
Problemy i poglądy

*Krzysztof Borowski
Łukasz Okuniewski*

NOWE TENDENCJE W BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ – INWESTYCJE NA RYNKU WYDOBYWCZYM I ICH WPŁYW NA STABILNOŚĆ SEKTORA FINANSOWEGO

WSTĘP

Apresiasi cen surowców i metali szlachetnych, jaka występuje od 2002 r. spowodowała wzrost zainteresowania inwestorów polskich możliwością inwestowania w szeroko rozumianym sektorze wydobywczym. Dotyczy to zarówno surowców energetycznych (ropa naftowa), jak i metali szlachetnych (złoto, srebro, miedź i platyna). Aktualnie przed inwestorami polskimi pojawiła się możliwość przeprowadzania inwestycji na rynku wydobywczym dzięki produktom strukturyzowanym, a w szczególności certyfikatom strukturyzowanym oraz funduszom inwestycyjnym ukierunkowanym na surowce i przemysł wydobywczy. Wykorzystanie certyfikatów strukturyzowanych sprzyja rozwojowi nowych strategii inwestycyjnych na polskim rynku finansowym. Warto zauważyć, że coraz więcej biur maklerskich umożliwia swoim klientom przeprowadzanie transakcji na rynku surowców. Z kolei banki rozpoczęły w swoich sieciach sprzedaż jednostek funduszy inwestycyjnych operujących na rynku surowców lub certyfikatów strukturyzowanych powiązanych z rynkiem wydobywczym. Z drugiej zaś strony warto podkreślić fakt, że wykorzystanie skomplikowanych produktów inwestycyjnych, do jakich można zaliczyć produkty strukturyzowane, wykorzystujące nowoczesne rozwiązania inżynierii finansowej,

prowadzi do innego rozkładu ryzyka inwestycyjnego niż w przypadku klasycznych produktów, do jakich można zaliczyć akcje lub obligacje. Taka właśnie sytuacja miała miejsce w przypadku kredytów *sub prime* – kryzys *sub prime* uległ rozszerzeniu także na rynek produktów strukturyzowanych i sekurytyzacyjnych). W literaturze przedmiotu wprowadza się pojęcia podziału i „przepakowania” ryzyka inwestycyjnego, co w konsekwencji może prowadzić do zagrożenia dla nabywcy tego typu produktów, pojawienia się ryzyka inwestycyjnego w stopniu i natężeniu większym, niż wcześniej zakładano. Uwaga ta dotyczy także samego rodzaju aktywów i ich ekspozycji na ryzyko. Rozprzestrzenianie się kryzysu *sub prime* na rynku finansowym w USA także zmusiło instytucje nadzorcze w poszczególnych krajach do zintensyfikowania działań zmierzających do ograniczenia ryzyka inwestycyjnego związanego z nowymi produktami.

Celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie nowych produktów finansowych oferowanych polskim inwestorom służących do inwestycji na rynku surowców, a także pełniących funkcje zabezpieczające (*hedgingowe*).

1. Sytuacja na wybranych rynkach surowców

Na rynku miedzi cena od listopada 2002 r. z 1670 USD za tonę osiągnęła w maju 2006 r. poziom prawie 9 000 USD za tonę. Od tego momentu cena miedzi wykazuje stosunkowo duże wahania, utrzymując się w okolicy 7 000 USD za tonę (por. wykres 1).

Wykres 1. Zmiana ceny miedzi na światowych rynkach (w USD/tonę)



Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: www.bankier.pl z 11 stycznia 2008 r.

Oprócz inwestycji na rynku towarów (*commodities*) należy także wziąć pod uwagę inwestycje w akcje spółek wydobywczych, tj. akcje kopalni.

Wykres 2. Zmiana ceny złota na światowych rynkach (w USD/uncję)



Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: www.bankier.pl z 11 stycznia 2008 r.

Wykres 3. Zmiana ceny srebra na światowych rynkach (w USD/uncję)



Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: www.bankier.pl z 11 stycznia 2008 r.

Cena złota znajduje się w bardzo silnym trendzie wzrostowym od stycznia 2002 r. (287 USD/uncję). Na początku 2008 r. cena złota osiągnęła poziom blisko 900 USD za uncję.

Na przestrzeni ostatnich 5 lat cena srebra wzrosła prawie 4-krotnie. Pod koniec 2002 r. wynosiła ona 4,55 USD/uncję, aby na początku 2008 r. osiągnąć poziom ok. 16 USD/uncję.

Wykres 4. Zmiana ceny ropy na światowych rynkach (w USD/baryłkę)



Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: www.bankier.pl z 11 stycznia 2008 r.

Cena ropy naftowej znajduje się w trendzie wzrostowym od 10 lat: w październiku 1997 r. wynosiła ok. 10,56 USD/baryłkę, aby na początku 2008 r. zbliżyć się do poziomu 100 USD/baryłkę. Jest to blisko 10-krotny wzrost ceny w ciągu 10 lat.

Trwająca od 5 lat hossa na światowych rynkach finansowych ma zdecydowanie „surowcowy” charakter, tj. liderami wzrostów były spółki wydobywcze oraz ceny surowców, w przeciwieństwie do hossy z przełomu lat 1999/2000, kiedy to liderami wzrostów były spółki wysokiej technologii (IT). Tak dynamiczny wzrost cen surowców w pierwszych latach XXI w., przyczynił się do powstania nowych instrumentów, głównie papierów wartościowych (certyfikatów inwestycyjnych) związanych z rynkiem surowcowym.

2. Certyfikaty strukturyzowane Raiffeisen Centrobank

Zaletą certyfikatów strukturyzowanych jest przede wszystkim łatwy dostęp dla każdego inwestora do instrumentów (produktów) niedostępnych na polskim rynku, opiewających m.in. na: zagraniczne indeksy giełowe, towary, koszyki akcji spółek nie notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Certyfikaty strukturyzowane „naśladują” zmianę ceny instrumentu bazowego, np. indeksów giełdowych, surowców, koszyków akcji czy innych instrumentów finansowych. Oznacza to, że wzrost o 1% instrumentu bazowego, nominowanego w tej samej walucie, co certyfikat, spowoduje również wzrost jego wartości o 1%¹. Emitent sprzedając certyfikaty, zabezpiecza swoje ryzyko kupując instrument bazowy lub derywaty oparte na takim instrumencie.

Ryzyko, jakie ponosi inwestor związane jest z ryzykiem rynkowym i ryzykiem różnicy kursu walutowego. Występowanie animatora² wystawiającego oferty kupna/sprzedaży daje możliwość nabycia lub sprzedaży w dowolnym momencie certyfikatu strukturyzowanego.

2.1. Podstawowe cechy certyfikatów strukturyzowanych

W połowie września 2007 r. na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych zadebiutowały certyfikaty strukturyzowane emitowane przez Raiffeisen Centrobank (RCB). Jest to pierwszy tego typu instrument na polskim rynku kapitałowym. Z kolei, 2 listopada 2007 r. na Giełdzie Papierów Wartościowych, na rynku regulowanym, notowanych było 8 serii certyfikatów strukturyzowanych zwykłych – (nie gwarantujących otrzymania kwoty ustalonej podczas emisji w dniu wygaśnięcia) typu „OPEN-END”, tzn. ważnych bezterminowo. Płynność certyfikatów strukturyzowanych RCB zapewnia emitent, który pełniąc rolę animatora obrotu, w trybie ciągłym wystawia swoje oferty kupna i sprzedaży. Certyfikaty strukturyzowane przede wszystkim dają możliwość dostępu inwestorom do różnych instrumentów bazowych, tj. złoto, ropa, indeksy zagraniczne³. Zestawienie rodzajów certyfikatów wyemitowanych przez Raiffeisen Centrobank i dostępnych dla polskich inwestorów zawiera tabela 1.

¹ K. Borowski, *Produkty alternatywne w bankowości inwestycyjnej – produkty strukturyzowane*, [w:] *Ekonomiczne i finansowe uwarunkowania procesów w gospodarce*, (red.) R. Bartkowiak, J. Ostaszewski, M. Zaleska, Oficyna Wydawnicza – Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2007, s. 237–248 (Hotel Gołębiwski, Mikołajki 21–23.06.2007).

² Więcej informacji na temat specyfiki działania animatorów można znaleźć m.in. na stronie giełdowej: www.gpw.com.pl

³ Na podstawie strony internetowej: www.gpw.com.pl z 19 grudnia 2007 r.

