

Irena Pyka

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

ZAANGAŻOWANIE BANKÓW W RYNKOWE INSTRUMENTY FINANSOWE W OKRESIE GLOBALNEGO KRYZYSU – PERSPEKTYWY WYJŚCIA

Streszczenie: Głównym przedmiotem opracowania są rynkowe instrumenty finansowe znajdujące się w sektorze bankowym. Ocenia się ich rolę oraz sposób zastosowania w kolejnych fazach globalnego kryzysu finansowego. Analizuje się poziom i motywy zaangażowania banków w rynkowe instrumenty finansowe i rozważa warunki zmniejszenia napięć wynikających z ich zastosowania w transakcjach na rynku międzybankowym.

Słowa kluczowe: rynkowe instrumenty finansowe, aktywa bilansowe banków, fazy kryzysu globalnego.

1. Wstęp

Globalny kryzys finansowy spowodowany procesem zarażania „toksycznymi aktywami finansowymi” rynków finansowych i gospodarki międzynarodowej z perspektywy początku roku 2011 wydaje się „odchodzić do lamusa”. Najnowsze badania danych wskaźnikowych pokazują, że gospodarka światowa znajduje się w fazie ożywienia. Wiele jej państw już w pierwszym kwartale roku 2010 zdołało osłabić tempo spadku aktywności gospodarczej. Wiele zanotowało powrót na ścieżkę wzrostu gospodarczego z końcem 2010 r., oczekując dalszego ożywienia gospodarczego w roku 2011.

Banki centralne, które w okresie globalnego kryzysu finansowego wspierały w sposób „nadzwyczajny” stabilność sektora bankowego, a w konsekwencji również gospodarkę globalną, powoli przymierzają się do tzw. strategii wyjścia (*exit strategy*). Niepewność wzrostu gospodarczego, jak też stale nowe „punkty zapalne” sprawiają jednak, że powstaje wiele dylematów jej ostatecznego wdrożenia. Istotnym problemem staje się określenie sposobów wychodzenia z programów pomocowych związanych z tzw. rozluźnieniem ilościowym powiązane z oczyszczaniem bilansów banków centralnych z aktywów finansowych nagromadzonych w okresie realizacji tych programów. Znaczna część aktywów bilansowych banków centralnych znajdowała się bowiem pierwotnie w portfelach inwestycyjnych instytucji kredytowych. Dlatego też ich wyprzedaż na rynku finansowym może ponownie ograniczyć płynność banków komercyjnych i zagrozić stabilności finansowej gospodarki globalnej. Zamknięcie

programów pomocowych wiąże się także z ponownym wzrostem restrykcyjności polityki monetarnej, ograniczeniem podaży pieniądza i wzrostem stóp procentowych, co zawsze hamuje wzrost gospodarczy oraz nasila procesy recesyjne w gospodarce.

Przedmiotem opracowania są rynkowe instrumenty finansowe sektora bankowego, które w procesie rosnącej skali jego umiędzynarodowienia w coraz szerszym zakresie regulują wzajemne relacje między bankami, w tym również z bankiem centralnym. W pierwszej fazie kryzysu finansowego to one właśnie okazały się toksyczne i „zaraziły” instytucje finansowe gospodarki globalnej, destabilizując w krótkim czasie jej równowagę monetarną. Rynkowe instrumenty finansowe zostały też wykorzystane przez banki centralne do tzw. rozluźnienia ilościowego, służąc pobudzeniu gospodarki światowej pogrążonej w głębokiej recesji gospodarczej. Instytucje *safety net*, tworząc system nowych regulacji zwiększających stabilność sektora bankowego dotkniętego globalnym kryzysem finansowym, podejmują działania głównie w tym obszarze powstawania napięć sektora bankowego. Banki komercyjne natomiast, kierując się motywami finansowymi, jak też odpowiadając na dyscyplinujące ich działalność operacyjną regulacje, dokonują od końca roku 2008 głębokiej korekty swych pozycji bilansowych, w tym również w zakresie rynkowych aktywów finansowych. Po początkowym znacznym ograniczeniu wartości aktywów bilansowych związanym z upadkiem Lehman Brothers na przemian kupują i sprzedają swoje aktywa finansowe, poprawiając płynność finansową lub też regulując podlegające normom ostrożnościowym rozmiary ryzyka bankowego. Rola rynkowych instrumentów finansowych w sektorze bankowym znajdującym się w „ramionach” globalnego kryzysu finansowego jest zatem duża. Ocena charakteru i sposobów ich wykorzystania w kolejnych fazach globalnego kryzysu finansowego, ale również w perspektywie „nowego otwarcia” stanowi główny cel opracowania.

2. Poziom i motywy zaangażowania banków w rynkowe instrumenty finansowe

Rynkowe instrumenty finansowe pojawiły się w sektorze bankowym wraz z jego deregulacją. Początkowo występowały w postaci papierów wartościowych. Współcześnie obejmują bardzo rozbudowaną grupę instrumentów finansowych, często o specyficznych cechach, nadających im charakteru innowacji finansowych. Dlatego rynkowe instrumenty finansowe trudno jednoznacznie zidentyfikować.

