

Wpływ kryzysu płynności związanego z amerykańskim rynkiem kredytów hipotecznych na hurtowy rynek polskich obligacji skarbowych na przykładzie Rynku MTS Poland

The Impact of the Liquidity Crisis Connected with the American Market of Mortgage Credit on the Wholesale Polish Treasury Market – the MTS Poland Market Example

*Janusz Czarzasty**

pierwsza wersja: 1 września 2008 r., ostateczna wersja: 30 października 2008 r., akceptacja: 14 listopada 2008 r.

Streszczenie

W 2007 r. skutki światowego kryzysu płynności nie były jeszcze poważnie odczuwane na rynkach papierów rządowych. Jednak już wówczas na Rynku MTS Poland można było zauważyć symptomy nasilającego się światowego kryzysu płynności. W 2008 r. po oficjalnym ujawnieniu strat z powodu złej jakości aktywów nastąpiła kolejna faza kryzysu płynności i wzrosła awersja do ryzyka na rynku finansowym. Dotknęła ona również rynki papierów rządowych, powodując spadek płynności tych papierów. Banki coraz silniej zabiegały o utrzymanie płynności i w związku z tym nie angażowały środków nawet w papiery rządowe. Symptomy, które wystąpiły na Rynku MTS Poland już w 2007 r., nie ustąpiły. W I półroczu 2008 r. przybierały na sile. Ich negatywne skutki najbardziej odczuwano w III kwartale – jako konieczność zwalniania uczestników z obowiązków kwotowania na rynku, całkowite zawieszenie aktywności handlowej przez większość banków zagranicznych i coraz mniejszą płynność elektronicznego segmentu hurtowego rynku papierów skarbowych.

Słowa kluczowe: kryzys płynności, kryzys zaufania, awersja do ryzyka, Rynek MTS Poland, papiery skarbowe

Abstract

In 2007 the effects of the world liquidity crisis were not seriously noticeable on the treasury markets. However, last year, the symptoms of the crisis throughout the world could already be observed on the MTS Poland Market. In 2008, after the losses caused by toxic assets were officially revealed, the next phase of the liquidity crisis and risk aversion increase began in the financial markets. The financial crisis also affected Treasury markets, resulting in a liquidity fall. Banks were more and more interested in their own liquidity maintenance thus they were reluctant to invest cash into treasury securities. Therefore, the symptoms of the crisis that had taken place on the MTS Poland Market in 2007 did not recede. On the contrary, in the first half of 2008 the crisis was even stronger. The most negative effects were noticeable in the third quarter of 2008, when it was necessary to release market-making obligations, most of foreign participants suspended their trading activity and the liquidity of the electronic segment of the wholesale treasury market decreased significantly.

Keywords: Liquidity crisis, confidence crisis, risk aversion, MTS Poland Market, Treasury securities

JEL: E44

1. Wprowadzenie

W 2007 r. na rynkach finansowych: północnoamerykańskim i europejskim, ujawniły się negatywne konsekwencje gwałtownego spadku jakości papierów dłużnych emitowanych na bazie złych kredytów hipotecznych rynku amerykańskiego. Przejawem kryzysu było z jednej strony obniżenie się rentowności instytucji kredytowych oraz banków inwestycyjnych, z drugiej zaś istotne obniżenie płynności rynków papierów udziałowych i dłużnych, w pierwszej kolejności rynków zorganizowanych. Do tych ostatnich zalicza się przede wszystkim giełdy oraz pozagiełdowe elektroniczne platformy obrotu instrumentami finansowymi, w szczególności papierami dłużnymi.

W I kwartale 2008 r. następane instytucje finansowe na rynkach zagranicznych ujawniły straty z tytułu aktywów powiązanych z amerykańskim rynkiem kredytów hipotecznych. Nastąpiła kolejna faza kryzysu zaufania, a co za tym idzie kryzysu płynności na globalnym rynku finansowym. Dotknął on również rynki papierów rządowych, nawet te uważane dotąd za najbardziej płynne.

Ponieważ zaobserwowane w 2007 r. negatywne zjawiska na Rynku MTS Poland nie zniknęły, lecz przybrały na sile, racjonalne wydaje się postawienie tezy, że kryzys płynności stał się w pierwszej połowie 2008 r. odczuwalny również na polskim wtórnym rynku papierów skarbowych. Oczywiście w Polsce na ewentualne skutki kryzysu z importu nakładają się lokalne czynniki jak wzrost inflacji, a w związku z tym wzrost stóp procentowych NBP i zwiększenie kosztu kredytu oraz rentowności papierów skarbowych, pogłębiające negatywne zjawiska w obszarze płynności wspomnianego rynku. Jednocześnie kryzys jakości aktywów, rodzący kryzys zaufania oraz kryzys płynności rynku, ma bezpośredni wpływ na zachowanie banków, również polskich.

W opracowaniu przedstawiono, na przykładzie Rynku MTS Poland, objawy kryzysu płynności wtórnego hurtowego rynku polskich papierów skarbowych na tle hurtowego rynku polskiego długu skarbowego oraz wybranych europejskich rynków Grupy MTS. Wśród objawów tych są: znaczne obniżenie aktywności transakcyjnej uczestników rynku, poszerzenie się spreadów¹ rynkowych, obniżenie się poziomu wypełnianych przez banki obowiązków, wreszcie zmiana statusu z market-makera na market-takera bądź praktyczne zaprzestanie aktywności rynkowej, nawet z groźbą wycofania się z formalnego uczestnictwa w rynku.

W początkowej części opracowania przedstawiono w skrócie informacje na temat elektronicznego segmentu hurtowego rynku skarbowych papierów wartościowych, jakim jest Rynek MTS Poland. Następnie zaprezentowano pierwsze symptomy światowego kryzysu zaobserwowane na Rynku MTS Poland już w 2007 r. oraz

kształtowanie się obrotów na zagranicznych rynkach papierów rządowych w 2007 r. i w pierwszej połowie 2008 r. W ostatniej części artykułu przedstawiono zjawiska zachodzące nie tylko na Rynku MTS Poland, lecz także na całym hurtowym rynku papierów skarbowych, w szczególności w pierwszej połowie 2008 r.

2. MTS Poland – elektroniczny segment hurtowego rynku papierów skarbowych

Rynek MTS Poland, jak już wspomniano, jest elektronicznym segmentem hurtowego rynku papierów skarbowych w Polsce. Ma on formę zorganizowanego, przejrzystego obrotu papierami skarbowymi, który zapewnia ich właściwą wycenę i dostęp do informacji o tej wycenie (historię Rynku MTS Poland przedstawiono w: Czarzasty 2008) Rynek ten jest również integralną częścią systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW), którego celem jest uzyskanie poprawy płynności, przejrzystości i efektywności rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW) w celu minimalizacji kosztów obsługi długu publicznego (Ministerstwo Finansów 2007, s. 21) w sytuacji, gdy wartości te uważa się za bardzo pożądane dla dalszego rozwoju rynków papierów rządowych (Kokoszczynski, Sławiński 2000, s. 144). Cały system jest więc istotnym elementem strategii zarządzania długiem publicznym.