Tabela 1. Certyfikaty indeksowe notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych

Nazwa	Instrument bazowy	Rodzaj	Wielkość emisji
RCCRUAOPEN	Brent Crude Oil ⁴	brak terminu zapadalności	1 500 000
RCCECAOPEN	Indeks CECEUR ⁵	brak terminu zapadalności	1 000 000
RCCCXAOPEN	Indeks CECEExt ⁶	brak terminu zapadalności	1 000 000
RCDAXAOPEN	Indeks DAX ⁷	brak terminu zapadalności	1 000 000
RCESXAOPEN	Indeks DJ Euro STOXX 50 ⁸	brak terminu zapadalności	1 000 000
RCUKBAOPEN	Indeks Eastbasket UK ⁹	brak terminu zapadalności	5 000 000
RCGLDAOPEN	Złoto ¹⁰	brak terminu zapadalności	1 000 000
RCRDXAOPEN	Indeks RDX ¹¹	brak terminu zapadalności	1 500 000

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: www.gpw.com.pl z 19 grudnia 2007 r.

Certyfikaty denominowane w złotych polskich są notowane na GPW w tych samych godzinach co akcje w notowaniach ciągłych, tj. od 9:30 do 16:30 (rynek kasowy). Rozliczenie transakcji następuje w drugim dniu roboczym od zawarcia transakcji (D+2).

⁴ Certyfikat naśladujący zmianę ceny kontraktu terminowego na ropę typu BRENT (BRENT CRUDE OIL) o najbliższym terminie wygaśnięcia notowanym na giełdzie INTERNATIONAL EXCHANGE IN LONDON.

⁵ Certyfikaty naśladujące zmianę ceny indeksu CECE Indeks 29 spółek: polskich (PTX – 13 akcji), czeskich (CTX – 8 akcji) i węgierskich (HTX – 6 akcji) o największej kapitalizacji.

⁶ Certyfikaty naśladujące zmianę ceny indeksu CECEExt i SETX (Południowo-Wschodnio-Europejski Index) 44 spółki o największej kapitalizacji z Bukaresztu, Budapesztu, Ljubljany, Pragi, Sofii, Warszawy, Zagrzebia.

⁷ Certyfikaty naśladujące zmianę ceny niemieckiego indeksu DAX 30 – spółek *blue chip* o największej kapitalizacji.

⁸ Certyfikaty naśladujące zmianę ceny Index DowJones EURO StOXX 50 – 50 największych spółek *blue chip* Walutowej Unii Europejskiej o największej kapitalizacji.

⁹ Certyfikaty naśladujące zmianę ceny Koszyka 12 Spółek Wschodnio-Ukraińsko-Kazachskich: Ukrtelekom, UkrNafta, Nyzhnodniprovsky Truboprotkatny Zavod, ZakhidEnergo, DniproEnergo, Raiffeisen Bank Aval VAT, Poltavskiy GOK, AKB Ukrsotsbank, KazakhGold Group Ltd., Razvedka Dobycha KaMunayGaz AO, Kazakhmys Plc, Kazkommertsbank.

¹⁰ Certyfikaty naśladujące zmianę ceny uncji złota.

¹¹ Certyfikaty naśladujące zmianę ceny Indeksu RDX, zawierającego 10 rosyjskich spółek o największej kapitalizacji (notowanych we Frankfurcie), jak również GDR'y i ADR'y.

Najważniejszymi zaletami płynącymi dla inwestora w przypadku inwestowania w certyfikaty RCB są :

- ❖ relatywnie tani dostęp do takich instrumentów, jak: towary, akcje spółek zagranicznych,
- ❖ zapewnienie płynności i udostępnianie okresowej wyceny przez emitenta,
- ❖ notowania w walucie krajowej,
- ❖ rozliczenie podatkowe przekazywane przez biuro maklerskie,
- ❖ możliwość wykorzystania certyfikatów jako zabezpieczenia innych inwestycji na polskim rynku.

Z kolei wadami okazują się następujące cechy:

- ❖ brak krótkiej sprzedaży – możliwość zarabiania tylko na wzrostach,
- ❖ ryzyko kursowe,
- ❖ brak dźwigni finansowej występującej w instrumentach pochodnych.

Warto pokreślić fakt, że inwestowanie na rynku surowców za pomocą certyfikatów RCB upraszcza proces inwestycyjny w porównaniu z inwestycjami bezpośrednio na rynku surowców. W wielu przypadkach inwestowanie na rynku surowców wymagałoby od inwestorów posiadania odrębnych, w stosunku do papierów wartościowych, rachunków inwestycyjnych.

2.2. Standardy poszczególnych certyfikatów strukturyzowanych na rynku wydobywczym

W przypadku certyfikatów typu Brent Crude Oil, opiewających na cenę ropy naftowej, stosowany skrót RCCRUAOPEN składa się z następujących oznaczeń:

- ❖ RC – kod emitenta,
- ❖ CRU – oznaczenie instrumentu bazowego,
- ❖ AOPEN – typ certyfikatu.

Mnożnik jest równy $0,0721 \cdot 1 \text{ USD}$, a wartość certyfikatu otrzymujemy w wyniku iloczynu¹²: mnożnik \cdot wartość instrumentu bazowego \cdot kurs USD ważony w złotych.

Jednostką notowaną na giełdzie jest jeden certyfikat, a walutą, w jakiej notowane są certyfikaty, jest złoty polski.

Do certyfikatów typu RCGLDAOPEN, opiewających na cenę złota, zostały zastosowane następujące oznaczenia:

¹² Więcej na temat mnożnika można znaleźć w: K Borowski., *Produkty alternatywne...*, op. cit., s. 237–248.

- ❖ RC – kod emitenta,
- ❖ GLD – oznaczenie instrumentu bazowego,
- ❖ AOPEN – typ certyfikatu.

Mnożnik jest równy $0,1 \cdot 1 \text{ USD}$, a wartość certyfikatu otrzymujemy w wyniku iloczynu: mnożnik \cdot wartość instrumentu bazowego \cdot kurs USD ważony w złotych.

Jednostką notowaną na giełdzie jest jeden certyfikat, a walutą, w jakiej notowane są certyfikaty, jest złoty polski.

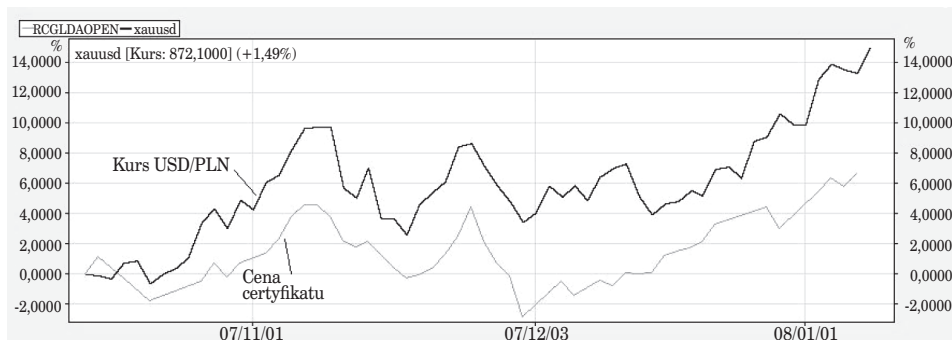
3. Wybrane strategie inwestycyjne możliwe do zastosowania z wykorzystaniem certyfikatów

Jako przykład wykorzystania certyfikatu strukturyzowanego można podać zakup certyfikatu strukturyzowanego RCGLDAOPEN, opiewającego na złoto. W strategii tej inwestor, podejmując decyzję o zainwestowaniu w złoto, ma do wyboru:

- 1) zakup kontraktu terminowego opiewającego na złoto (depozyt – 3 362 USD, wartość kontraktu 80 000 USD),
- 2) albo certyfikatu strukturyzowanego RCGLDAOPEN po cenie 200,18 zł za jeden certyfikat.

Pierwsza inwestycja wymaga posiadania większego kapitału i rachunku praw pochodnych, a także obarczona jest większą akceptacją ryzyka związaną z występowaniem dźwigni finansowej. Rozważając drugą strategię, założmy, że inwestor decyduje się na zakup 100 szt. certyfikatów RCGLDAOPEN (co stanowi ok. $\frac{1}{4}$ pozycji otwartej w przypadku kontraktu terminowego).

