

SYSTEM FINANSOWY

CZYNNIKI ROZWOJU PŁYNNYCH RYNKÓW INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

dr Anna Marta Chmielewska

Plan wykładu

- Historyczny rozwój rynków instrumentów pochodnych
- Problem płynności rynków finansowych w literaturze przedmiotu
- Czynniki rozwoju płynnych rynków instrumentów pochodnych
- Proces rozwoju rynku instrumentu pochodnego w świetle wyników badań
- Co wpływa na płynność rynków instrumentów pochodnych
- Rola płynności na przykładzie rynku CDO
- Wnioski końcowe

{ 2 }

Definicja instrumentu pochodnego

„instrument pochodny jest kontraktem pomiędzy dwiema stronami, w którym określone są warunki – w szczególności daty i wartości aktywów bazowych – określające przyszłe strumienie płatności między zawierającymi kontrakt stronami”.

Rubinstein (1999)

{ 3 }

Charakterystyka rozwoju rynku instrumentów pochodnych

- Wielowymiarowy charakter rozwoju rynków pochodnych
- Wzrost znaczenia rynku instrumentów pochodnych

Miara wielkości [w bilionach dolarów]	Wielkość (1995)	Wielkość (2013 lub 2014)	Wzrost zakumulowany	Średnioroczne tempo wzrostu
Nominalna	47,5	692,9	1358%	16,1%
Rynkowa	2,2	20,16	814%	13,1%
Wartość obrotu (fx,ir)	0,8	5,6	572%	11,2%
PKB (nominalne)	29,3	72,1	146%	5,4%
Depozyty bankowe	22	55,3	152%	5,9%
Instrumenty dłużne	19,9	90,7	357%	8,8%
Kapitalizacja giełdy	16,4	65,3	297%	8%
Obroty FX Spot	0,5	2,0	314%	8,2%

Źródła danych: BIS, IMF, Bank Światowy

{ 4 }

Funkcje rynku instrumentów pochodnych

Funkcja	Pełnienie jej przez rynki instrumentów pochodnych
Funkcja rozliczeniowa	Rozliczenie różnic cenowych (będące najczęstszą formą rozliczenia instrumentów pochodnych) umożliwia rozliczenie transakcji nawet w warunkach istotnych ograniczeń rozliczeniowych na rynkach bazowych
Przemieszczanie zasobów od podmiotów oszczędzających do inwestujących	Instrumenty pochodne są często wykorzystywane do inwestowania oraz finansowania.
Alokacja zasobów w czasie i pomiędzy różnymi obszarami geograficznymi	Instrumenty pochodne umożliwiają alokację zasobów w czasie pomagają również alokować zasoby w warunkach geograficznych barier dostępu.
Zarządzanie ryzykiem	Płynne rynki instrumentów pochodnych dostarczają uczestnikom obrotów narzędzi zarządzania ryzykiem finansowym.
Funkcja informacyjna	Płynne rynki instrumentów pochodnych odzwierciedlają oczekiwania rynków co do przyszłego kształtowania się cen aktywów, prawdopodobieństwa wystąpienia określonych zdarzeń gospodarczych oraz postrzeganego przez inwestorów poziomu ryzyka. Funkcja informacyjna polega na możliwości odczytania tych oczekiwań z kwotowań instrumentów pochodnych.
Zmniejszanie asymetrii informacji i pokusy nadużycia	Animatorzy rynków instrumentów pochodnych zmniejszają asymetrię informacji występującą pomiędzy uczestnikami obrotów na rynku.

{ 5 }

Płynność

- Definicja:
Płynność oznacza łatwość i niskie koszty zawierania transakcji¹

¹ Y. Amihud, H. Medelson, L.H. Pedersen (2005), Liquidity and Asset Prices, Foundations and Trends in Finance, Vol. 1, No 4, s. 270.