Na to, że Rynek MTS Poland sprzyja poprawie płynności i przejrzystości rynku obligacji skarbowych, zwraca się uwagę również w literaturze przedmiotu (Szpunar 2008, s. 244–247). Na Rynku MTS Poland prowadzony jest obrót obligacjami skarbowymi i bonami skarbowymi, zarówno w postaci transakcji rynku kasowego, jak i transakcji warunkowych² typu *repo* i *buy/sell-back*³. Stronami transakcji na Rynku MTS Poland są działające na rachunek własny banki uprawnione (lub ubiegające się o takie uprawnienie w ramach systemu DSPW) do uczestniczenia w przetargach papierów skarbowych zorganizowanych przez Narodowy Bank Polski na zlecenie Ministra Finansów. Na Rynku MTS Poland codziennie przeprowadzany jest fixing skarbowych papierów wartościowych⁴, którego organizatorem jest, zgodnie z Regu-

² Transakcje warunkowe to transakcje typu *repo* i *buy sell-back/sell buy-back* (BSB/SBB). Transakcje *repo* (*repurchase agreement*) polegają na przeniesieniu przez sprzedającego na kupującego określonych papierów wartościowych po ustalonej cenie. Kupujący zobowiązuje się do zwrotnego przeniesienia, za cenę odkupu, papierów wartościowych równoważnych nabytym papierom wartościowym. Transakcja *repo* jest jedną umową. Transakcje BSB/SBB to dwa odrębne zobowiązania – sprzedaży (zakupu) papierów dłużnych na rynku kasowym i zakupu (sprzedaży) takich samych papierów na rynku terminowym po cenach określonych w dniu zawarcia transakcji.

³ Regulamin Rynku MTS Poland (przyjęty uchwałą nr 124/04 Zarządu MTS-CeTO S.A. w dniu 29 października 2004 r. wraz z późniejszymi zmianami), s. 11–12.

⁴ Fixing papierów skarbowych – zgodnie z Regulaminem fixingu Skarbowych Papierów Wartościowych „działania podejmowane w celu ustalenia kursów fixingowych oraz kursów informacyjnych kupna/sprzedaży dla SPW, zwany dalej Fixingiem SPW”.

¹ Spread – rozpiętość cenowa pomiędzy ofertą kupna a ofertą sprzedaży wystawionymi na rynku obrotu papierami wartościowymi przez uczestników tego rynku.

laminem fixingu Skarbowych Papierów Wartościowych, Narodowy Bank Polski. Fixing przeprowadzany jest dla obligacji bazowych⁵ i innych SPW wyznaczonych przez Ministerstwo Finansów.

Do platformy MTS Poland dopuszczonych jest 33 uczestników bankowych, w tym 17 banków krajowych oraz 16 podmiotów zagranicznych. Z dniem 19 grudnia 2007 r. Rynek MTS Poland został poszerzony o segment instytucjonalny, co umożliwia przystąpienie do platformy niebankowym kwalifikowanym inwestorom finansowym, uczestniczącym w hurtowym obrocie papierami skarbowymi, tj. funduszom emerytalnym, funduszom inwestycyjnym, towarzystwom ubezpieczeniowym oraz firmom zarządzającym aktywami. Segment instytucjonalny zapewnia podmiotom niebankowym bezpośrednie uczestnictwo w Ryнку MTS Poland, umożliwiając dostęp w czasie rzeczywistym do bankowych ofert rynkowych i anonimowe zawieranie transakcji zgodnie z zasadą *best execution*⁶.

Rynek MTS Poland jest jednym z rynków prowadzonych przez Spółkę MTS – CeTO SA, której akcjonariuszami są polskie banki, domy maklerskie, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i włoska spółka MTS S.p.A.

MTS S.p.A. jest z kolei największym operatorem paneuropejskiej platformy dłużnych papierów rządowych i korporacyjnych, działającej we Włoszech – MTS Italy, w Niemczech – MTS Deutschland, Belgii – MTS Belgium, Holandii – MTS Amsterdam, Francji – MTS France, Portugalii – MTS Portugal, Finlandii – MTS Finland, Austrii – MTS Austrian Market, Danii – MTS Denmark, Hiszpanii – MTS Spain, Grecji – MTS Greek Market, Izraelu – MTS Israel, Irlandii – MTS Ireland, Polsce – MTS Poland i Słowenii – MTS Slovenia.

3. Pierwsze symptomy kryzysu

Wspomniane symptomy kryzysu na Ryнку MTS Poland w 2007 r. to: zmiana zachowania banków zagranicznych będących uczestnikami MTS Poland, poszerzenie się spreadów rynkowych oraz spadek obrotów papierów skarbowych i – co za tym idzie – spadek płynności tych papierów.

Zanotowany spadek obrotów w 2007 r. w stosunku do 2006 r. wyniósł 22%. Obroty ogółem (wartość transakcji x 2) w 2007 r. wyniosły 319,6 mld zł, natomiast w 2006 r. sięgnęły 410,4 mld zł. W 2007 r. spadek obrotów nie był więc tak drastyczny jak np. na przełomie 2003 i 2004 r. (por. wykres 1), kiedy w Polsce również

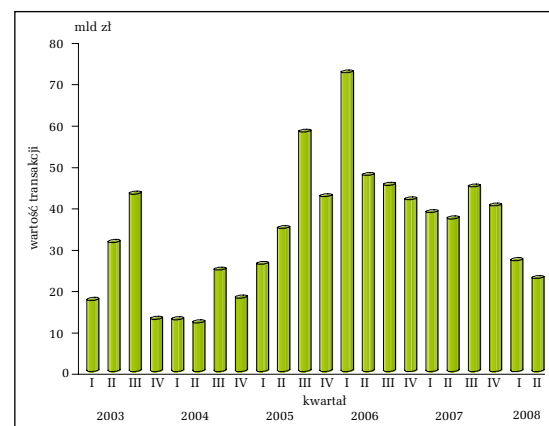
wystąpił kryzys na rynku finansowym, jednak jego źródła były odmienne niż obecnie. W tamtym okresie (IV kwartał 2003 – II kwartał 2004 r.) przyczynami spadku obrotów na rynku papierów skarbowych były obawy o sytuację finansów publicznych w Polsce, pogarszającą się oceną kredytową państwa, a także niestabilność polityczna w kraju. Zanotowany wówczas spadek obrotów wyniósł około 95% w skali miesiąca (spadek obrotów z prawie 29 mld zł w czerwcu i lipcu oraz 32 mld zł we wrześniu 2003 r. do 1,5 mld zł w grudniu 2003 r.).

Na spadek obrotów na MTS Poland w 2007 r. miały wpływ zarówno sytuacja na rynkach światowych, jak i lokalne czynniki makroekonomiczne.

Skutkiem kryzysu jakości i płynności na światowym rynku finansowym była zmiana zachowań banków zagranicznych na rynku polskim, w tym na MTS Poland. Należy zaznaczyć, że zmiana zachowania banków zagranicznych w 2007 r., którą Rynek MTS Poland odczuł, była symptomem kryzysu na rynkach zagranicznych. Dotyczyła głównie banków, które bezpośrednio, w pierwszej kolejności, zostały dotknięte skutkami kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych. Banki te już w 2007 r. ujawniły straty na portfelach amerykańskich papierach dłużnych zabezpieczonych hipotekami w wyniku dokonania znacznych odpisów na spadki ich wartości. Banki te już wówczas podjęły działania w celu ograniczenia swej aktywności handlowej.