W sektorze bankowym za rynkowe instrumenty finansowe można uznać takie, które nie mają charakteru *stricte* bankowego. W znaczeniu prawnym nie są zatem depozytami czy kredytami bankowymi. Mogą je emitować i nabywać różne podmioty gospodarcze i instytucje finansowe, w tym również banki, jeżeli czynności te nie zostały im prawnie zabronione.

Cechą odróżniającą rynkowe instrumenty finansowe od bankowych zawsze była i nadal pozostaje ich zbywalności i obiegowość. Zbywalność instrumentu finansowego wyraża sposób przenoszenia prawa z instrumentu finansowego na inne osoby w dobrej wierze. Obiegowość odnosi się do takiego ukształtowania sytuacji prawnej

wierzyciela, która sprzyja prawnej mobilności i atrakcyjności instrumentu finansowego, a także związanego z nim prawa, odsuwając ochronę prawną dłużnika na dalszy plan [Bączyk i in. 2000, s. 51-52]. To te właśnie cechy nadają instrumentom finansowym charakteru rynkowego i powodują, że stają się one substytucyjne i komplementarne wobec bankowych instrumentów finansowych.

Rynkowe instrumenty finansowe w bankach mogą mieć charakter aktywny i pasywny. Jeżeli banki nabywają je do własnego portfela, kierując się poprawą swej dochodowości, a w konsekwencji również zyskowości i efektywności, to są one określone bankowymi aktywami finansowymi. W sytuacji, gdy banki za ich pośrednictwem pozyskują kapitał finansowy, stają się pasywnymi instrumentami finansowymi.

W procesie zarządzania aktywami i pasywami bankowymi bardzo ważny jest podział rynkowych instrumentów finansowych na krótko- i długoterminowe. Krótkoterminowe instrumenty finansowe służą bowiem bankom do regulowania ich bieżącej płynności. Wykorzystywane są też w szerokim zakresie do przeprowadzania operacji otwartego rynku z bankiem centralnym. Długoterminowe instrumenty finansowe banków mają natomiast zasadniczo charakter inwestycyjny. Mogą jednak im służyć do celów spekulacyjnych i nierzadko zabezpieczania krótkoterminowych transakcji na rynku międzybankowym.

Zbywalność, a zatem przekazywanie praw wynikających z rynkowych instrumentów finansowych, dokonuje się pod wpływem kształtującego się na nie popytu i podaży. Dlatego instrumenty te mogą mieć cenę rynkową wyższą lub niższą od ich wartości wewnętrznej i wymagają stałej aktualizacji wyceny. Zmienny też może okazać się ich dochód. Rynkowe instrumenty finansowe generują zatem w sektorze bankowym wyższe ryzyko inwestycyjne.

Poziom ryzyka inwestycyjnego pozwala też rynkowe instrumenty finansowe w bankach podzielić na papiery wartościowe i instrumenty pochodne. Papiery wartościowe to rzeczywiste rynkowe instrumenty finansowe na okaziciela, znacznie bardziej bezpieczne niż instrumenty pochodne budowane na różnych instrumentach bazowych. Papiery wartościowe są też bardziej jednolitą grupą rynkowych instrumentów finansowych. Dzielą się bowiem na wierzycielskie i kapitałowe. Tymczasem instrumenty pochodne mają znacznie bardziej skomplikowaną konstrukcję formalną, a ich wartość zależy od instrumentu bazowego, na którym są zbudowane. Dotyczą więc rynków o zróżnicowanym poziomie ryzyka inwestycyjnego, a ponadto są instrumentami o bardzo zmiennym dochodzie. Obrót instrumentami pochodnymi może więc okazać się w sektorze bankowym bardzo ryzykowny. Instrumenty pochodne na współczesnym rynku finansowym też mają bardzo złożone, hybrydowe konstrukcje, co znacznie podnosi ich dochodowość, ale i ryzyko inwestycyjne.

Specyficzne właściwości, jak też znaczna swoboda banków w obrocie rynkowymi instrumentami finansowymi sprawiają, że odgrywają one w sektorze bankowym coraz większą rolę. Tabela 1 przedstawia wielkość zgromadzonych w ostatnim dziesięcioleciu papierów wartościowych w wybranych sektorach bankowych gospodarki światowej.

Tabela 1. Zaangażowanie różnych sektorów bankowych gospodarki światowej w papiery wartościowe

	Strefa euro (w mld euro)	Stany Zjednoczone (w mld dol.)	Chiny (w mln dolarów tajwańskich)	Polska (w mln zł)
2000	3 085,6	1 329,9	2 110 951	97 518,2
2001	3 385,2	1 471,7	2 282 561	98 561,3
2002	3 561,5	1 708,7	2 077 753	106 943,4
2003	3 909,7	1 856,1	1 974 473	114 584,1
2004	4 206,2	1 930,5	1 825 223	118 253,4
2005	4 599,0	2 041,1	1 893 765	132 976,2
2006	4 827,9	2 225,7	2 160 147	141 074,0
2007	5 337,4	2 425,0	2 048 930	135 266,4
2008	5 923,5	2 773,6	2 055 668	184 777,5
2009	6 380,9	2 331,1	1 870 943	212 032,6
X 2010	6 406,0	2 452,6	1 745 356	256 225,6

Źródło: opracowanie własne.