- Płynność rynku zapewnia²:
 - Niski koszt uczestnictwa w rynku
 - Możliwość zawarcia transakcji bez wpływu na cenę równowagi
 - Szybkość zawarcia transakcji
 - Odporność rynku na zaburzenia

² L. Harris (1990), Liquidity, trading rules and electronic trading systems, Monograph Series in Finance and Economics, No 4, Stern School of Business, New York University

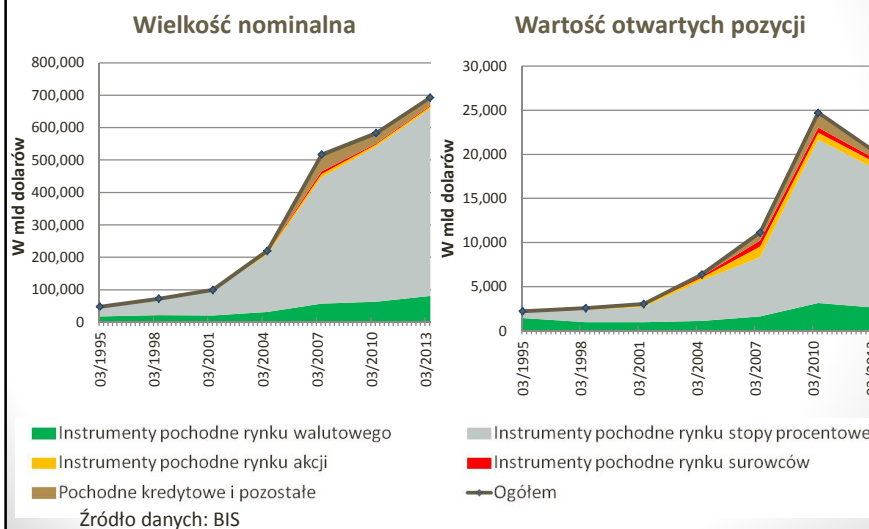
{ 6 }

Płynność jako temat badawczy

- Powstaje globalny system płynnych rynków finansowych (w tym rynków instrumentów pochodnych), stopniowo materializując koncepcję kompletności rynków
- Tylko w przypadku nielicznych instrumentów pochodnych obserwujemy powstanie płynnego rynku
- Zagadnienie płynności jest bardzo fragmentarycznie analizowane w literaturze przedmiotu, a tymczasem płynność rynków jest kluczowym warunkiem ich użyteczności, informacyjnej efektywności, stabilności i bezpieczeństwa.
- Stabilność i bezpieczeństwo rynków finansowych są ważnym wyzwaniem dla nadzoru finansowego