Wykres 5. Wykres siły relatywnej ceny certyfikatu strukturyzowanego RCGLDAOPEN- ISPAG i kursu USD/PLN



Źródło: strona internetowa: www.bossa.pl z 31 grudnia 2007 r.

Rozliczenie transakcji zawartej 2 listopada 2007 r. opiewającej na zakup 100 sztuk certyfikatu RCGLDAOPEN, przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Rozliczenie transakcji zawartej 2 listopada 2007 r. na kupno 100 szt. certyfikatu RCGLDAOPEN

Instrument	Kupno/sprzedaż	Liczba	Cena	Prowizja	Wartość transakcji
RCGLDAOPEN	Kupno	100	200,18	78,07 (0,39%)	20 096,07

Źródło: opracowanie własne.

Kurs USD/PLN w dniu zawarcia transakcji wynosił 2,5184. Ryzyko, jakie ponosi inwestor, związane jest ze spadkiem ceny instrumentu bazowego (jest to ryzyko rynkowe określane w stosunku 1:1), a także ze spadkiem wartości dolara amerykańskiego w stosunku do PLN (waluty rozliczeniowej).

Wpływ różnic kursowych na wartość certyfikatu strukturyzowanego można przedstawić następująco:

- 1) przy kursie USD/PLN równym 2,5184 otrzymujemy:
instrument bazowy \cdot mnożnik \cdot kurs USD/PLN = $796,50 \cdot 0,1 \cdot 2,5184 = 200,59$ zł,
- 2) zaś przy kursie USD/PLN równym 2,3184 otrzymujemy:
instrument bazowy \cdot mnożnik \cdot kurs USD/PLN = $796,50 \cdot 0,1 \cdot 2,3184 = 184,66$ zł.

Przy zmianie kursu walutowego z 2,5184 do 2,3184 inwestor poniósł stratę związaną ze spadkiem wartości dolara równą: $184,66 - 200,59 = -15,93$ zł, co stanowi $-7,94\%$ początkowej inwestycji.

W analizowanym okresie wartość instrumentu bazowego nie uległa zmianie i wynosiła 796,50 USD.

15 stycznia 2008 r. inwestor podejmuje decyzję o sprzedaży 100 szt. RCGLDAOPEN (por. tabela 3). W tym dniu kurs USD/PLN wynosi 2,5184¹³.

Tabela 3. Rozliczenie transakcji zawartej 15 stycznia 2008 r. na sprzedaż 100 szt. certyfikatu RCGLDAOPEN

Instrument	Kupno/sprzedaż	Liczba	Cena	Prowizja	Wartość transakcji
RCGLDAOPEN	Sprzedaż	100	248,45	96,89 (0,39%)	24 748,11

Źródło: opracowanie własne.

¹³ Jest to kurs teoretyczny przyjęty na potrzeby przykładu i równy kursowi z dnia zakupu.

Zysk z analizowanej transakcji wyniesie $24\,748,11\text{ zł} - 20\,096,07\text{ zł} = 4\,652,04\text{ zł}$, a stopa zwrotu – 23,15% (por. tabela 4).

Tabela 4. Rentowność inwestycji

Kupno/sprzedaż	Liczba	Cena	Prowizja	Kurs USD	Wartość transakcji
Kupno (2.11.2007 r.)	100	200,18	78,07 (0,39%)	2,5184	20 096,07
Sprzedaż (15.01.2008 r.)	100	248,45	96,89 (0,39%)	2,5184	24 748,11
Razem					+ 4 652,04 (+ 23,15%)

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku deprecjacji polskiej waluty w okresie utrzymywania inwestycji wartość certyfikatu wzrosłaby na korzyść inwestora i przyniosłaby dodatkowe korzyści wynikające z różnic kursowych. Jednakże w przypadku aprecjacji złotego w stosunku do waluty, w jakiej denominowany jest certyfikat, zyski inwestora pomniejszyłyby się o spadek wartości dolara.

Tabela 5. Rozliczenie transakcji kupna 127 szt. RCGLDAOPEN i sprzedaży 1 szt. kontraktu walutowego FUSDH8

Instrument	Kupno/sprzedaż	Liczba	Cena (Depozyt)	Prowizja	Wartość transakcji
RCGLDAOPEN	Kupno	127	202,16	100,13 (0,39%)	25 774,45
FUSDH8	Sprzedaż	1	253,00 860,20	1,00	861,20 (25 300,00)
Razem					26 635,65

Przy założeniach: Depozyt kontraktu FUSDH8/wartość 25.300,00 zł; Wartość instrumentu bazowego 797,96 USD dla RCGLDAOPEN; Kurs FUSDH8 – 253,00 zł; Kurs USD/PLN – 2,5334.

Źródło: opracowanie własne.

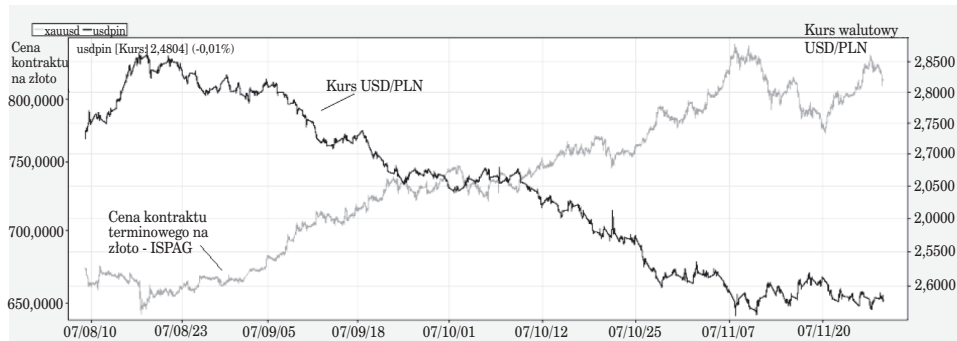
Innym przykładem zastosowania certyfikatu strukturyzowanego może być kupno złota z zabezpieczeniem różnic kursowych. Polega ona na zakupie certyfikatu strukturyzowanego RCGLDAOPEN opiewającego na złoto, zabezpieczonego sprzedażą kontraktu walutowego FUSDH8¹⁴. Inwestor posiadający certyfikaty strukturyzowane

¹⁴ Jest to kontrakt terminowy na kurs USD/PLN wygasający w trzeci piątek marca 2008 r.

ryzowane może się zabezpieczyć przed różnicą kursową sprzedając wystarczającą ilość kontraktów terminowych na dolara amerykańskiego albo euro. 2 listopada 2007 r. podejmuje decyzję inwestycyjną na zakup 127 szt. certyfikatu strukturyzowanego RCGLDAOPEN. Inwestycja zostanie zabezpieczona sprzedażą 1 szt. kontraktu walutowego FUSDH8 (por. tabela 5).

Ryzyko, jakie ponosi inwestor, związane jest ze spadkiem instrumentu bazowego (ryzyko rynkowe 1:1), a także ze spadkiem wartości dolara amerykańskiego.

Wykres 6. Cena kontraktu terminowego na złoto i zmiana kursu USD/PLN



Źródło: strona internetowa: www.bossa.pl z 31 grudnia 2007 r.

15 stycznia 2008 r. inwestor podejmuje decyzję o sprzedaży 127 szt. certyfikatu strukturyzowanego RCGLDAOPEN i kupna 1 kontraktu walutowego FUSDH8. Rozliczenie transakcji zostało zilustrowane w tabeli 6.

Tabela 6. Rozliczenie transakcji sprzedaży 127 szt. certyfikatu RCGLDAOPEN i kupna 1 szt. kontraktu walutowego FUSDH8

Instrument	Kupno/sprzedaż	Liczba	Cena (Depozyt)	Prowizja	Wartość transakcji
RCGLDAOPEN	Sprzedaż	127	176,62	87,48 (0,39%)	22 343,26
FUSDH8	Kupno (zamknięcie pozycji)	1	221,00 853,40	1,00	852,40 (22 100,00)
Razem					23 195,66

Przy założeniach: depozyt kontraktu FUSDH8/wartość 22.100,00 zł; Wartość instrumentu bazowego 797,96 USD dla RCGLDAOPEN; Kurs FUSDH8 – 221,00 zł; Kurs USD/PLN – 2,2134.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7. Rentowność inwestycji bez uwzględnienia zabezpieczenia pozycji

Kupno/sprzedaż	Liczba	Cena	Prowizja	Kurs UDS/PLN	Wartość instrumentu bazowego	Wartość transakcji
Kupno (2.11.2007 r.)	127	202,16	100,13 (0,39%)	2,5334	797,96	25 774,45
Sprzedaż (15.01.2008 r.)	127	176,62	87,48 (0,39%)	2,2134	797,96	22 343,26
Razem						-3 431,19 zł -13,31 %

Źródło: opracowanie własne.

