *Monetary Stability and Economic Growth, a Dialog Between Leading Economists*. Ed.Zak Paul 2002
- Mundell R., *The International Monetary System: The Missing Factor*, Journal of Policy Modelling nr 17(5), 1995
- Phelps E.S., Rynek w cuglach, Niezbędnik inteligenta, Polityka 42; 18.10.2008
- Restoring Confidence in the Securitization Markets*, American Securitization Forum, European Securitization Forum, Australian Securitization Forum, Securities Industry Financial Markets Association, December 3, 2008 za: *Financial Crimes Report to the Public Fiscal Year 2006*, October 1, 2005 – September 30, 2006, Federal Bureau of Investigation.