Zaangażowanie banków w rynkowe instrumenty finansowe, jak wynika z zebranych danych, stale rośnie. W latach 2007-2010 wzrost poziomu wartości papierów wartościowych w portfelu bankowym jedynie nieznacznie wyhamował. Banki kredytowały zatem gospodarkę przez rynek niezależnie od globalnego kryzysu finansowego. Tabela 2 przedstawia relację pożyczek rynkowych do znajdujących się w aktywach analizowanych sektorów kredytów bankowych. Relacja ta nie zmieniła się jedynie w Stanach Zjednoczonych. Zmniejszyła się natomiast w sektorze bankowym strefy euro i w Polsce. W latach 2000-2010 silnie jednak wzrosła w chińskim sektorze bankowym. Można na tej podstawie stwierdzić, że banki niezależnie od kryzysu gospodarczego w różny sposób postrzegały swoje inwestycje rynkowe.

Tabela 2. Stosunek kredytów bankowych do papierów wartościowych w wybranych sektorach bankowych

	Strefa euro (w mld euro)	Stany Zjednoczone (w mld dol.)	Chiny (w mln dolarów tajwańskich)	Polska (w mln zł)
2000	3,38	3,92	6,83	2,66
2001	3,29	3,67	6,15	2,82
2002	3,26	3,45	6,61	2,62
2003	3,10	3,37	7,25	2,57
2004	3,05	3,51	8,69	2,60
2005	2,97	3,66	9,05	2,63
2006	3,08	3,73	8,13	3,05
2007	3,17	3,80	8,79	4,04
2008	3,05	3,59	8,98	3,92
2009	2,77	3,87	9,94	3,71
X 2010	2,78	3,77	11,16	3,27

Źródło: opracowanie własne.

Analiza tak ogólnych wielkości zaangażowania banków w papiery wartościowe nie pozwala jednak na szerszą analizę skali generowanego z nich ryzyka inwestycyjnego. Implikowana nim zmienność w sektorach bankowych, w których udział papierów wartościowych w aktywach finansowych był wyższy, powodowała z pewnością, zważywszy na właściwości tych rynkowych instrumentów finansowych, większe narażenie na ryzyko inwestycyjne. Ryzyko to jednak różnie rozkładało się w pojedynczych bankach, jak też pod względem ich zaangażowania w wierzycielskie i kapitałowe papiery wartościowe. Dostępna statystyka nie pozwala na ocenę tych relacji. Brak bowiem porównywalnych danych w sektorach bankowych. W Eurosystemie i państwach Unii Europejskiej można określić poziom zaangażowania banków w wierzycielskie i kapitałowe papiery wartościowe. W pozostałych analizowanych przypadkach nie dokonuje się takiego wyodrębnienia papierów wartościowych na poziomie sektora bankowego.

Tabela 3. Struktura portfela papierów wartościowych w polskim sektorze bankowym

	Dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez:				Jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego	Papiery z prawem do kapitału i udziały wyemitowane przez:		
		monetarne instytucje finansowe	sektor instytucji rządowych i samorządowych	pozostałe sektory krajowe			monetarne instytucje finansowe	pozostałe sektory
2000	90 086,5	33 691,6	53 063,6	3 331,3	-	7 431,7	1 406,5	6 025,2
2001	91 499,6	24 636,9	62 907,1	3 955,6	-	7 061,7	1 050,4	6 011,3
2002	99 646,0	21 312,9	74 815,2	3 517,9	-	7 297,4	1 321,4	5 976,0
2003	107 096,6	14 840,0	89 301,4	2 955,2	-	7 487,5	1 267,9	6 219,6
2004	110 593,1	14 721,4	93 158,2	2 713,5	-	7 660,3	1 126,5	6 533,8
2005	126 528,3	32 396,3	91 642,8	2 489,2	-	6 447,9	839,9	5 608,0
2006	134 387,9	29 071,3	101 527,0	3 789,6	206,3	6 479,8	1 040,0	5 439,8
2007	128 585,5	19 128,4	103 971,1	5 486,0	265,3	6 415,6	1 133,6	5 282,0
2008	177 197,4	22 586,5	149 412,9	5 198,0	272,5	7 307,6	2 861,5	4 446,1
2009	203 245,6	46 170,3	153 243,9	3 831,4	377,0	8 410,0	3 212,7	5 197,3
X 2010	246 163,1	75 446,7	166 365,9	4 350,5	456,0	9 606,5	4 035,7	5 570,8

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3 prezentuje zaangażowanie polskiego sektora bankowego na rynku papierów wartościowych. Można zauważyć, że rosło ono niezależnie od faz globalnego kryzysu finansowego we wszystkich segmentach rynku finansowego. Większą część swego portfela polskie banki utrzymują jednak w dłużnych papierach wartościowych, finansując głównie potrzeby sektora publicznego. W okresie kryzysu globalnego wzrosło też wyraźnie finansowanie wewnątrzsektorowe. Bardzo niskie jest natomiast zaangażowanie banków w pożyczki rynkowe w pozostałych sektorach krajowych. W okresie globalnego kryzysu finansowego dodatkowo mocno spadło. Niewielki pozostaje też udział polskiego sektora bankowego na rynku instrumentów finansowych z prawem do kapitału. Nabywanie do portfela bankowego akcji i udziałów polskich przedsiębiorstw jest nieznaczne. Od 2006 r. można natomiast obserwować przyrost aktywów bankowych lokowanych w funduszach rynku pieniężnego. Wielkości te świadczą o preferencjach sektorowych polskich banków, informując jednocześnie o poziomie ich awersji do ryzyka inwestycyjnego.