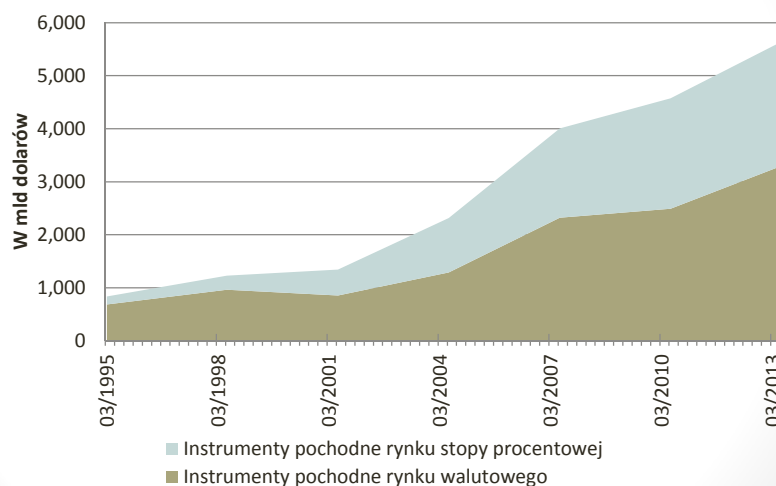
{ 7 }

Rozwój rynku instrumentów pochodnych – wielkość rynku



{ 8 }

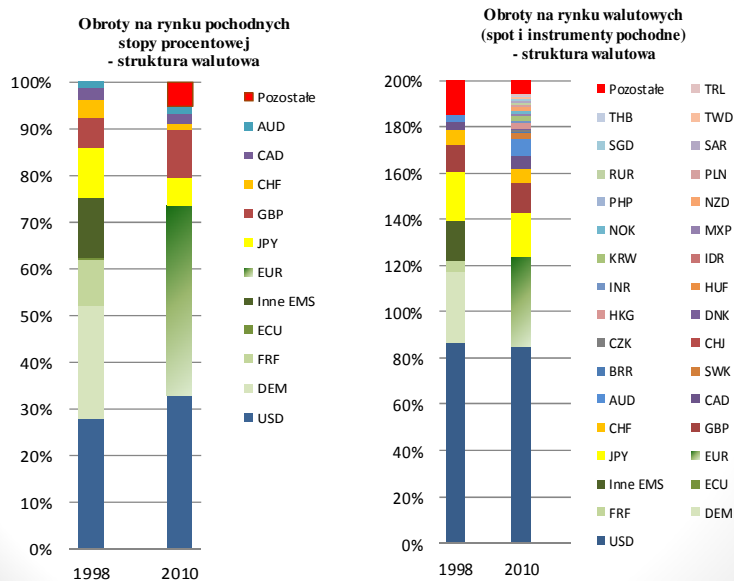
Rozwój rynku instrumentów pochodnych – wielkość obrotów



Źródło danych: BIS

9

Struktura obrotów (BIS 2010)



10

Charakterystyka rozwoju rynku instrumentów pochodnych

- Rozwój rynku instrumentów pochodnych ma charakter wielowymiarowy
 - i. Wzrost nominalnej wielkości transakcji
 - ii. Wzrost wielkości obrotów
 - iii. Wzrost wielkości otwartych pozycji (przenieszonego ryzyka)
 - iv. Wzrost liczby instrumentów pochodnych
 - v. Wzrost liczby instrumentów bazowych
 - vi. Wzrost spektrum dostępnych terminów zapadalności
 - vii. Wzrost spektrum wielkości pojedynczej transakcji
 - viii. Rozwój rynków lokalnych a rozwój rynku globalnego
 - ix. Możliwość zanikania i kurczenia się rynków

[11]

Znaczenie rynków instrumentów pochodnych

- Rynek instrumentu pochodnego:
 - przybliża rynki finansowe do idei rynków kompletnych
 - przyczynia się do lepszej alokacji ryzyka w gospodarce
 - zwiększa efektywność innych rynków finansowych
 - dostarcza informacji (głównie na temat oczekiwań)

... czyni to tym skuteczniej, im bardziej jest płynny

[12]

Płynność rynków finansowych w literaturze przedmiotu

- Płynność jest często przyjmowanym założeniem
- Najczęściej utożsamiana z kosztem transakcyjnym i mierzona rozpiętością cenową (*bid-ask spread*)
- Płynność w literaturze:
 - Wycena instrumentów finansowych
 - Poziom płynności przekłada się na ceny instrumentów finansowych
 - Mikrostruktura rynku
 - Struktura rynku wpływa na stopień płynności oraz stabilność rynku
 - Kryzysy finansowe
 - Zachowanie inwestorów przyczynia się do zanikania płynności w czasie zaburzeń na rynkach finansowych
- Innowacje finansowe
 - Procesy zewnętrzne mają wpływ na rozwój innowacji finansowych
 - Konieczność analizy innowacji finansowych w kontekście systemu finansowego

13

Zachowania uczestników obrotów a rozwój rynków

- Zabezpieczanie się przed ryzykiem jako pierwotna przesłanka tworzenia instrumentów pochodnych
 - Motywy przedsiębiorstw do zabezpieczania się przed ryzykiem i ich uczestnictwo na rynku instrumentów pochodnych
 - Zarządzanie ryzykiem przez instytucje finansowe
- Pozostali uczestnicy rynków instrumentów pochodnych
 - Inwestorzy krótkoterminowi
 - Animatorzy
- Rynek instrumentów pochodnych jako rynek ryzyka

Warunkiem płynności rynku określonego instrumentu pochodnego jest istnienie mierzalnego czynnika ryzyka oraz możliwość stworzenia wystandaryzowanego instrumentu pochodnego, pozwalającego na przenoszenie danego rodzaju ryzyka pomiędzy uczestnikami obrotów

Płynność rynku instrumentu pochodnego zależy często nie tylko od płynności i efektywności rynków bazowych, ale także od płynności innych rynków instrumentów pochodnych

14

Bodźce dla przedsiębiorstw

- Motywy zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwach niefinansowych
 - System podatkowy
 - Koszty upadłości
 - Obniżenie kosztu finansowania dłużnego
 - Konflikt interesu pomiędzy akcjonariuszami a wierzycielami
 - Konflikt interesu pomiędzy akcjonariuszami a zarządem
- Motywy korzystania z instrumentów pochodnych
 - Dostęp do rynku
 - Czas i zasoby ludzkie
 - Rozproszenie kompetencji
 - Dostęp do informacji
 - Zarządzanie płynnością oraz ryzyko *margin call*
 - Koszty spreadu