Zysk z inwestycji bez uwzględniania zabezpieczenia pozycji wyniesie: 25 774,45 – 22 343,26 = –3 431,19 zł, zaś stopa zwrotu –13,31%. Szczegółowe obliczenia zostały przedstawione w tabeli 7.

Tabela 8. Rentowność inwestycji z uwzględnieniem zabezpieczenia pozycji

Kupno/sprzedaż	Liczba	Cena	Prowizja	Kurs UDS/PLN	Wartość instrumentu bazowego	Koszt pozycji zabezpieczającej FUSDH8	Wartość transakcji
Kupno (2.11.2007 r.)	127	202,16	100,13 (0,39%)	2,5334	797,96	863,20	26 637,65
Sprzedaż (15.01.2008 r.)	127	176,62	87,48 (0,39%)	2,2134	797,96	852,40 + 3200* + 10,8	26 406,46
Razem							231,19 0,87%

* Zysk z pozycji zabezpieczającej FUSDH8: (253,00 – 221,00) * PLN/100USD * 10 000 USD = 3.200,00 PLN.

Źródło: opracowanie własne.

Zysk z inwestycji z wykorzystaniem zabezpieczenia pozycji wynosi: 26 637,65 – 26 406,46 = 231,19 PLN, co w ujęciu procentowym daje –0,87% (por. tabela 8).

Inwestor nie stosując strategii zabezpieczającej poniósłby stratę w wysokości 3 431,19 zł (-13,31%) związaną z deprecjacją amerykańskiej waluty. Sprzedaż jednego kontraktu walutowego (depozyt – 861,20) o wartości 25 300,00 zł zabezpieczyła pozycję inwestora na skutek spadku wartości waluty, w której kwotowany jest instrument bazowy dla certyfikatu RCGLDAOPEN. Zastosowanie strategii zabezpieczającej uchroniło inwestora przed stratą związaną z występowaniem różnicy kursowej.

4. Fundusz inwestycyjny World Gold Fund

W Polsce dostępne są aktualnie jednostki funduszu World Gold Fund, wchodzącego w skład grupy funduszy banku inwestycyjnego Merrill Lynch. Celem Funduszu World Gold Fund jest maksymalizacja całkowitego zwrotu. Fundusz inwestuje na całym świecie co najmniej 70% swoich aktywów netto w udziałowe papiery wartościowe spółek prowadzących przeważającą część swojej działalności w dziedzinie wydobywania złota. Fundusz może również inwestować w udziałowe papiery wartościowe spółek prowadzących przeważającą część działalności w dziedzinie wydobywania innych metali szlachetnych i minerałów oraz zwykłych metali i minerałów. Fundusz Word Gold nie posiada aktywów w złocie lub w metalach.

Analizowany fundusz działa od 31 grudnia 1994 r., walutą bazową jest USD, a dodatkową walutą transakcji jest także euro. Jako benchmark, służący ocenie efektywności zarządzania funduszem, został wybrany indeks FTSE Gold Mines. Wielkość aktywów funduszu na koniec września 2007 r. wynosiła 6 387 mln USD. Roczne opłaty za zarządzanie wynoszą 1,75% wartości aktywów netto, a opłata pobierana od inwestorów za przystąpienie wynosi 5% wartości wpłacanych aktywów.

4.1. Ocena efektywności zarządzania funduszem

We wszystkich analizowanych okresach (por. tabela 9) stopa zwrotu jednostek uczestnictwa była wyższa niż stopa zwrotu z benchmarku w analogicznym okresie. Na uwagę zasługuje fakt, że w ciągu 5 lat skumulowana stopa zwrotu dla jednostek inwestycyjnych wyniosła 256,5%, podczas gdy w tym samym okresie stopa zwrotu benchmarku – 139,8%. Analizując średnią roczną stopę zwrotu w horyzoncie 5-letnim, otrzymujemy dla jednostek uczestnictwa – 28,9%, a dla benchmarku – 19,1%.

Tabela 9. Stopy zwrotu osiągnięte przez fundusz w poszczególnych horyzontach czasowych (dane na 30 września 2007 r. w %)

Wyniki narastająco do: 30.09.2007 r.	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	1 rok	3 lata	5 lat	Narastająco od początku roku	W stosunku rocznym (5 lat)
World Gold Fund	27,4	27,4	28,1	46,5	121,0	256,5	28,4	28,9
FTSE Gold Mines	24,1	27,8	22,5	27,6	65,3	139,8	15,5	19,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: www.blackrock.com z 11 stycznia 2008 r.

W okresie 2002–2006 jedynie w 2005 r. stopa zwrotu z jednostki uczestnictwa była niższa od stopy zwrotu z benchmarku. W pozostałych latach zarządzający uzyskiwali zdecydowanie wyższe stopy zwrotu (por. tabela 10).

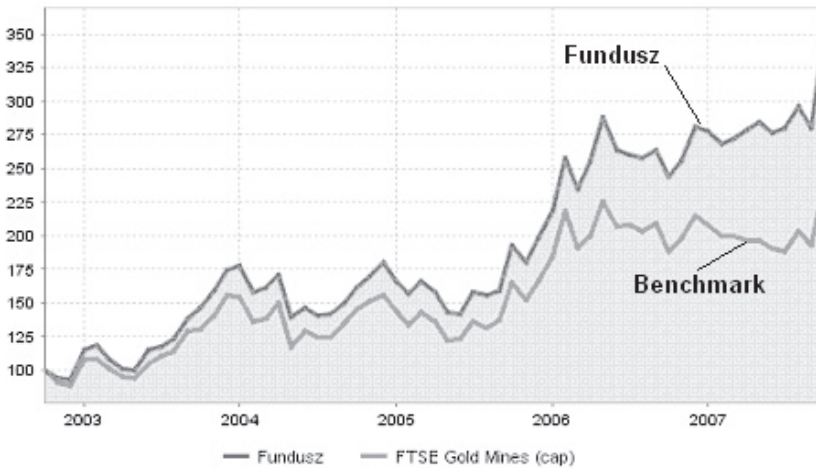
Tabela 10. Stopy zwrotu osiągnięte przez fundusz w poszczególnych latach (dane w %)

Fundusz	2002	2003	2004	2005	2006
World Gold Fund	97,0	53,5	6,2	1,1	27,5
FTSE Gold Mines (cap)	54,2	42,8	6,9	27,8	12,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: www.blackrock.com z 11 stycznia 2008 r.

Systematyczne osiąganie w poszczególnych latach lepszych wyników przez fundusz w stosunku do benchmarku powoduje zwiększenie się różnicy skumulowanych stóp zwrotu. Proces ten ilustruje wykres 7, na którym wartość jednostki i benchmarku zostały przeskalowane do wysokości równej 100 zł na początku okresu porównania.

Wykres 7. Zmiana wartości jednostki uczestnictwa funduszu i benchmarku (dane na 30 września 2007 r.).



Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: www.blackrock.com z 11 stycznia 2008 r.

4.2. Skład portfela funduszu i benchmarku (dane na 30 września 2007 r.)

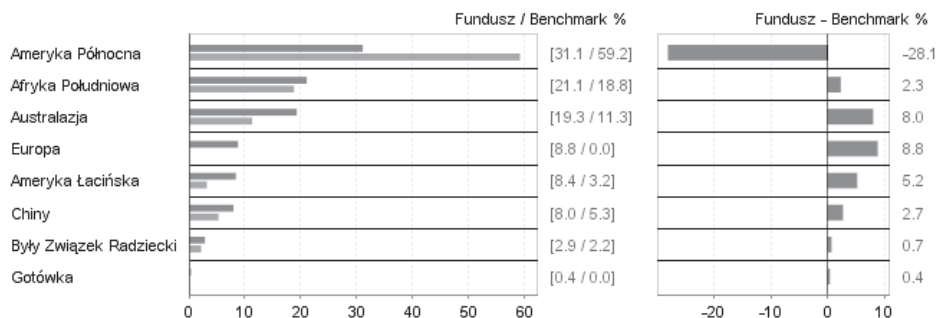
Na 30 września 2007 r. w portfolio funduszu znajdowało się aż 31,1% akcji firm z Ameryki Północnej i 21,2% z Ameryki Południowej należących do sektora wydobywczego. W tym samym czasie ich udział w benchmarku wynosił odpowiednio: 59,2% i 18,8%. Na kolejnym miejscu znalazły się firmy z regionu Australazji – 19,3% (11,3% w benchmarku). Na czwartym miejscu zaś firmy europejskie – 8,8% (0,0% w benchmarku). W krajach spółkach regionu Europy Środkowej i Wschodniej¹⁵ fundusz posiadał 2,9% aktywów. Analizując skład portfela funduszu, zauważamy zmniejszenie udziału akcji spółek z Ameryki Północnej w stosunku do benchmarku, na rzecz akcji spółek z Australazji oraz Europy (por. wykres 8).