Istnieje jednak wiele przesłanek angażowania się banków w rynkowe instrumenty finansowe. W okresie globalizacji sektora bankowego wyrastają one głównie z motywów komercyjnych skierowanych na poszukiwanie szybkiego przyrostu wartości ich aktywów dla akcjonariusza (*shareholder value*). Tabela 4 jest zestawieniem tych motywów i konsekwencji z nich wynikających.

Problemy instytucji kredytowych w poszukiwaniu wartości dla akcjonariusza sprzyjają ich zaangażowaniu w różnych segmentach rynku instrumentów pochodnych. Korzyści, które odnoszą banki z operacji pozabilansowych, są ważne, gdyż:

- nie wymagają ponoszenia kosztów operacyjnych i marketingowych związanych z aktywami bilansowymi,
- nie powodują sprzeczności między zarządzaniem ryzykiem finansowym a kształtowaniem relacji z klientami,
- umożliwiają pełniejsze wykorzystanie infrastruktury wyceny ryzyka kredytowego przy ograniczonych źródłach finansowania nowych inwestycji bilansowych,
- zabezpieczenie w postaci derywatów kredytowych powoduje powstanie czystego ryzyka kredytowego (z wyjątkiem swapów całkowitego przychodu) [Jackowicz 2001, s. 33-36].

Tabela 4. Motywy i konsekwencje zaangażowania banków w rynkowe instrumenty finansowe

Motywy	Konsekwencje w przedsiębiorstwach bankowych
Spekulacyjne	<ul style="list-style-type: none"> • Zdolność do silnego i szybkiego pomnażania zysków • Realizacja efektów arbitrażowych
Płynnościowe	<ul style="list-style-type: none"> • Zwiększenie elastyczności zarządzania kapitałem bankowym • Poprawa płynności • Zapewnienie ciągłości refinansowania
Ostrożnościowe	<ul style="list-style-type: none"> • Osiąganie przez banki wymogów kapitałowych • Płynne zarządzanie ryzykiem oraz kosztem pozyskanych funduszy • Obniżenie poziomu kapitału regulacyjnego • Zarządzanie pozycjami w bilansie • Redukowanie ryzyka • Eliminowanie ryzyka kredytowego
Inwestycyjne	<ul style="list-style-type: none"> • Wykorzystywanie papierów wartościowych w substytucji produktów <i>stricte</i> bankowych • Poprawa efektywności inwestowanego kapitału bankowego • Tańsze finansowanie swej działalności • Zarządzanie liniami kredytowymi • Zabezpieczenie portfela inwestycyjnego

Źródło: opracowanie własne.

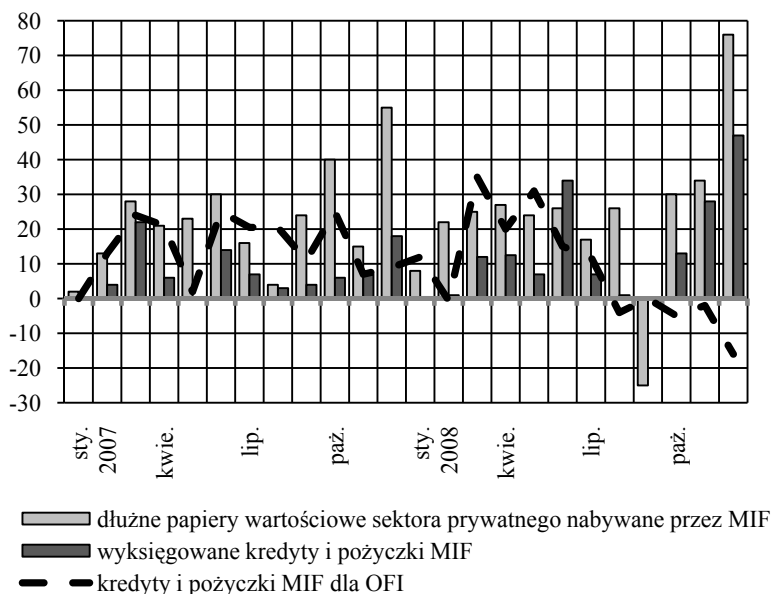
Ocena zaangażowania banków na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych w szerszym zakresie została przedstawiona w poprzednim opracowaniu autorki nastawionym głównie na tę analizę (por. [Pyka 2010]).

3. Zastosowanie rynkowych instrumentów finansowych sektora bankowego w fazach kryzysu globalnego

Globalny kryzys finansowy obejmujący lata 2007-2010 można podzielić na trzy kolejne fazy odpowiadające okresom: od sierpnia 2007 r. do lutego 2008 r.; od marca 2008 r. do września 2009 r.; od września 2009 r. do końca roku 2010. Fazy te wynikają z odmienności działań władzy monetarnej podejmującej starania o pobudzenie wzrostu gospodarczego, w tym szczególnie banków centralnych wykorzystujących niestandardowe, różne jakościowo, nowe instrumenty regulowania równowagi monetarnej. W kolejnych fazach globalnego kryzysu finansowego banki centralne stosowały w różnych celach, w różnym zakresie i różnego charakteru rynkowe instrumenty finansowe.