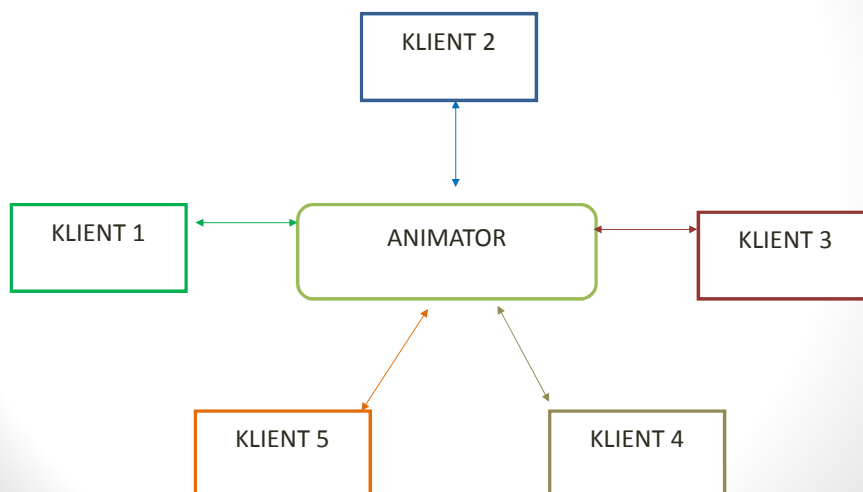
[15]

Bodźce dla instytucji finansowych

- Zarządzanie ryzykiem a wiarygodność
 - Uwarunkowania regulacyjne
 - Dyscyplina rynkowa
- Zarządzanie ogólnym poziomem ryzyka
 - Elastyczność instrumentów pochodnych w stosunku do instrumentów bilansowych
- Działalność spekulacyjna
 - Podejmowana jest w celu wykorzystania postrzeganej przez dany podmiot anomalii cenowej
 - Arbitraż
 - Rola przewagi informacyjnej i przewagi wiedzy
- Funkcja animatora rynku

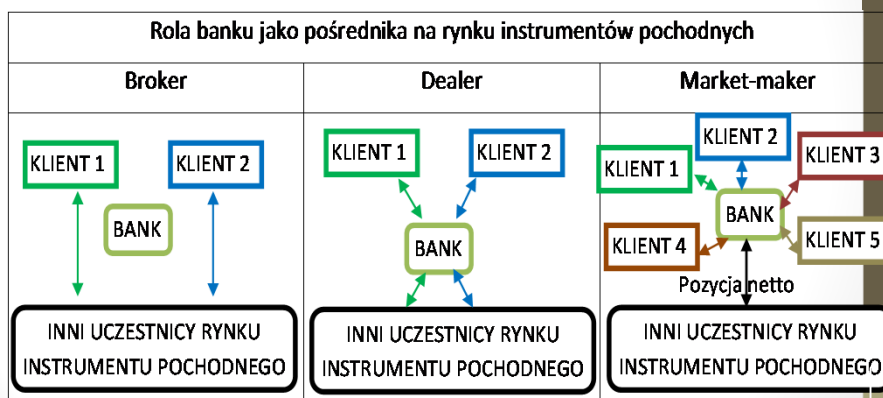
[16]

Schemat działania animatora rynku



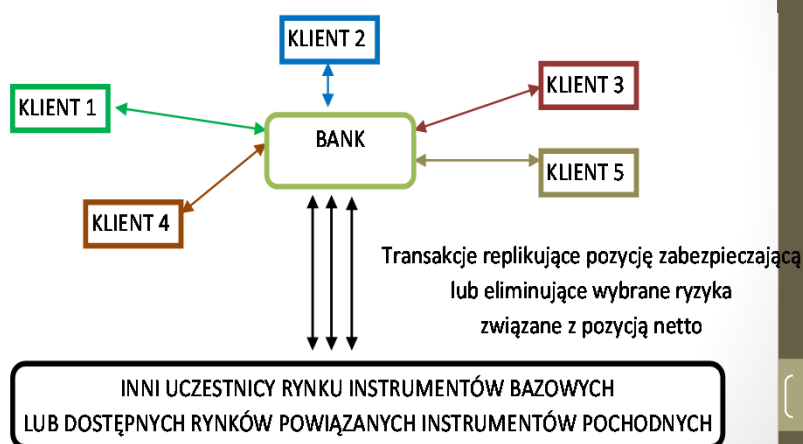
[17]