Analizując dywersyfikację sektorową portfela funduszu na 30 września 2007 r., widzimy, że w portfolio funduszu znajdowało się 84,1% akcji spółek zajmujących się wydobywaniem złota (podczas gdy w benchmarku stanowiły one 100%). Na drugim miejscu znalazły się akcje spółek z sektora wydobywania platyny – 9,6% (benchmark – 0,0%), a na trzecim akcje spółek związanych z produkcją srebra 4,4% (przy zerowym udziale w benchmarku). Podobnie jak w przypadku dywersyfikacji regionalnej także dywersyfikacja sektorowa portfela funduszu odbiega od składu benchmarku.

¹⁵ W prospekcie emisyjnym używa się nazwy „Były Związek Radziecki”.

Portfel funduszu wykazuje większą dywersyfikację międzysektorową niż benchmark. Ten ostatni uwzględnia jedynie akcje spółek związanych z rynkiem złota (por. wykres. 9).

Wykres 8. Udział spółek z poszczególnych regionów w funduszu (dane na 30 września 2007 r.)



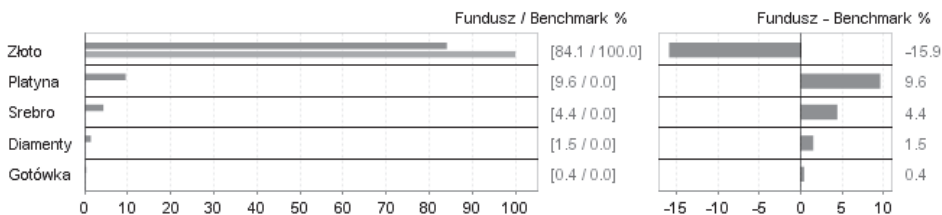
Legenda:

Na lewym rysunku przy nazwie każdego regionu został przedstawiony procentowy udział spółek w funduszu oraz udział spółek z tego regionu w benchmarku. Wielkości liczbowe zostały zapisane między prawym i lewym rysunkiem.

Na prawym rysunku została przedstawiona różnica stopy zwrotu z akcji spółek pochodzących z danego regionu w stosunku do stopy zwrotu benchmarku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu funduszu.

Wykres 9. Udział spółek z poszczególnych podsektorów w funduszu (dane na 30 września 2007 r.)



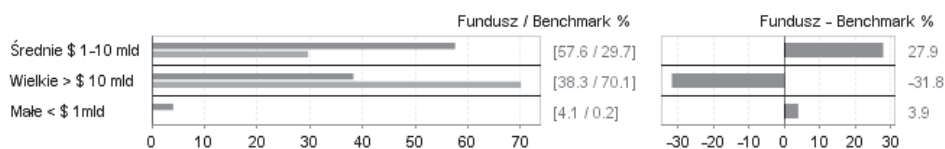
Legenda:

Na lewym rysunku przy nazwie każdej branży (podsektora) został przedstawiony procentowy udział spółek w funduszu oraz udział spółek z tej branży w benchmarku. Wielkości liczbowe zostały zapisane między prawym i lewym rysunkiem.

Na prawym rysunku została przedstawiona różnica stopy zwrotu z akcji spółek należących do danej branży w stosunku do stopy zwrotu benchmarku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu funduszu.

Wykres 10. Udział spółek o różnej kapitalizacji w funduszu (dane na 30 września 2007 r.). Kapitalizacja spółek w mld USD



Legenda:

Na lewym rysunku przy określeniu kapitalizacji został przedstawiony procentowy udział spółek w funduszu oraz udział spółek tej wielkości w benchmarku. Wielkości liczbowe zostały zapisane między prawym i lewym rysunkiem.

Na prawym rysunku została przedstawiona różnica stopy zwrotu z akcji spółek należących do danego przedziału kapitalizacji w stosunku do stopy zwrotu benchmarku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu funduszu.

W portfelu funduszu na 30 września 2007 r. udział spółek o średniej kapitalizacji (od 1 do 10 mld USD) wynosił 57,6% i był wyższy o 28,2 pkt proc. od udziału tej grupy spółek w benchmarku. W przypadku spółek o najwyższej kapitalizacji obserwowano odwrotną relację: w portfelu funduszu spółki o kapitalizacji przekraczającej 10 mld USD stanowiły 38,3%, podczas gdy ich udział w benchmarku był równy 70,1%. W portfelu funduszu znalazły się też spółki o kapitalizacji niższej niż 1 mld USD, podczas gdy nie wchodziły one do benchmarku (por. wykres 10).

Tabela 11. Udział dziesięciu największych spółek w portfelu funduszu (stan na 30 września 2007 r.)

Spółka	Udział w %
Newcrest Mining	8,5
Barrick Gold	7,9
Zijin Mining	7,0
Lihir Gold	6,5
Impala	5,8
Gold Fields	5,0
Kinross Gold	4,8
Minas Buenaventura	4,7
INDS Penoles	3,6
Agnico Eagle Mines	3,2
Suma	57,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu funduszu.

Udział dziesięciu spółek stanowiących najbardziej istotne inwestycje funduszu stanowił łącznie 57% aktywów funduszu. Największy udział w portfelu posiadały akcje spółki Newcrest Mining – 8,5%. Na drugim miejscu uplasowały się akcje Barrick Gold – 7,9%, a dalej Zijin Mininig – 7,0% (por. tabela 3).

5. Fundusz World Mining Fund

Celem Funduszu World Mining Fund jest maksymalizacja całkowitego zwrotu. Fundusz inwestuje na całym świecie co najmniej 70% swoich aktywów netto w udziałowe papiery wartościowe spółek prowadzących przeważającą część swojej działalności w dziedzinie wydobycia metali zwykłych oraz minerałów przemysłowych, takich jak rudy żelaza i węgiel¹⁶. Fundusz może również posiadać udziałowe papiery wartościowe spółek prowadzących przeważającą część działalności w dziedzinie wydobycia złota lub innych metali szlachetnych i minerałów. Fundusz nie posiada aktywów w złocie lub w metalach.

Fundusz działa od 24 marca 1997 r., walutą bazową jest USD, a dodatkową walutą transakcji jest także euro. Jako benchmark, służący ocenie efektywności zarządzania funduszem, został wybrany indeks HSBC Global Mininig.

5.1. Ocena efektywności zarządzania funduszem

Analiza stóp zwrotu osiągniętych przez fundusz oraz stóp zwrotu benchmarku uwidacznia fakt, że we wszystkich badanych przedziałach czasowych stopa zwrotu funduszu była wyższa. W 5-letnim horyzoncie czasowym wynosiła ona ponad

Tabela 12. Stopy zwrotu osiągnięte przez fundusz w różnych horyzontach czasowych (dane na 30 września 2007 r. w %)

Fundusz	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	1 rok	3 lata	5 lat	Narastająco od początku roku	W stosunku rocznym (5 lat)
World Mining Fund	21,2	21,5	42,9	93,1	254,0	634,8	60,3	49,0
HSBC Global Mining	19,5	19,3	39,6	80,5	209,4	508,7	54,7	43,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu funduszu.

¹⁶ Ta część portfela nazywana jest w prospekcie emisyjnym częścią zdywersyfikowaną.

125 pkt proc. Średnioroczna stopa zwrotu w 5-letnim horyzoncie czasowym wynosiła 49% w przypadku jednostki funduszu oraz 43,5% dla benchmarku (por. tabela 12).