Pierwszy etap globalnego kryzysu finansowego charakteryzowało wejście międzynarodowego sektora bankowego w okres poważnych zakłóceń spowodowanych wzrostem wskaźników niespłaconych kredytów na rynku hipotecznym w Stanach Zjednoczonych. Wpływały one na wycenę różnych wcześniej wyemitowanych papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Pierwsze problemy pojawiły się na rynku krótkoterminowych bonów komercyjnych zabezpieczonych aktywami (ABCP), które emitowane przez spółki inwestycyjne (*conduits*) niechętnie były nabywane i prolongowane przez dotychczasowych ich inwestorów. W konsekwencji banki stanęły przed ryzykowną koniecznością przywrócenia do swojego bilansu strukturyzowanych funduszy inwestycyjnych (SIV) lub też finansowania spółek i funduszy inwestycyjnych emitujących (ABCP) [EBC 2008, s. 35]. Przybierało to formę tzw. nierozliczonych transakcji sekurytyzacyjnych (*retained securitisation operations*). Tą drogą instytucje kredytowe przejmowały ryzyko inwestycyjne wynikające z transakcji sekurytyzacyjnych, jak też „wyzbywały się” swej płynności uzyskiwanej w tym procesie. Procedury te znalazły swe pierwsze zastosowanie w bankach amerykańskich. Z czasem były jednak wykorzystywane w skali międzynarodowej, w sektorach bankowych silnie „zarażonych toksycznymi aktywami finansowymi”.

Znaczne rozmiary „migracja” rynkowych instrumentów finansowych przybrała w sektorze bankowym strefy euro. Jej skalę przedstawia rys. 1. W roku 2007 tworzone przez banki spółki inwestycyjne klasyfikowane jako OFI wobec niechęci inwestorów do nabywania sekurytyzowanych papierów wartościowych wykorzystywały linie kredytowe przyznawane im przez monetarne instytucje finansowe (MIF) do ich finansowania. W pierwszej fazie kryzysu finansowego MIF finansowały zatem bezpośrednio OFI, tracąc jedno z ważnych źródeł swej płynności finansowej. W drugiej fazie kryzysu, a potem i trzeciej, transakcje te traktowały głównie jako źródło utrzymania swej płynności. Odkupywały bowiem papiery wartościowe spółek inwestycyjnych, wykorzystując je jako zabezpieczenia w operacjach Eurosystemu. Sytuacja ta prowadziła do zmniejszenia udziału pożyczek w ogólnej puli kredytów MIF i odpowiedniego zwiększenia udziału dłużnych papierów wartościowych. Podczas trzeciej fazy kryzysu nierozliczone transakcje sekurytyzacyjne w strefie euro nabrały jeszcze większego znaczenia [EBC 2008, s. 33]. Wynikało to z faktu, że zwiększył się zakres



Rys. 1. Miesięczne przepływy kredytów i pożyczek do OFI, dłużne papiery wartościowe nabyte przez MIF oraz wyświetowane kredyty i pożyczki IF (mld euro, skorygowane efekty sezonowe i kalendarzowe)

Źródło: EBC.

operacji w sektorze bankowym strefy euro, w których MIF mogły wykorzystywać dłużne papiery wartościowe do pozyskiwania płynności w Eurosystemie.

Wzrost niestabilności sektora bankowego spowodowany globalnym kryzysem finansowym stał się powodem nie tylko zmian pozycji bilansowych z wykorzystaniem rynkowych instrumentów finansowych. Za pomocą krótkoterminowych aktywów finansowych banków (papierów wartościowych i transakcji swap) dokonywało się także gromadzenie płynności wewnątrz instytucji kredytowych.

W USA płynność sektorowa wspierana była od początku kryzysu finansowego wykupem krótkoterminowych rządowych papierów wartościowych wszystkich hurtowych uczestników rynku pieniężnego. Z czasem jednak FED uruchomił program kredytowy AMLF (Asset – Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility) wspierający rynek Asset-Backed Commercial Paper (ABCP), umożliwiając instytucjom depozytowym zakup wysokiej jakości ABCP od kwalifikowanych funduszy inwestycyjnych. Natomiast w październiku 2008 r. FED stworzył w ramach programu CPFF (Commercial Paper Funding Facility) możliwość nabywania 3-miesięcznych papierów komercyjnych z wysokim ratingiem inwestycyjnym bezpośrednio od emitentów.

W ostatniej fazie kryzysu globalnego silna presja banków centralnych na wzrost gospodarczy spowodowała rozszerzenie transakcji rynkowymi instrumentami finan-

sowymi w sektorze bankowym, ale także poza nim. Banki centralne do regulowania płynności sektora bankowego zastosowały dłużne papiery wartościowe o terminach wykupu wykraczających poza jeden rok. Charakterystyczny dla tego okresu proces „rozluźnienia ilościowego” spowodował zmiany w strukturze portfela rynkowych instrumentów finansowych banków.