Działalności banku jako pośrednika na rynku instrumentów pochodnych



[18]

Instrument pochodny jako produkt bankowy (przy braku płynnego rynku)

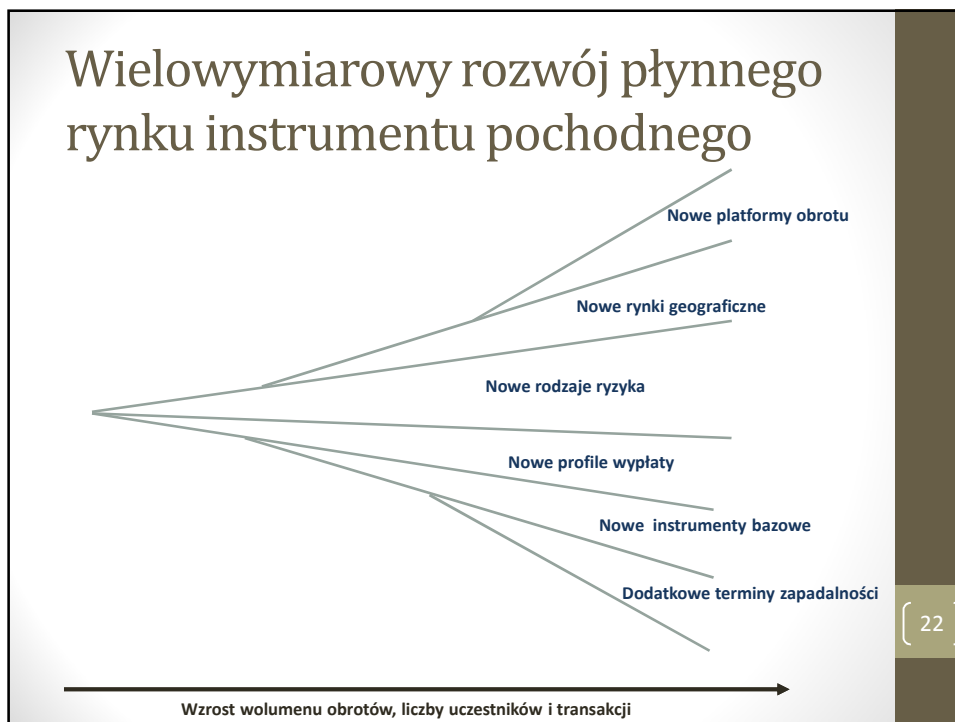


19

Czynniki rozwoju płynnych rynków finansowych na poziomie mikro



20



Procesy sprzyjające rozwojowi rynków instrumentów pochodnych

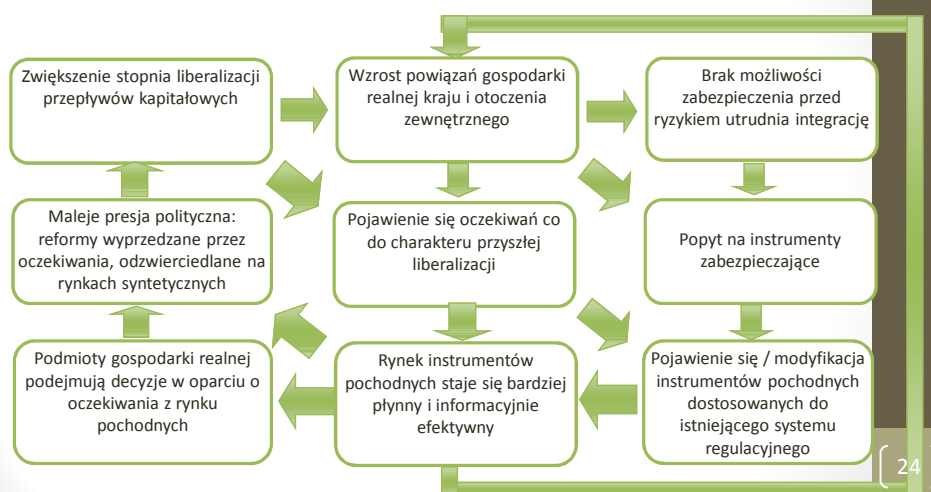
- Liberalizacja przepływów kapitałowych
- Procesy globalizacji gospodarki i systemu finansowego
- Postęp technologiczny
- Wzrost znaczenia pośrednictwa finansowego
- Wzrost roli rynków w systemie finansowym
- Rola regulacji