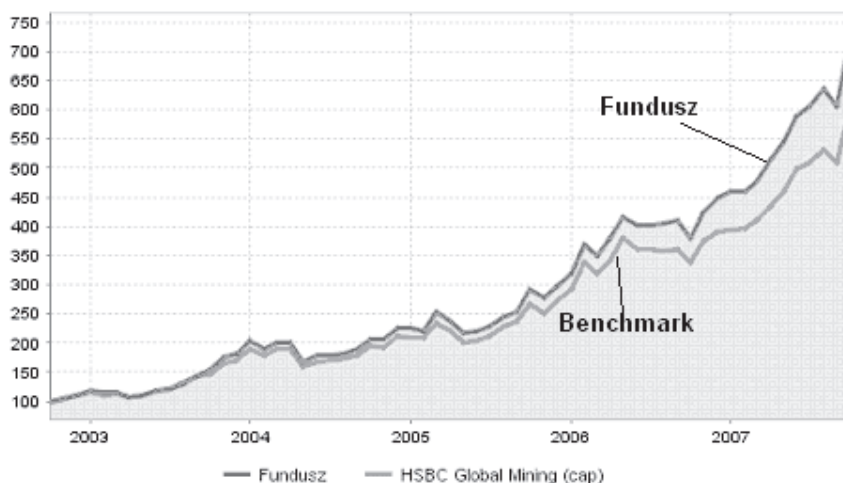
W całym okresie 2002–2006 stopa zwrotu z jednostki uczestnictwa funduszu była wyższa od stopy zwrotu z indeksu HSBC Global Mining, będącego benchmarkiem. Szczegółowe dane zostały przedstawione w tabeli 13.

Tabela 13. Stopy zwrotu osiągnięte przez fundusz w kolejnych latach (dane w %)

Fundusz	2002	2003	2004	2005	2006
World Mining Fund	29,0	72,4	10,4	41,8	43,6
HSBC Global Mining	6,6	65,0	9,9	38,9	35,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu funduszu.

Wykres 11. Zmiana wartości jednostki uczestnictwa funduszu i benchmarku (dane na 30 września 2007 r.)

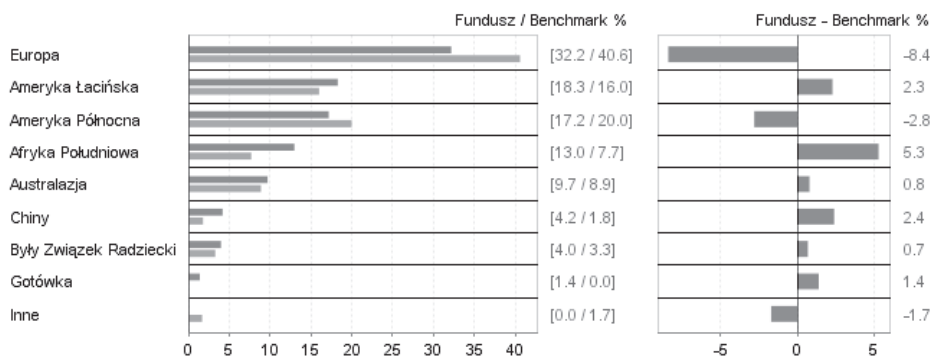


Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: www.blackrock.com z 11 stycznia 2008 r.

5.2. Skład portfela funduszu i benchmarku (dane na 30 września 2007 r.)

Analiza zaangażowania środków funduszu na koniec września 2007 r. pokazuje największy udział w portfelu funduszu spółek z Europy – 32,2% (40,6% w benchmarku) oraz spółek latynoskich – 18,3% (16,00% w benchmarku) i spółek z Ameryki Północnej – 17,2% (20% w benchmarku). Zmniejszenie udziału spółek europejskich w portfelu funduszu odbyło się na rzecz spółek z Ameryki Łacińskiej, Afryki Południowej, Australazji i Chin (por. wykres 12).

Wykres 12. Udział spółek z poszczególnych regionów w funduszu (dane na 30 września 2007 r.)



Legenda:

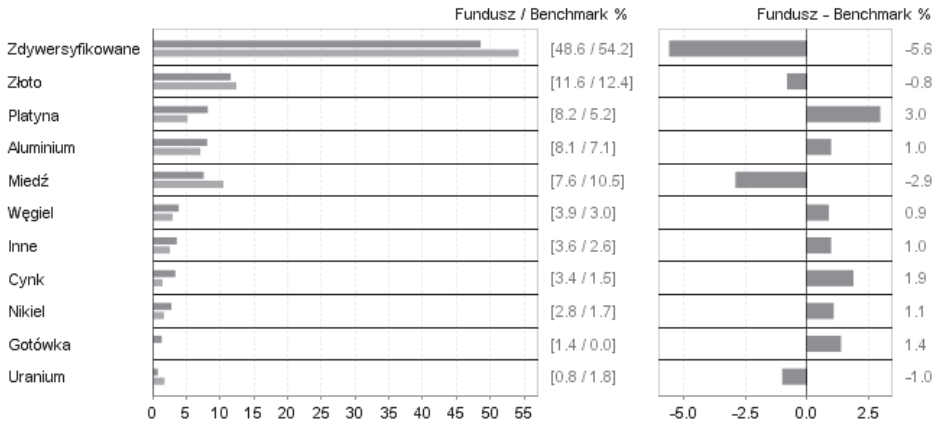
Na lewym rysunku przy nazwie każdego regionu został przedstawiony procentowy udział spółek w funduszu oraz udział spółek z tego regionu w benchmarku. Wielkości liczbowe zostały zapisane między prawym i lewym rysunkiem.

Na prawym rysunku została przedstawiona różnica stopy zwrotu z akcji spółek pochodzących z danego regionu w stosunku do stopy zwrotu benchmarku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu funduszu.

Na koniec września 2007 r. blisko połowę aktywów funduszu stanowiła tzw. część zdywersyfikowana portfela. Z pozostałej części aktywów funduszu najwięcej środków było zaangażowanych w akcje spółek produkujących wyłącznie złoto – 11,6% (12,4% w benchmarku), platynę – 8,2% (5,2% w benchmarku), aluminium – 8,1% (7,1% w benchmarku) i miedź – 7,6% (10,5% w benchmarku) (por. wykres 13).

Wykres 13. Udział spółek z poszczególnych podsektorów w funduszu (dane na 30 września 2007 r.)



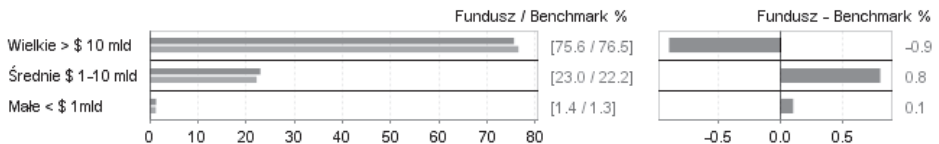
Legenda:

Na lewym rysunku przy nazwie każdej branży (podsektora) został przedstawiony procentowy udział spółek w funduszu oraz udział spółek z tej branży w benchmarku. Wielkości liczbowe zostały zapisane między prawym i lewym rysunkiem.

Na prawym rysunku została przedstawiona różnica stopy zwrotu z akcji spółek należących do danej branży w stosunku do stopy zwrotu benchmarku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu funduszu.

Wykres 14. Udział spółek o różnej kapitalizacji w funduszu (dane na 30 września 2007 r.). Kapitalizacja spółek w mld USD



Legenda:

Na lewym rysunku przy określeniu kapitalizacji został przedstawiony procentowy udział spółek w funduszu oraz udział spółek tej wielkości w benchmarku. Wielkości liczbowe zostały zapisane między prawym i lewym rysunkiem.

Na prawym rysunku została przedstawiona różnica stopy zwrotu z akcji spółek należących do danego przedziału kapitalizacji w stosunku do stopy zwrotu benchmarku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu funduszu.

Polityka inwestycyjna funduszu była nastawiona na inwestowanie w akcje spółek o dużej kapitalizacji. Na koniec września 2007 r. łączny udział akcji spółek o kapitalizacji większej niż 10 mld USD stanowił 75,6%, tj. o 1 pkt proc. mniej niż w benchmarku. Udział spółek o średniej kapitalizacji (tj. spółek o kapitalizacji od 1 do 10 mld USD) wynosił 23% (22,2% w benchmarku).

Największe spółki w portfelu funduszu stanowiły łącznie 53,1% wartości aktywów funduszu. Udział CVRD wynosił 10,2%, PHP Billiton – 8,4%, a Rio Tinto – 8% (por. tabela 14).

Tabela 14. Udział dziesięciu największych spółek w portfelu funduszu (stan na 30 września 2007 r.)