Od listopada 2008 r. w ramach programu TALF (Term Asset – Backed Securities Loan Facility) FED wydłużył wspieranie płynności rynku pieniężnego, udzielając pożyczek z terminem zapadalności do pięciu lat inwestorom posiadającym ABS-y z wysokim ratingiem inwestycyjnym. W dalszej kolejności FED rozpoczął wykup długoterminowych papierów wartościowych w postaci obligacji emitowanych przez instytucje wspierane przez rząd (GSE), a także papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką (tzw. MBS-ów) i obligacji skarbowych. Instytucje finansowe w USA mające aktywa w postaci certyfikatów depozytowych, dłużnych papierów bankowych czy komercyjnych papierów wartościowych były też wspierane w ramach programu MMIFF (Money Market Investor Funding Facility). Finansowego wsparcia udzielił Federal Reserve Bank of New York do maksymalnej wysokości 540 mld dol. Także EBC w trzeciej fazie kryzysu globalnego przygotował program CBPP (Covered Bonds Purchase Program) polegający na bezwarunkowym wykupie listów zastawnych na rynku pierwotnym i wtórnym, zakładając limit tych operacji do 60 mln euro [*Antykryzysowe działania...* 2010].

Ważnym czynnikiem decydującym o roli rynkowych instrumentów finansowych w sektorze bankowym jest niewątpliwie ich zdolność do zabezpieczania transakcji międzybankowych. Banki centralne globalnej gospodarki światowej szeroko je wykorzystują w celu zwiększenia bezpieczeństwa swych transakcji z instytucjami kredytowymi. W Eurosystemie Statut ESBC art. 18 ust.1 wymaga, aby wszystkie operacje kredytowe Eurosystemu miały odpowiednie zabezpieczenie. EBC i krajowe banki centralne prowadzą też transakcje na rynkach finansowych w formie bezwarunkowych transakcji kupna i sprzedaży aktywów zabezpieczających lub na podstawie umów z przyrzeczeniem odkupu.

Operacje zasilające w płynność Eurosystem opierają się na aktywach zabezpieczających dostarczonych przez kontrahentów w formie przeniesienia własności aktywów (w przypadku transakcji bezwarunkowych lub umów z przyrzeczeniem odkupu) lub w formie zastawu udzielonego na danych aktywach (w przypadku kredytów zabezpieczonych). W celu zabezpieczenia Eurosystemu przed stratami w operacjach polityki pieniężnej kwalifikowanie aktywów zabezpieczających te operacje zależy od spełnienia pewnych kryteriów. Eurosystem opracował jednolity system zabezpieczeń dla wszystkich prowadzonych operacji kredytowych. System ten, zwany również „wspólną listą”, zaczął obowiązywać 1 stycznia 2007 r. Wspólna lista obejmuje dwie odrębne kategorie aktywów – aktywa rynkowe i aktywa nierynkowe. Nie różnicuje się tych aktywów pod względem ich jakości i możliwości wykorzystania w różnych rodzajach operacji polityki pieniężnej Eurosystemu. Aktywa nierynkowe nie są jednak wykorzystywane przez Eurosystem w transakcjach bezwarunkowych. Kryteria kwalifikacji dla obu kategorii aktywów są jednolite w całej strefie euro. Aby zapewnić, że obie kategorie aktywów spełniają te same standardy jakości kredyto-

wej, opracowano ramowe zasady oceny kredytowej w Eurosystemie (Eurosystem Credit Assessment Framework – ECAF) oparte na różnych źródłach oceny wiarygodności kredytowej. Kontrahenci Eurosystemu mogą też wykorzystywać aktywa kwalifikowane w operacjach transgranicznych [*Realizacja polityki...* 2008, s. 36]. Oznacza to, że mogą uzyskiwać środki finansowe z krajowego banku centralnego państwa członkowskiego, w którym są ustanowieni, wykorzystując jako zabezpieczenie aktywa znajdujące się w innym państwie członkowskim. Wykorzystanie aktywów zabezpieczających w operacjach transgranicznych musi być możliwe w całej strefie euro do obsługi wszystkich rodzajów operacji, w ramach których Eurosystem zasila w płynność w zamian za aktywa kwalifikowane.

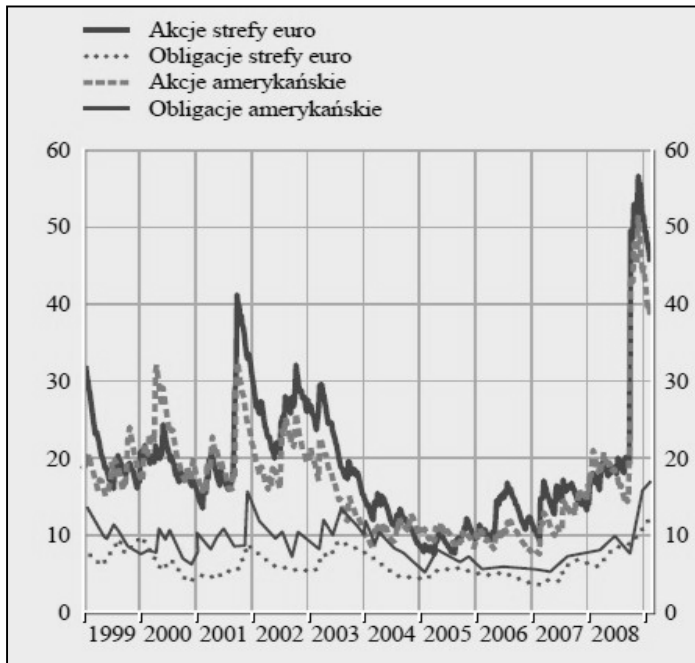
Krajowe banki centralne (i EBC) wypracowały mechanizm zapewniający, że wszystkie aktywa kwalifikowane emitowane/deponowane w strefie euro można wykorzystać na zasadach transgranicznych. Jest to system banków centralnych korespondentów (CCBM), w ramach którego krajowe banki centralne działają wzajemnie dla siebie (i dla EBC) jako powiernicy („korespondenci”) w odniesieniu do aktywów akceptowanych przez ich lokalny system depozytowy lub rozrachunkowy [*Realizacja polityki...* 2008, s. 59].