Rolę rynków poszczególnych instrumentów pochodnych w systemie finansowym należy analizować w ujęciu dynamicznym, ze względu na komplementarność poszczególnych rynków wobec pozostałych elementów systemu finansowego oraz ze względu na istnienie sprzężenia zwrotnego pomiędzy procesami globalizacji a możliwością tworzenia się płynnych rynków finansowych

Płynność rynku instrumentu pochodnego zależy często nie tylko od płynności i efektywności rynków bazowych, ale także od płynności innych rynków instrumentów pochodnych

[23]

Przykład zależności pomiędzy procesami liberalizacyjnymi a rozwojem rynków instrumentów pochodnych



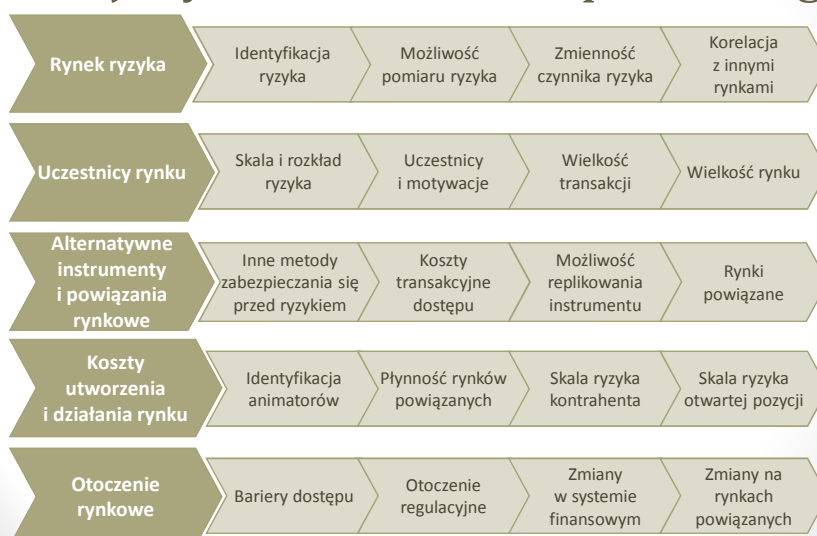
[24]

Czynniki warunkujące powstanie płynnego rynku instrumentu pochodnego

- Czynniki związane z konstrukcją danego instrumentu pochodnego
 - Warunkują użyteczność rynku
 - Mierzalny i obiektywny czynnik ryzyka, o istotnym znaczeniu w gospodarce
- Czynniki odzwierciedlające motywacje i zachowania uczestników rynku
 - Pomagają wyjaśnić proces stopniowego rozwoju rynku
- Czynniki obrazujące zmiany w otoczeniu rynkowym
 - Pozwalają wyjaśnić dynamikę zwiększania się płynności (i jej zróżnicowanie)

[25]

Jak można próbować oceniać potencjał rozwoju rynku instrumentu pochodnego



[26]

Wnioski dla nadzoru i decydentów

- Możliwość zidentyfikowania sygnałów ostrzegawczych „nieudanych” instrumentów pochodnych
- Konieczność uwzględnienia w analizach nadzorczych zachowania podmiotów niefinansowych
- Potrzeba zbierania szerszego zakresu danych
- Wartość dialogu z uczestnikami obrotów
- Sprzężenie zwrotne rynków i procesów gospodarczych
- Dodatkowa perspektywa analizy proponowanych reform nadzorczych
 - Ubocznym skutkiem części proponowanych zmian może być ograniczenie możliwości zabezpieczania się przed ryzykiem w sektorze niefinansowym
 - Np. reguła Volckera, podatek Tobina, przeniesienie obrotu na rynki regulowane

{ 27 }