Działania te na Ryнку MTS Poland polegały na zmianie statusu uczestnictwa banków, które do tej pory pełniły funkcję market-makerów⁷ polskich papierów skarbowych na status market-takerów i całkowitym zawieszeniu aktywności handlowej (4 banki).

Wykres 1. Wartość transakcji (liczona pojedynczo) na SPW na Ryнку MTS Poland



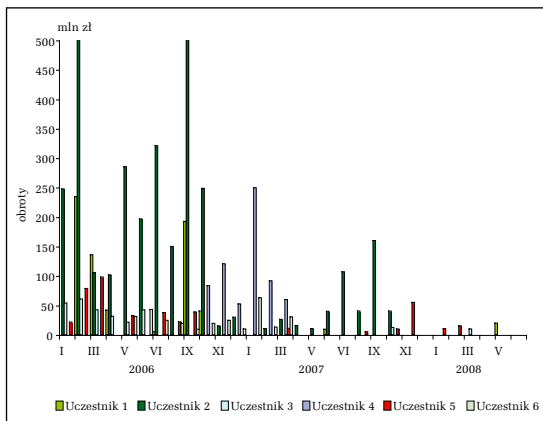
Źródło: dane statystyczne MTS – CeTO SA.

⁵ Obligacje bazowe – obligacje określone przez Ministra Finansów; w szczególności emisje obligacji o stałym dochodzie i terminie wykupu nie krótszym niż jeden rok oraz wartości nominalnej nie mniejszej niż 2,5 mld zł.

⁶ Zgodnie z art. 21 Dyrektywy MIFID zasada ta polega na realizowaniu transakcji i jednocześnie osiągnięciu możliwie najlepszych wyników, z uwzględnieniem: ceny, kosztów, bezwzględności, prawdopodobieństwa realizacji i rozliczenia.

⁷ Uczestnik mający status market-makera kwotuje papiery wartościowe poprzez wystawianie ofert kupna i sprzedaży z określonym spreadem, natomiast uczestnik mający status market-takera nie może wystawiać własnych ofert, a transakcje zawiera poprzez korzystanie z wystawionych na rynku ofert przez market-makerów.

Wykres 2. Wartość transakcji zawieranych przez kilku przykładowych uczestników zagranicznych w okresie styczeń 2006 - czerwiec 2008 r.



Źródło: dane statystyczne MTS - CeTO SA.

Swoją działalność transakcyjną zawiesiły również banki zagraniczne uczestniczące w rynku jako market-takerzy (3 banki), które w początkowym okresie uczestniczenia w rynku wykazywały określoną aktywność. Na wykresie 2 przedstawiono słabnącą aktywność wybranych banków zagranicznych, w szczególności w okresie od maja 2007 do czerwca 2008 r. W 2008 r. aktywność handlowa przedstawianych uczestników została prawie całkowicie zawieszona.

Niektóre banki zagraniczne wycofały się z uczestnictwa w konkursie na Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych na 2009 r. organizowanego przez Ministerstwo Finansów (decyzje w tej sprawie zostały podjęte już w 2007 r.)

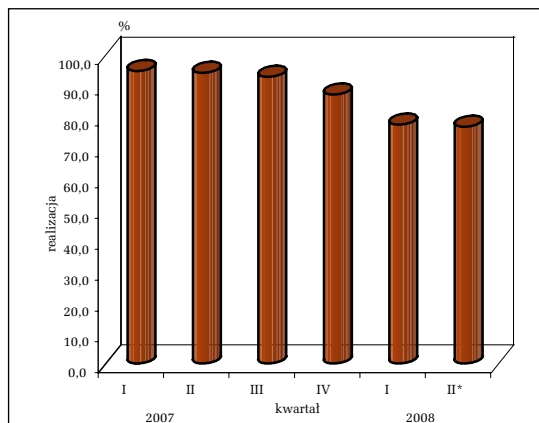
Od marca 2008 r. do banków, które całkowicie zawiesiły działalność handlową, dołączyły kolejne dwa banki zagraniczne, mimo że mają status market-makera i określone obowiązki z tym związane.

Nawiązując do obowiązków market-makerów na elektronicznym segmencie polskich papierów skarbowych, o których mowa zarówno w Regulaminie pełnienia funkcji Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych z dnia 21 września 2007 r., jak i w Regulaminie Rynku MTS Poland, należy zauważyć, że poziom realizacji przez banki obowiązków został znacznie obniżony i to już w IV kwartale 2007 r. (patrz wykres 3).

W III kwartale 2008 r. średni poziom obowiązków wypełnianych market-makera po raz pierwszy w sześciuletniej historii rynku spadł poniżej 80%.

Przedstawionemu zachowaniu banków zagranicznych na MTS Poland w 2007 r. towarzyszyło wycofywanie się tych banków z rynku polskich papierów skarbowych, o czym świadczy spadek wartości portfela papierów skarbowych tej grupy podmiotów, podawanej przez Ministerstwo Finansów w comiesięcznym raporcie *Rynek finansowy*. Na wykresie 4 przedstawiono kształto-

Wykres 3. Stopień wykonywania obowiązków market-makera przez banki na MTS Poland



Objaśnienia:

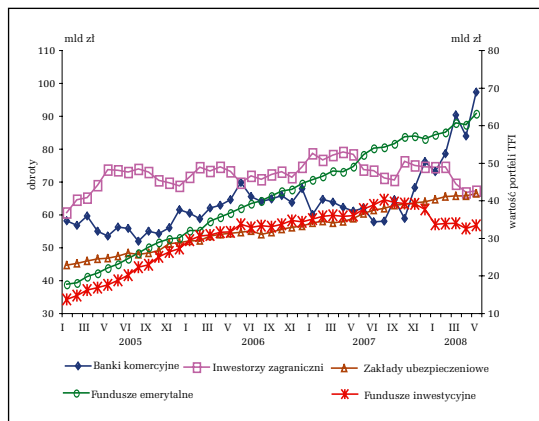
*II kwartał 2008 r. – średnia dla kwietnia i maja.

Obowiązki market-makerów na Rynku MTS Poland polegają na kwotowaniu papierów skarbowych będących papierami bazowymi przez co najmniej 5 godzin dziennie ze spreadem nieprzekraczającym obowiązujących limitów – por. *Regulamin pełnienia funkcji Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych z dnia 21 września 2007 r.*

Źródło: dane MTS - CeTO SA.

wanie się wartości portfeli papierów skarbowych należących do głównych grup inwestorów, w tym do inwestorów zagranicznych. Jak pokazuje wykres, wspomniany spadek wartości portfela należącego do inwestorów zagranicznych w 2007 r. nie był znaczny i w okresie kwiecień – wrzesień 2007 r. wynosił około 10%: z 78,9 mld zł do 70,4 mld zł. Z kolei w październiku obserwowany był ponowny wzrost do wartości 76,1 mld zł, jednak od października 2007 r. do kwietnia 2008 r. występował ciągły trend spadkowy wartości portfela należącego do inwestorów zagranicznych. W kwietniu 2008 r. wartość zadłużenia wobec inwestorów zagranicznych wynosiła 66,5 mld zł.