W drugiej fazie kryzysu globalnego, w październiku, a potem w listopadzie 2008 r., EBC dokonał zmian w wymogach dotyczących kwalifikowanych zabezpieczeń. Nastąpiło wtedy złagodzenie wymogu dotyczącego ratingu kredytowego z „A-” do „BBB”, z wyjątkiem ABS-ów. Rozszerzona została też ich lista, m.in. o certyfikaty depozytowe i zbywalne instrumenty dłużne denominowane w walutach, takich jak USD, GBP i JPY.

Listę zabezpieczeń operacji otwartego rynku w ramach tzw. programu TAF (Term Auction Facility) uruchomionego w grudniu 2007 r. rozszerzył również FED. Dopuszczył też w tym programie szersze grono uczestników operacji rynku otwartego. W drugiej fazie globalnego kryzysu finansowego rozszerzenie zakresu zabezpieczeń na rynkowe papiery wartościowe w ramach operacji zasilających banki w płynność stosowały też banki centralne Wielkiej Brytanii (BoF), Japonii, Norwegii, Kanady, Szwecji, Węgier, Polski, jak też wiele niewymienionych.

W okresie globalnego kryzysu finansowego rynkowe instrumenty finansowe znajdujące się w portfelach aktywów bankowych stały się również źródłem wysokiego ryzyka rynkowego. Na długoterminowych rynkach akcji i obligacji skarbowych pojawiła się bowiem wysoka zmienność i płynność. Tymczasem instrumenty te są utrzymywane przez banki w portfelach aktywów ze względu na liczne wcześniej analizowane motywy, i to nie tylko spekulacyjne. Wysoka zmienność rynku akcji i obligacji w okresie globalnego kryzysu finansowego pojawiła się wskutek zwiększonej skłonności uczestników tego rynku do zamykania pozycji wspartych dźwignią finansową, dużej liczby nieoczekiwanych informacji, ogromnej niepewności i większej awersji do ryzyka. W okresie kryzysu globalnego pojawiła się także dotychczas niespotykana, długoterminowa, silna ujemna korelacja między rentownością akcji i obligacji (por. rys. 2).

Wynikała ona wprost z wycofywania się inwestorów z rynku akcji w kierunku najpłynniejszych rynków obligacji skarbowych [EBC 2008, s. 49]. W aktywach bi-



Uwagi: Przy obliczeniu zysków z udziałowych papierów wartościowych dla strefy euro wykorzystano indeks Dow Jones EURO STOXX, dla Stanów Zjednoczonych – Standard & Poor's 500. Zyski z obligacji obliczono na podstawie rentowności niemieckich i amerykańskich obligacji o kuponie zerowym uzyskanej z systemu Bloomberg. Do obliczenia zmienności wykorzystano wykładniczo ważone średnie ruchome (Exponentially Weighted Oving Averages – EWOA).

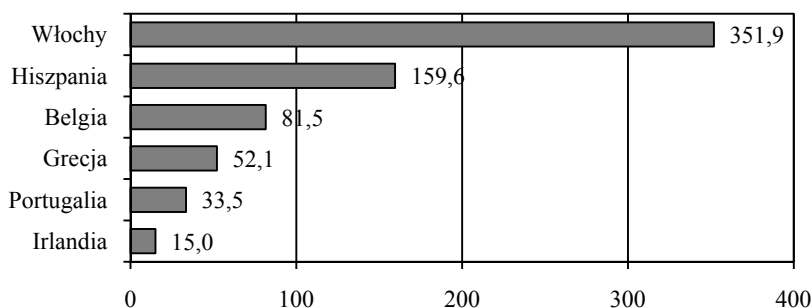
Rys. 2. Zrealizowana zmienność zysków tygodniowych z akcji i obligacji (oprocentowanie roczne, dane tygodniowe)

Źródło: Bloomberg oraz obliczenia EBC.

lansowych instytucji kredytowych nie musiała ona być tak znaczna jak w przypadku pozostałych instytucji finansowych, gdyż ze względu na wymogi kapitałowe i możliwość wykorzystania obligacji skarbowych w operacjach otwartego rynku zawsze w większym stopniu te rynkowe instrumenty finansowe były kupowane przez banki.

Wzrost napięcia na rynkach finansowych spowodowany globalnym kryzysem finansowym doprowadził do zwiększenia zmienności również na rynku obligacji skarbowych. Uczestnicy rynku nie byli bowiem skłonni udzielać stałego wsparcia płynnościowego ich posiadaczom po dotychczasowych cenach transakcyjnych (*tradable quotes*). Niedobór płynności pojawił się na rynku obligacji skarbowych Niemiec i USA, mimo że to właśnie one odgrywały rolę zabezpieczenia dla inwestorów w okresie globalnego kryzysu finansowego.