Spółka	Udział w %
CVRD	10,2
BHP Billiton	8,4
Rio Tinto	8,0
Anglo American	5,0
Impala	4,6
Norilsk Nickel	4,0
Xstrata	3,5
Teck Cominco	3,4
Alcoa	3,1
Alcan	2,9
Suma	53,1

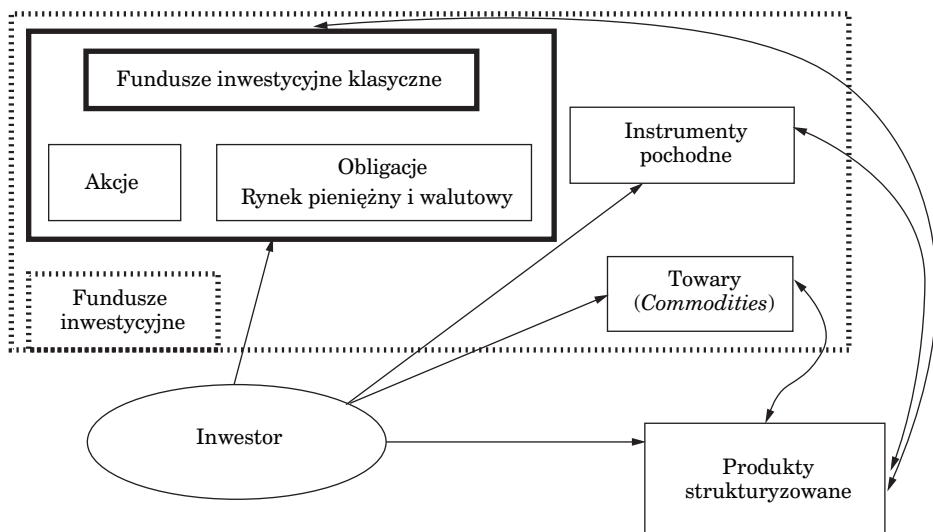
Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu funduszu.

6. Wpływ nowych produktów na stabilność finansową

Pojawienie się nowych produktów bankowości inwestycyjnej prowadzi do zmiany rozkładu ryzyka inwestycyjnego na rynku kapitałowym (finansowym). Przez szesnaście lat swojego istnienia na polskim rynku kapitałowym inwestorzy dokonywali głównie alokacji środków pomiędzy rynkiem akcji a rynkiem długu (pieniężnym). W okresach wzrostów indeksów giełdowych środki inwestorów alokowane były w akcjach, a w okresach dekonjunktury w obligacjach (na szeroko rozumianym rynku pieniężnym). W ostatnich kilku latach ta tendencja była bardzo dobrze widoczna na rynku funduszy inwestycyjnych. Nowe produkty inwestycyjne prowadzą

jednak do zmiany tego prostego schematu. Rynek surowcowy (*commodities*) stał się trzecim elementem na mapie przepływów środków na rynku kapitałowym. W okresie dekonstrukcji giełdowej środki inwestorów nie muszą ponownie trafić do sektora bankowego, lecz część z nich może zostać przeznaczona na zakupu surowców, kontraktów terminowych rynku surowców lub jednostek funduszy inwestycyjnych operujących na rynku surowców. Z kolei wprowadzenie produktów strukturyzowanych prowadzi do podziału ryzyka inwestycyjnego charakterystycznego dla danego produktu inwestycyjnego (akcje, obligacje, opcje, kontrakty terminowe), połączenia go za pośrednictwem skomplikowanych metod inżynierii finansowej z elementami ryzyka przypisanymi innym produktom i stworzeniu instrumentu inwestycyjnego charakteryzującego się: złożonym algorytmem określania stopy zwrotu z inwestycji, złożoną strukturą różnego rodzaju ryzyk inwestycyjnych. W wyniku zabiegów inżynierii finansowej uzyskany produkt może charakteryzować się nadmierną ekspozycją na ryzyko w jednym z segmentów rynku (por. wykres 15).

Wykres 15. Wzajemna zależność segmentów rynku finansowego i produktów strukturyzowanych



Źródło: opracowanie własne.

Od odpowiedzialność za kryzys *sub prime* i na rynku produktów strukturyzowanych spoczywa także na instytucjach tworzących skomplikowane produkty, ponieważ założenia do modeli wyceny tych instrumentów okazały się być mało odporne

na zmieniające się warunki rynkowe. Szczególnie dotyczy to banków inwestycyjnych, które zaangażowały się tam, gdzie wzrosty na rynkach instrumentów pochodnych oraz zwiększanie dźwigni finansowych były oznakami zbyt niskiej wyceny ryzyka.

Kontrowersyjną rolę w kryzysie odegrały agencje ratingowe, których oceny były wykorzystywane przez banki przy zarządzaniu przepływami finansowymi z instrumentów ABS¹⁷. Modele stosowane przez agencje były niedokładne i nie przetestowane w pełnym cyklu koniunkturalnym. Agencje nie były jednak odpowiedzialne finansowo za nierzetelnie przeprowadzone wyceny instrumentów¹⁸. Dodatkowy problem dla funkcjonowania rynków globalnych stanowi niewielka liczba dużych światowych agencji. Istnieje zatem potrzeba stworzenia kryteriów dla lepszego funkcjonowania tych agencji. Z punktu widzenia inwestorów, ważne jest dokonywanie własnych analiz i ocen instrumentów finansowych oprócz korzystania z ocen agencji ratingowych.

Podobnie mogą być potrzebne dodatkowe uregulowania takich podmiotów, jak fundusze hedgingowe czy fundusze *private equity*. Fundusze hedgingowe mają potencjał do redukcji ryzyka systemowego poprzez rozproszanie ryzyka na wielu inwestorów i jako źródło kapitału, który może stabilizować rynki finansowe w sytuacjach kryzysowych. Jednak szybki rozwój funduszy hedgingowych w ostatnim okresie stanowi istotne wyzwanie dla zarządzania ryzykiem przez uczestników rynku, między innymi z uwagi na duży wpływ transakcji przeprowadzanych przez fundusze na notowania na rynkach finansowych. Fundusze istotnie wpływają na płynność niektórych rynków finansowych, ale likwidacje ich znaczących pozycji zajmowanych na tych rynkach mogą prowadzić do znacznych spadków cen.

Następnie należy zwrócić uwagę na potrzebę wzrostu przejrzystości (jawności) rynków finansowych, instrumentów i instytucji. W czasie kryzysu inwestorzy nie doszacowywali wartości instrumentów nawet najwyższej jakości nie tylko ze względu na ogólny wzrost awersji do ryzyka, ale także z uwagi na brak dostatecznych informacji o ryzyku inwestycji w te instrumenty. Efekty braku przejrzystości rynków widoczne były już także w czasie kryzysu azjatyckiego, kiedy inwestorzy niepewni

¹⁷ W szczególności chodzi tu o rozdzielanie przepływów finansowych między poszczególne transze (klasy) instrumentów dłużnych.

¹⁸ Proces ten był doskonale widoczny w przypadku Firmy ACA pełniącej rolę ubezpieczyciela obligacji. Obniżenie przez Standard & Poor's ratingu z „A-„ do „C-„, oznaczało, że dla banków olbrzymie kwoty z kontraktów ubezpieczeniowych zawartych z ACA stały się niemal bezwartościowe. Na podstawie: S. Pulliam, S. Ng, *Partnerzy finansowi już przestali sobie ufać*, Dziennik Finansowy, Raport „Kryzys na rynkach finansowych”, z 22.01.2008 r., s. II–III. W przypadku spółki Residential Capital, największego hipotecznego kredytodawcy spośród firm poza obrotem giełdowym, Moody's zmniejszył rating po raz pierwszy w sierpniu 2007 r. – na podstawie: T. Goss-Strzelecki, *W USA nadchodzi era upadłych aniołów*, Gazeta Giełdy „Parkiet”, z 19.12.2007 r., s. 17.

jakości informacji ostrożnie oceniali wszystkie instytucje z Azji, co wpłynęło na rozszerzenie kryzysu na większą liczbę rynków¹⁹.

Wymienione wyżej zagrożenia zostały już dostrzeżone przez instytucje nadzorcze krajów o rozwiniętych rynkach kapitałowych. Zjawisko to uległo dodatkowemu nasileniu i badaniu wraz z rozwojem kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w USA i Europie Zachodniej²⁰. Coraz bardziej widoczna staje się konieczność dokładniejszego zbadania wpływu nowych produktów inwestycyjnych (w tym strukturyzowanych) na stabilność polskiego systemu finansowego.