Wykres 4. Stan portfeli papierów skarbowych w ujęciu miesięcznym dla wybranych grup inwestorów



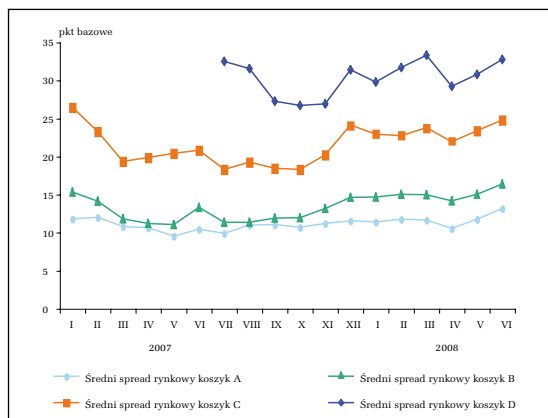
Źródło: Ministerstwo Finansów.

Nieznaczny wzrost wartości portfela inwestorów zagranicznych nastąpił dopiero w maju 2008 r. Zadłużenie wobec tej grupy inwestorów wyniosło 67,1 mld zł (Ministerstwo Finansów 2008). Ze względu na trwający wówczas spadek cen tych papierów trudno wyłącznie na tej podstawie ocenić, czy nastąpiło odwrócenie trendu i inwestorzy zagraniczni powrócili na rynek polskich papierów skarbowych. Z punktu widzenia inwestorów zagranicznych sytuację poprawiało umacnianie się złotego i dlatego rynek polskich papierów skarbowych był nadal stosunkowo atrakcyjny.

Spadek wartości portfeli inwestorów zagranicznych w papierach skarbowych należałoby wiązać z jednej strony ze stopniowym ograniczaniem zaangażowania w papiery skarbowe rynków mniej płynnych. Z drugiej strony nasilający się brak zaufania na zagranicznych rynkach finansowych powodował, że instytucje te inwestowały jedynie w najbardziej płynne papiery, tj. obligacje amerykańskie i niemieckie, lub wręcz preferowały gotówkę. Sytuacja ta była również przyczyną zmniejszenia się aktywności handlowej na Rynku MTS Poland.

Od listopada 2007 r. na Rynku MTS Poland obserwuje się również poszerzanie spreadów rynkowych. Na wykresie 5 przedstawiono kształtowanie się średnich spreadów rynkowych dla koszyków papierów skarbowych. Wzrost wartości spreadów rynkowych notowano od listopada 2007 r. Najmniejszy wzrost wystąpił w przypadku koszyka A, obejmującego papiery o terminie zapadalności od 1 do 2,5 roku, gdyż wartość spreadu wzrosła o 2 punkty bazowe w okresie październik 2007 – czerwiec 2008 r. W odniesieniu do koszyka B, obejmującego papiery powyżej 2,5 roku do 6 lat, wartość spreadu zwiększyła się w tym samym okresie o 4 punkty bazowe. W wypadku koszyka C, obejmującego papiery powyżej 6 do 11 lat, wartość spreadu wzrosła o 6 punktów bazowych. Taki sam wzrost wartości spreadu, o 6 punktów bazowych, dotyczył koszyka D, obejmującego papiery powyżej 11 lat.

Wykres 5. Spready rynkowe na MTS Poland



Źródło: dane statystyczne MTS - CeTO SA.

Należałoby zaznaczyć, że choć Rynek MTS Poland jako rynek zorganizowanego obrotu papierami skarbowymi nadal się rozwija, ciągle utrzymuje się przewaga obrotu bilateralnego pomiędzy bankami w Polsce. Dlatego rynek ten jest najbardziej czułym wskaźnikiem wszelkich niepokojących zmian na rynku finansowym. Choć nie zostało to pokazane na wykresie 5, jednak od kilku lat do końca 2007 r. trend wielkości spreadów na rynku MTS Poland był spadkowy, co oznacza, że banki coraz odważniej podejmowały się kwotowań o coraz mniejszych spreadach na platformie elektronicznej. Od początku 2008 r. trend spadku wielkości spreadów został odwrócony. Wspomniany wzrost nie był radykalny. Można jednak ocenić, że w wyniku zaistniałej sytuacji na rynkach zagranicznych Rynek MTS Poland utracił półtora roku rozwoju w zakresie wielkości spreadów i cofnął się do początku 2007 r. Na wykresie 5 widać, że wielkości spreadów wróciły do poziomów z początku 2007 r., a nawet nieco przekroczyły te wartości. Ponieważ okres objęty analizą jest krótki, należy pamiętać, że był to zaledwie symptom rozpoczynających się zmian na rynku finansowym. W dodatku na pojawienie się owych symptomów największy wpływ miały banki zagraniczne.

Wzrost wartości spreadów na Rynku MTS Poland w owym czasie wynikał więc ze zwiększonego ryzyka, które pojawiło się na platformie. Ryzyko to dotyczyło zawarcia niechcianych transakcji w obliczu zmniejszania się płynności na rynku finansowym i preferowania gotówki przez banki, zwłaszcza zagraniczne. Płynność rynku dosyć powszechnie wskazuje się w literaturze jako czynnik wpływający na wielkość spreadów kwotowań papierów rządowych (Kluza, Sławiński 2002, s. 245).

Mimo powiększających się spreadów rynkowych na MTS Poland do końca I półrocza 2008 r. nie wystąpiła, w przeciwieństwie do innych rynków europejskich, konieczność zwalniania uczestników z obowiązków market-makerów, ponieważ limity szerokości wymaganych spreadów obowiązujących na polskim rynku były stosunkowo szerokie. W tabeli 1 przedstawiono obowiązujące przed kryzysem limity spreadów na wybranych rynkach MTS.

Limity spreadów na MTS Poland są kilkakrotnie szersze od limitów obowiązujących na innych rynkach MTS. Zawierały więc margines bezpieczeństwa i tym samym zmniejszały ryzyko, które bank podejmuje, kwotując ceny innym uczestnikom.

Na europejskich rynkach MTS w 2007 r. w związku z zawirowaniami na rynku finansowym i szybko zmieniającymi się uwarunkowaniami obowiązujące limity spreadów były często podważane lub market-making odbywał się na zasadzie *best effort basis*⁸. W 2008 r. poszerzanie spreadów kwotowań na rynkach europejskich, jak

⁸ *Best effort basis* – kwotowanie przy dołożeniu najwyższych starań ze strony market-makera.