Posiadanie przez banki rynkowych instrumentów finansowych wiązało się zatem z dużym ryzykiem inwestycyjnym, w tym rynkowym. Narażało też banki na ryzyko stopy procentowej, a czasami też ryzyko walutowe.



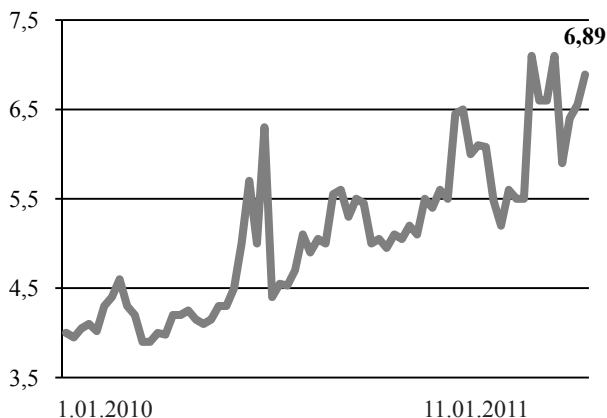
Rys. 3. Potrzeby pożyczkowe krajów strefy euro w 2011 r. (dług do spłacenia wraz z odsetkami, mld euro)

Źródło: Bloomberg.

Paradoksalnie sytuacja na rynku obligacji skarbowych stała się trudna w okresie zagrożenia upadkiem rządu Grecji. Gdyby nie pomoc EBC, wiele banków niemieckich mających w swych aktywach greckie obligacje skarbowe miałyby poważne problemy finansowe. W Unii Europejskiej wysokie deficyty państw peryferyjnych strefy euro (por. rys. 3) budzą poważne obawy o stabilność międzynarodowego rynku finansowego. Wpływają też na wysoką zmienność rynku obligacji i wzrost ich rentowności (por. rys. 2). Niestabilny jest także rynek akcji. Sytuacje te zwiększają potencjalny niedobór płynności tych rynków.

Dlatego też korzystna okazała się informacja, że rząd Japonii będzie kupował obligacje finansujące pakiet pomocowy Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej skierowany do Irlandii. Jednocześnie Chiny mające aktualnie największe rezerwy walutowe na świecie (2,85 bln dol.) zadeklarowały, że ich rząd będzie kupował obligacje państw Grecji, Portugalii czy Irlandii. Nadzieje na azjatyckie wsparcie finansowe dla strefy euro uspokoiły nieco rynki akcji [„Parkiet” 2011].

Sytuacja na rynku finansowym nie jest jednak stabilna. Istnieją jej różne przyczyny, których analiza wykracza poza zakres opracowania. Niestabilność rynków finansowych, a w konsekwencji wysoka niepewność transakcji zawieranych w sektorze bankowym, powodują jednak, że zmniejszenie zaangażowania instytucji kredytowych w aktywa rynkowe bez wsparcia banków centralnych będzie niezmiernie trudne. Pokazują to dotychczasowe doświadczenia banków centralnych, które odkupując w programach pomocowych rynkowe instrumenty finansowe, obciążają nimi własne pozycje bilansowe. Realizują wprawdzie bardzo wysokie zyski (jak np. FED w roku 2010), ale narażają wtórnie cały sektor bankowy na wysokie ryzyko walutowe, a w konsekwencji różne formy ryzyka rynkowego. Rozwiązaniem tej kwestii nie wydają się również „specjalne fundusze wsparcia pojawiające się w różnych celach i w różnych systemach bankowych. Zadłużenie sektora bankowego spowodowane zaangażowaniem w rynkowe instrumenty finansowe jest bowiem bardzo wysokie i wymaga wysokich zasobów gotówkowych (rezerw walutowych), których w systemach gospodarczych brak (z wyjątkiem Chin i Japonii). Dlatego też przez dłuż-



Rys. 4. Rentowność portugalskich obligacji dziesięcioletnich (w %)

Źródło: Bloomberg.

szy czas będzie generowało w skali gospodarki światowej napięcia inflacyjne, zmieniając też skalę i charakter powiązań kapitałowych w skali gospodarki światowej. Proces wychodzenia sektora bankowego z aktywów rynkowych wydaje się zatem długi, a wsparcie regulacyjne instytucje *safety net* tylko częściowo skuteczne.

Literatura

Antykryzysowe działania wybranych banków centralnych w latach 2007-2010, NBP, maj 2010, Departament Systemu Finansowego.

Bączyk M., Koziński M.H., Michalski M., Pyziół W., Szumański A., Weiss I., *Papiery wartościowe*, Zakamycze, Kraków 2000.

EBC, Raport Roczny 2008.

Jackowicz K., *Pochodne instrumenty kredytowe. Definicja i rodzaje pochodnych instrumentów kredytowych*, „Bank i Kredyt” 2001 nr 3.

Pyka I., *Rynkowe instrumenty finansowe w perspektywie nowych wyzwań rozwojowych sektora bankowego*, Referat na konferencję UMCS 2010, w druku.

Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro, EBC, listopad 2008.

BANKING SECTOR'S INVOLVEMENT IN FINANCIAL INSTRUMENTS DURING THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS. PERSPECTIVES AND SOLUTIONS

Summary: The article is focused around financial instruments used in the banking sector. Their assessment is performed in subsequent phases of the financial crisis. The level of involvement and reasons for financial instrument's use is analyzed. Conditions required in order to decrease the tensions related to their use are considered.