PODSUMOWANIE

Jeszcze kilka lat temu na polskim rynku kapitałowym dostępne były kontrakty terminowe na cenę ropy naftowej i złota – oferowało je jedno z biur maklerskich. Po pewnym czasie wycofało się ono z tego pomysłu, a na rynku powstała luka – inwestorzy indywidualni zostali pozbawieni możliwości inwestowania na rynku towarów (*commodities*). Ostatnie dwa lata charakteryzują się powrotem biur maklerskich do oferowania inwestorom produktów związanych z rynkiem surowców. Tym razem jednak są to certyfikaty strukturyzowane oraz jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Ten pierwszy instrument stwarza inwestorom możliwość stosowania różnego rodzaju strategii inwestycyjnych także przy wykorzystywaniu innych instrumentów dostępnych na polskim rynku kapitałowym. W przypadku jednostek uczestnictwa mamy do czynienia z zastosowaniem klasycznej strategii „kup i trzymaj”. Można oczekiwać, że w niedalekiej przyszłości, wraz z rozwojem polskiego rynku kapitałowego, pojawią się inne instrumenty związane z rynkiem surowców. Można przypuszczać, że będą to instrumenty jeszcze bardziej zaawansowane z punktu widzenia inżynierii finansowej.

Wydarzenia na rynkach finansowych w USA, Europie, ale również w innych krajach, ponownie pokazały, że nawet w warunkach stabilnego wzrostu gospodarczego możliwe są turbulencje w różnych sektorach rynku finansowego, także na rynku pieniężnym. Stabilność tego rynku jest szczególnie ważna z punktu widzenia banku centralnego i instytucji nadzorujących rynek finansowy, ponieważ płynność rynku pieniężnego ma wpływ na sprawne funkcjonowanie systemu płatniczego, na stabilność całego systemu finansowego i na poziom efektywności polityki pieniężnej.

¹⁹ A. McDonald, *Unijny nadzór bankowy bez narzędzi*, Dziennik Finansowy, Raport „Kryzys na rynkach finansowych”, z 22 stycznia 2008 r., s. IV.

²⁰ Szczególnie dobrze proces ten był widoczny w okresie ogłaszania przez wiele instytucji finansowych strat (m.in. City Group oraz Merrill Lynch), jakie zostały przez nie poniesione na rynku kredytów hipotecznych i produktów strukturyzowanych.

Banki centralne oraz instytucje nadzorujace wydaja sie byc tez instytucjami, ktore moga odpowiednio szybko zareagowac i zlagodzic przebieg kryzysu, ktory dotknal rynek pieniezny i instytucje dokonujace tam transakcji. Potencjalnie maja one bowiem najlepszy dostep do niezbednych do tego informacji i dysponuja odpowiednimi instrumentami, pozwalajacymi podtrzymac stabilnosc systemu finansowego. Ich zdolnosc analizy tak zlozonych procesow, obejmujacych wiele powiazanych rynkow finansowych, jest zdecydowanie wieksza niz innych instytucji.

Bibliografia

Borowski K., *Produkty alternatywne w bankowosci inwestycyjnej – produkty strukturyzowane*, [w:] *Ekonomiczne i finansowe uwarunkowania procesow w gospodarce*, (red.) R. Bartkowiak, J. Ostaszewski, M. Zaleska, Oficyna Wydawnicza – Szkoła Glowna Handlowa, Warszawa 2007 (Hotel Golebiewski, Mikołajki 21–23.06.2007).

Borowski K., *Structured products*, [w:] (red.) I. Pruchnicka-Grabias, *Financial Market Instruments In Case Studies*, Cedewu, Warszawa 2007, s. 113–148.

Borowski K., *Nowe tendencje na polskim rynku funduszy inwestycyjnych*, [w:] (red.) B. Filipiak, J. Węclawski, *Finansowe aspekty rozwoju polskiej gospodarki*, Difin, Warszawa 2007, s. 57–69.

Evensky H., *Wealth Management: The Financial Advisor's Guide to Investing and Managing Your Client's Assets*, McGraw Hill, New York 1997.

Goss-Strzelecki T., *W USA nadchodzi era upadlych aniolow*, Gazeta Gieldy „Parkiet”, z 19.12.2007 r., s. 17.

Kochis T., *Wealth Management: A Concise Guide to Financial Planning and Investment Management for Wealthy Clients*, CCH Incorporated, Chicago 2003.

Maude D., *Global private banking and wealth management*, J. Wiley & Sons, Chichester 2006.

McDonald A., *Unijny nadzor bankowy bez narzedzi*, Dziennik Finansowy, Raport „Kryzys na rynkach finansowych”, z 22.01.2008 r., s. IV.

Pulliam S., Ng S., *Partnerzy finansowi juz przestali sobie ufac*, Dziennik Finansowy, Raport „Kryzys na rynkach finansowych”, z 22.01.2008 r., s. II–III.

Zakrzewski P., *Kryzys subprime a kryzys swiatowy*, Nasz rynek kapitałowy 2007, nr 9, s. 55.

Zakrzewski P., *O krok od katastrofy*, „Nasz rynek kapitałowy” 2007, nr 9, s. 71.

Zakrzewski P., *Krach, i co dalej?*, „Nasz rynek kapitałowy” 2007, nr 10, s. 66–68.

Zieliński W., *Amerykańscy giganci stworzą fundusz*, Gazeta Gieldy „Parkiet”, z 16.10.2007 r., s. 17.

Zieliński W., *UBS odpisze 10 mld dolarow*, Gazeta Gieldy „Parkiet”, z 11.12.2007 r., s. 17.

Zieliński W., *Banki mają się coraz gorzej, ale Bernanke może pomóc*, Gazeta Giełdy „Parkiet”, z 12–13.01.2008 r., s. 18.

Zieliński W., *Amerykańskie banki ujawniają stan swoich finansów*, Gazeta Giełdy „Parkiet”, z 15.01.2008 r., s. 17.

Zieliński W., *Citigroup stracił 9,3 mld USD*, Gazeta Giełdy „Parkiet”, z 16.01.2008 r., s. 16.

Zieliński W., *Citigroup ma nowego inwestora*, Gazeta Giełdy „Parkiet”, z 28.11.2007 r., s. 17.

Zieliński W., *Wydłuża się kolejka do recesji*, Gazeta Giełdy „Parkiet”, z 29.01.2008 r., s. 16.

Zieliński W., *Nieruchomości osłabiły funta*, Gazeta Giełdy „Parkiet”, z 29.12.2007 r. – 01.01.2008 r., s. 14.

Zieliński W., *Rozczarowująca sprzedaż domów*, Gazeta Giełdy „Parkiet”, z 28.09.2007 r., s. 16.

Strony internetowe:

<http://www.gpw.com.pl> z 19.12.2007.

<http://www.bossa.pl> z 31.12.2007.

<http://www.rcb.at> z 31.12.2007.

<http://www.blackrock.com> z 11.01.2008.

http://www.blackrock.pl/IndividualInvestors/FundCentre/Prices/FC_16531?mpid=FC_16536 z 11.01.2008.

<http://www.pl.x-markets.db.com/PL/showpage.asp?pageid=193&inrnr=194> z 01.12.2008.

http://www.gpw.com.pl/zrodla/papierywartosciowe/strukturyzowane/materialy/Final_Terms_and_Polish_Summary.pdf z 01.12.2007.

<http://www.bph.pl/pl> z 30.11.2007.

http://www.merrilllynch.com/index.asp?id=7695_15125 z 02.12.2007.

<http://www.analizy.pl> z 29.11.2007.

<http://rdg.ttweb.net/tirol/redesign/home/search.asp?searchText=AT0000A026W1> z 20.11.2007.

<http://www.nbp.pl> z 30.11.2007.

<http://www.wprost.pl/ar/113928/Klienci-wycofuja-pieniadze-z-banku-Northern-Rock/> z 20.01.2008.

<http://www.bridgemortgages.com/Jumbo-home-mortgage-loans-bad-credit.html> z 20.01.2008.

<http://www.allbusiness.com/personal-finance/real-estate-mortgage-loans/929118-1.html> z 22.01.2008.

<http://www.parkiet.com> z 30.12.2007.

<http://tools.deutsche-bank.de/cc/locationsfinder/de/welcome2.do?country=Deutschland> z 20.01.2008.