Tabela 1. *Limity spreadów (w punktach bazowych) na rynkach MTS w Europie. Stan przed kryzysem*

Rynek	Okres do wykupu	Koszyk	Limity spreadów	
			Papiery płynne	Papiery niepłynne
MTS Italy	< 3,5	A		
	3,5 – 6,5	B	4	7
	6,5 – 13,5	C	5	12
	> 13,5	D	7	16
			20	45
MTS Portugal	1,25 – 3,5	A	Papiery bazowe	Papiery płynne
	3,5 – 6,5	B	3	5
	6,5 – 13,5	C	4	7
	> 13,5	D	5	10
			25	25
MTS France	1,25 – 3,5	A	Papiery bazowe	Papiery płynne
	3,5 – 6,5	B	5	7
	6,5 – 13,5	C	7	10
	> 13,5	D	10	12
			25	25
MTS Spain	3		Papiery bazowe	Papiery zwykłe
	5		3	4
	10		4	6
	15		6	7
	30		12	7
			20	25
MTS Poland	1 – 2,5	A	Papiery bazowe	
	2,5 – 6	B	20	
	6–11	C	25	
	> 11	D	40	
			50	

Źródło: Strony internetowe Grupy MTS <http://www.mtsgroup.org>. Dane z 2007 r. Regulamin Rynku MTS Poland.

Tabela 2. *Zestawienie limitów spreadów (w punktach bazowych) z okresu przed kryzysem i w czasie kryzysu na rynku MTS Portugal*

Okres do wykupu	Koszyk	Limity spreadów dla papierów bazowych	
		w czasie kryzysu	przed kryzysem
1,25–3,5	A		
3,5–6,5	B	15	3
6,5–13,5	C	25	4
> 13,5	D	30	5
		40	25

Źródło: EuroMTS.

również zmniejszanie obowiązkowych jednostek kwotowania występowało bardzo często, a niejednokrotnie na niektórych rynkach zasady te były wprowadzane na dłuższe okresy lub na stałe. Przykładem może być rynek portugalski, na którym wprowadzono nowe limity spreadów, poszerzając poprzednie nawet pięciokrotnie.

Dodatkowo niektóre banki zawieszały swoją działalność na wybranych rynkach MTS w Europie.

4. Rynki papierów rządowych w Europie w 2007 i 2008 r. (na przykładzie wybranych rynków Grupy MTS)

Z analizy obrotów na wybranych rynkach papierów rządowych Grupy MTS (wykresy 6a–6k) wynika, że określony trend spadkowy zarysował się już w 2006 r. i trwał do II kwartału 2007 r.

Obserwacja kształtowania się w tym czasie wybranych indeksów światowych giełd akcji wskazuje na

silny trend wzrostowy (wykresy 7a–7d). Na rynkach akcji w tym czasie panowała hossa, przez co inwestycje w papiery dłużne były mniejsze ze względu na znacznie niższą możliwość osiągnięcia stopę zwrotu z tych papierów w porównaniu ze stopą zwrotu z akcji.

W III kwartale 2007 r. nastąpiło załamanie na światowych giełdach akcji, co potwierdzają zmiany trendów ich wartości. Stało się to po ujawnieniu przez największe instytucje finansowe znacznych strat z tytułu konieczności odpisów ze względu na poniesione straty na papierach powiązanych z amerykańskim rynkiem kredytów hipotecznych.

W tym czasie na rynkach papierów rządowych wzrosła wielkość obrotów, gdyż rozpoczęło się przenoszenie inwestycji w bezpieczne papiery dłużne. W związku z tym w III i IV kwartale 2007 r. na rynkach papierów rządowych nastąpił znaczny wzrost obrotów, co pokazują wykresy 6a–6k.

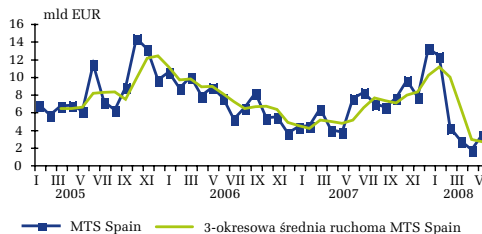
Na przełomie I i II kwartału 2008 r., kiedy instytucje finansowe ogłosiły zaudytowane wyniki za 2007 r.,

Wykresy 6a–6k. Obroty na wybranych rynkach papierów rządowych Grupy MTS

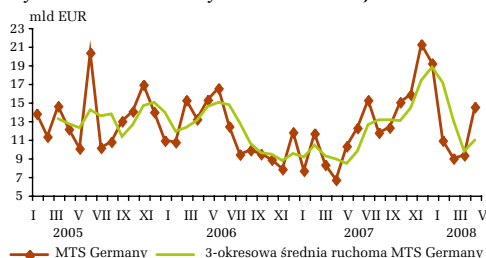
Wykres 6 a. MTS Amsterdam - wartość transakcji



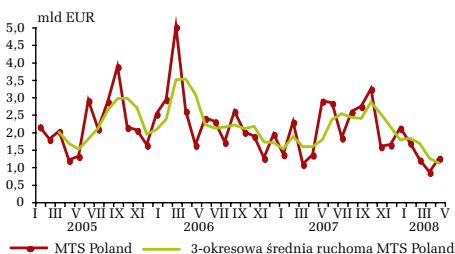
Wykres 6 f. MTS Spain - wartość transakcji



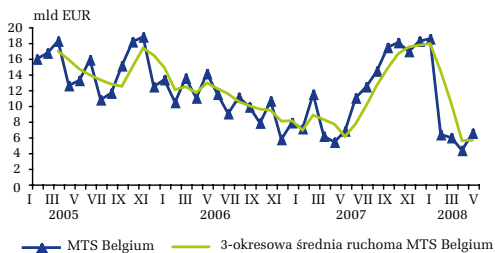
Wykres 6 b. MTS Germany - wartość transakcji



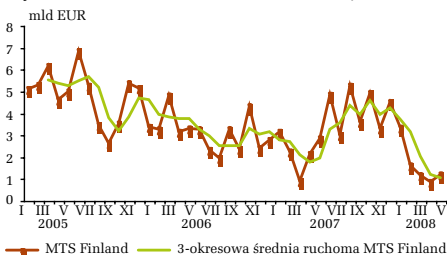
Wykres 6 g. MTS Poland - wartość transakcji



Wykres 6 c. MTS Belgium - wartość transakcji



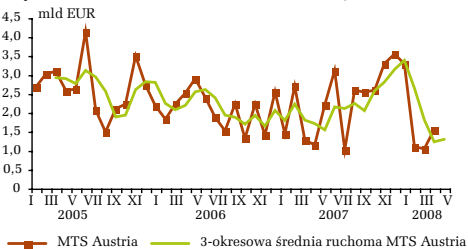
Wykres 6 h. MTS Finland - wartość transakcji



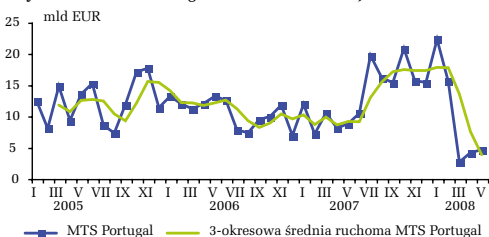
Wykres 6 d. MTS France - wartość transakcji



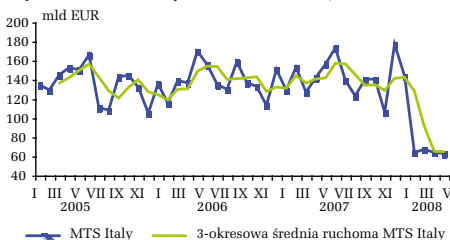
Wykres 6 i. MTS Austria - wartość transakcji



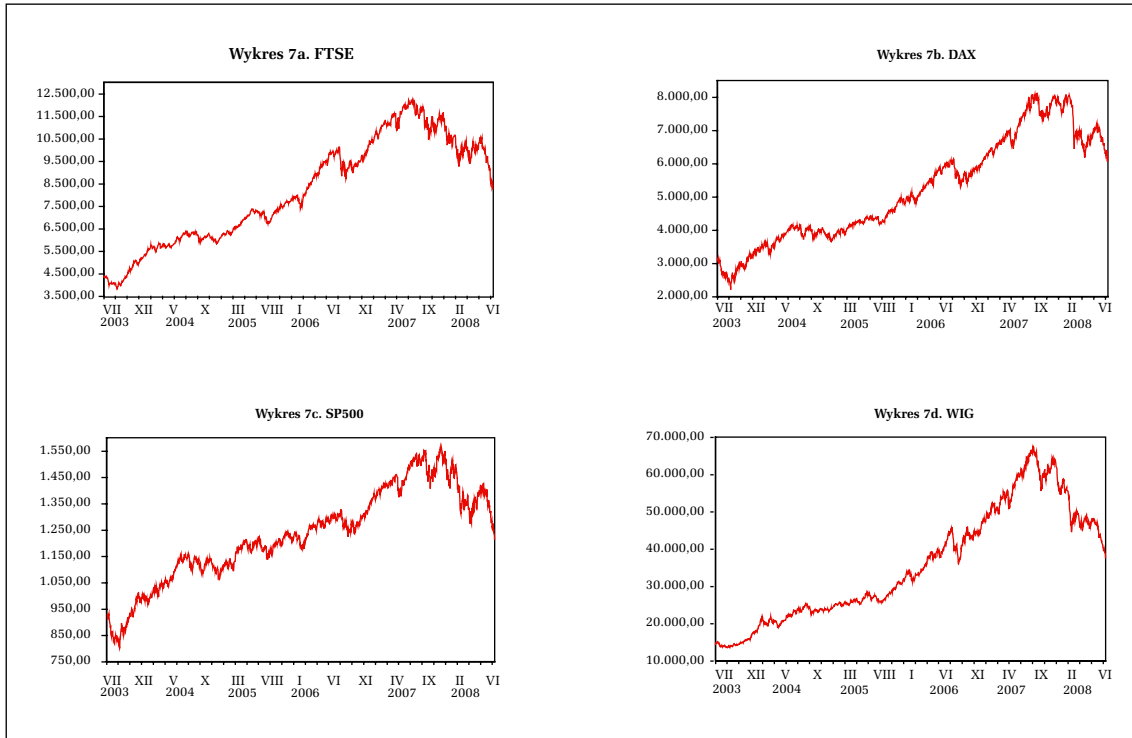
Wykres 6 e. MTS Portugal - wartość transakcji



Wykres 6 k. MTS Italy - wartość transakcji

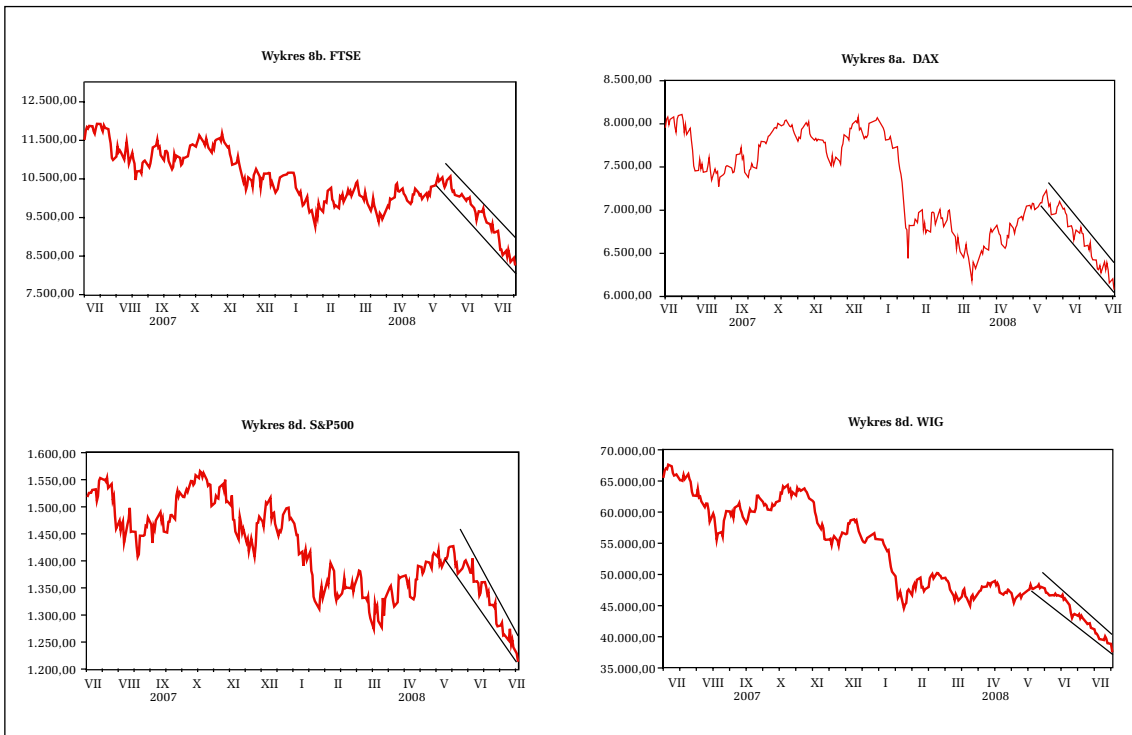


Wykresy 7a–7d. Kształtowanie się trendów indeksów FTSE, DAX, SP500 i WIG



Źródło: www.bankier.pl

Wykresy 8a–8d. Kształtowanie się trendów indeksów FTSE, DAX, SP500, WIG, w okresie maj 2008 - lipiec 2008



Źródło: www.bankier.pl

pokazując straty wyższe od spodziewanych, rynki papierów rządowych zanotowały jednak znaczne spadki obrotów. Kryzys zaufania na rynkach finansowych przełożył się na zwiększenie kryzysu płynności. W marcu 2008 r. rynki MTS w różnych krajach Europy zanotowały spadki obrotów papierami rządowymi w stosunku do poprzedniego miesiąca na poziomie nawet 80%. Przykładem jest rynek MTS Portugal ze spadkiem w stosunku do lutego 2008 r. wynoszącym 83,1%. Na większości rynków w tym samym okresie dominowały spadki w segmencie Cash o 40, 50 i 60%. Nawet na rynku niemieckim MTS Germany zanotowano wysoki spadek: 43,5%. Na Rynku MTS Poland w marcu 2008 r. w stosunku do poprzedniego miesiąca zanotowano spadek w wysokości 20,3%.

W kwietniu i maju na większości rynków papierów rządowych utrzymał się spadek obrotów. Z kolei w czerwcu 2008 r. nastąpiło odbicie i wzrosły obroty prawie na wszystkich rynkach. Niewielkie wzrosty zanotowano już w maju na rynkach austriackim, niemieckim i portugalskim. Zwiększenie wartości obrotów w maju 2008 r. na wskazanych rynkach i wzrosty w czerwcu prawie na wszystkich rynkach mają w dużej mierze związek z kolejną falą spadków na światowych giełdach akcji. Na większości giełd od połowy maja spadły główne indeksy, co pokazują wykresy 8a–8d.

Czerwcowe wzrosty obrotów na rynkach papierów skarbowych mają więc związek ze wskazanymi spadkami giełd i przenoszeniem inwestycji w bezpieczne aktywa, natomiast dalej stosunkowo niski poziom obrotów papierami rządowymi, a więc niewielka płynność tych papierów, nadal potwierdza istnienie kryzysu płynności. Dodatkowo obawy przed spowolnieniem gospodarczym w USA, jak również w Europie, wzrost inflacji na świecie, spadek zaufania i wzrost marż powodują wzrost rentowności papierów rządowych na rynkach europejskich.

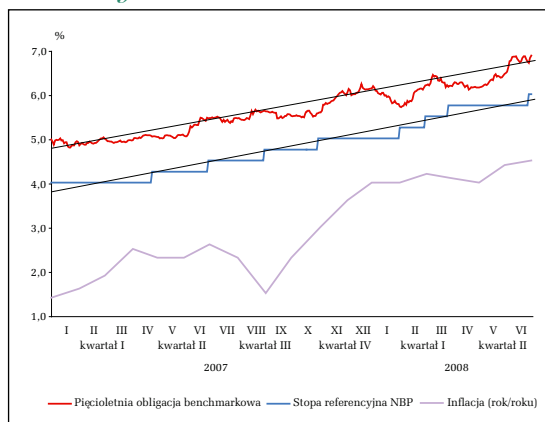
5. Sytuacja na rynku polskich papierów skarbowych

Kryzys płynności na rynkach zagranicznych, w szczególności w I półroczu 2008 r., na rynku papierów skarbowych – zarówno MTS Poland, jak i całym rynku hurtowym objawił się poszerzeniem spreadów i spadkiem wolumenu.

W tym okresie nie miało to jednak wpływu na pojawienie się oczekiwań wzrostu marż z tytułu zmniejszenia płynności na rynku finansowym. Mógłby o tym świadczyć spread między stopą referencyjną NBP a rentownością 5-letniej obligacji bazowej, utrzymujący się na poziomie około 1 pkt proc.

Na wykresie 9 przedstawiono wzrost rentowności pięcioletniej obligacji bazowej w okresie od początku 2007 do czerwca 2008 r. na tle wskaźnika inflacji i zmian stopy referencyjnej NBP.

Wykres 9. Wzrost rentowności papierów skarbowych

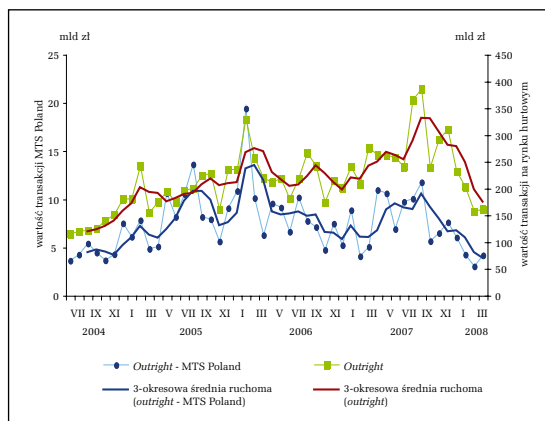


Źródło: dane statystyczne MTS - CeTO SA, strony www NBP, obliczenia własne.

Zaobserwowany spadek poziomu obrotów całości rynku hurtowego od początku roku do maja 2008 r. wyniósł około 25%. W segmencie Cash dynamika spadku obrotów była wyższa i na elektronicznej platformie wyniosła 53%, natomiast na całym rynku hurtowym 43%. Kształtowanie się wartości transakcji papierami skarbowymi na MTS Poland i na rynku hurtowym w segmencie Cash przedstawia wykres 10. Po wzroście wartości obrotów w okresie od maja do listopada 2007 r. na polskim rynku wystąpił wyraźny trend spadkowy w segmencie transakcji Cash, podobnie jak na innych rynkach papierów rządowych w tym czasie.

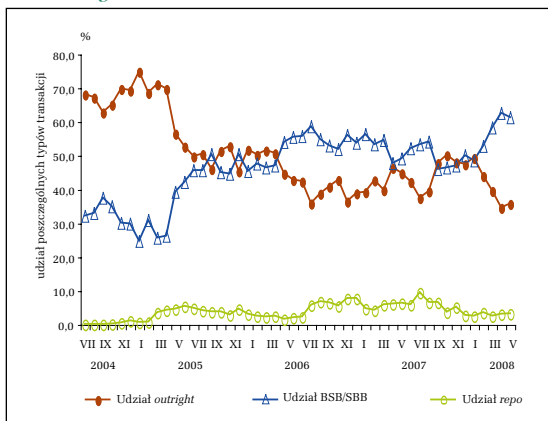
Większa dynamika spadku w elektronicznym segmencie papierów skarbowych wynika z nieco innych zasad obrotu papierami skarbowymi w porównaniu z tzw. rynkiem OTC (skrótowa nazwa od słów *over the counter* używana do określenia rynku niezorganizowanego). Wynika to głównie z obowiązku ciągłego kwotowania papierów skarbowych przez uczestników tego rynku, a to

Wykres 10. Wartość transakcji na MTS Poland i rynku hurtowym w segmencie Cash



Źródło: dane statystyczne Ministerstwo Finansów i MTS - CeTO SA.

Wykres 11. *Udział transakcji outright i BSB/SBB oraz repo w obrotach na rynku hurtowym*



Źródło: Ministerstwo Finansów.

z kolei powiązane jest z konkursem na Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych. Obowiązek ten oznacza gotowość do przyjmowania przez bank dużych pozycji, co powoduje konieczność utrzymywania aktywów zarówno w pieniądzu, jak i w papierach. Sytuacja ta zwiększa więc ryzyko płynności oraz ryzyko wyniku przeprowadzanych operacji.

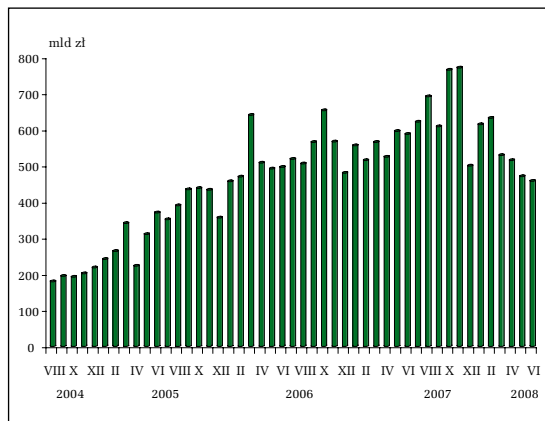
Dodatkowo nastąpiło istotne obniżenie limitów w różnych obszarach działalności banków. Skutkiem tego wystąpiła awersja do anonimowych kasowych rynków zorganizowanych działających bez modułu kredytowego. Mimo stosowania zasady DVP⁹ (*delivery vs. payment*) wystąpiły na nich oznaki kryzysu zaufania kredytowego. W okresie wzrostu braku zaufania na rynku finansowym preferowano rynek bilateralny, na którym nie ma anonimowości, a transakcje zawierane są ze stroną, dla której instytucja finansowa ma odpowiedni limit.

Z powyższych przyczyn na hurtowym rynku obligacji skarbowych coraz większy udział miały transakcje warunkowe (BSB/SBB, *repo*) wykorzystywane do zarządzania płynnością banku. W maju 2008 r. udział transakcji warunkowych na rynku hurtowym sięgał 65% wartości wszystkich transakcji. Na wykresie 11 przedstawiono kształtowanie się udziału poszczególnych typów transakcji w obrotach papierami skarbowymi na rynku hurtowym.

Zdecydowana przewaga transakcji BSB/SBB wystąpiła od marca 2008 r. Obserwowano wzrost transakcji BSB/SBB, które są zabezpieczonymi „syntetycznymi depozytami” i „syntetycznymi pożyczkami”. Ma to związek z przesunięciem płynności z niezabezpieczonych lokat (pożyczek) międzybankowych w kierunku lokat (pożyczek) zabezpieczonych papierami wartościowymi w okresie zmniejszania się zaufania na rynku finansowym.

⁹ DVP (*delivery vs. payment*) jest to zasada polegająca na jednoczesnym dostarczeniu papieru i gotówki.

Wykres 12. *Wartość transakcji na rynku hurtowym SPW*



Źródło: Ministerstwo Finansów.

wym. Wzrasta więc przewaga transakcji BSB/SBB na rynku papierów skarbowych.

W marcu obserwowano również znaczny spadek całkowitej wartości transakcji papierami skarbowymi na rynku hurtowym, na którym wartość transakcji w tym miesiącu wyniosła 528,6 mld zł, czyli o 16% mniej niż w lutym (631 mld zł). W kolejnych miesiącach do czerwca włącznie obserwowano sukcesywny spadek całkowitej wartości transakcji na rynku papierów skarbowych (*cash + repo*). W czerwcu wartość transakcji, wyniosła 457,3 mld zł. Kształtowanie się całkowitej wartości transakcji, obejmującej zarówno transakcje *cash*, jak i transakcje warunkowe (BSB/SBB i *repo*) na rynku hurtowym, przedstawiono na wykresie 12. W okresie grudzień 2007 r. – czerwiec 2008 r. widoczny był istotny spadek wartości transakcji polskimi papierami skarbowymi.

6. Podsumowanie

W 2007 r. skutki światowego kryzysu płynności nie były jeszcze odczuwalne na rynkach papierów rządowych. W drugiej połowie roku nastąpił nawet wzrost obrotów papierami skarbowymi. Było to związane z załamaniem się koniunktury na światowych giełdach papierów udziałowych i przesuwaniem inwestycji w bezpieczne papiery rządowe. W 2008 r. po ujawnieniu dalszych strat z powodu złej jakości aktywów nastąpiła kolejna faza kryzysu płynności i wzrosła awersja do ryzyka inwestycyjnego na rynku finansowym. Dotknęło to również rynki papierów rządowych, powodując spadek płynności tych papierów. Banki coraz silniej zabiegały o utrzymanie płynności i w związku z tym nie angażowały środków nawet w papiery rządowe, preferując gotówkę.

W Polsce w pierwszej połowie 2008 r. w każdym miesiącu coraz silniej odczuwano wpływ światowe-

go kryzysu płynnościowego na rynek papierów skarbowych. Ilustruje to trend spadkowy obrotów zarówno na zorganizowanym rynku papierów skarbowych – MTS Poland, jak i całym hurtowym rynku papierów skarbowych, trwający nieprzerwanie od początku 2008 r. Wzrost rentowności polskich papierów skarbowych był wynikiem nie tyle zwiększającej się premii za płynność, oczekiwanej przez inwestorów instytucjonalnych, ile rosnącej inflacji, kolejnych podwyżek stóp referencyjnych NBP oraz wzrostu ceny pieniądza na rynku międzybankowym.

W połowie 2008 r. trudno było prognozować, kiedy ewentualnie odwrócą się trendy na rynku polskich papierów skarbowych. Pozostawała obserwacja zarówno obszaru płynności rynku, jak i sfery rentowności instrumentów.

Wydawało się, że poziom płynności rynku polskich papierów skarbowych może się podnieść jedynie w przypadku poprawy płynności na rynkach globalnych. Taka zależność to wynik rozwoju krajowego rynku finansowego, rozumianego jako stopniowa poprawa jego płynności, głównie poprzez integrację krajowego rynku finansowego z rynkiem międzynarodowym, na co trafnie zwrócili uwagę A. Sławiński i M. Stamirowski (2001, s. 35). Warunkiem byłyby jednak nie pogarszanie się jakości aktywów rodzimego sektora bankowego, głównie kredytu: hipotecznego, mieszkaniowego, konsumpcyjnego i kartowego. Gdyby do tego doszło poziom płynności naszego sektora finansowego spadałby dalej, a przyczyny tego stanu rzeczy byłyby bardziej lokalne.

W miesiącach wakacyjnych (lipiec, sierpień) pod względem sytuacji rynkowej został zachowany *status quo*, natomiast wrzesień i październik 2008 r. przyniosły istotne pogorszenie się sytuacji na polskim rynku finansowym. Inicjatywy rządów i banków centralnych krajów rozwiniętych, mające na celu poprawę płynności krajowych systemów finansowych oraz podwyższenie poziomu gwarantowanych depozytów ludności, przyczyniły się do obniżenia obaw o stabilność świata finansowego. Istotnie wzmożyły się jednak obawy dotyczące kondycji realnych gospodarek oraz wysokiego prawdopodobieństwa światowej recesji.

Uwaga opinii światowej skupiła się na gospodarkach krajów rozwijających się, a obawy, czy i jak pora-

dzą sobie w dobie światowej recesji, przesądziły o gwałtownej wyprzedaży aktywów takich krajów, jak Węgry, Polska, Rosja czy Ukraina.

Nawet powszechne przekonanie o ciągle względnie mocnych fundamentach polskiej gospodarki nie uchroniło naszego rynku przed falową wyprzedażą polskich akcji czy obligacji skarbowych. Na rodzimy rynek międzybankowy przeniósł się z rynków zachodnich kompletny brak zaufania, który wymusił na Narodowym Banku Polskim wprowadzenie międzybankowego „pakietu zaufania”, przynajmniej częściowo przywracającego zaufanie i płynność na rynku depozytów krótkoterminowych.

We wrześniu i październiku na Rynku MTS Poland zaobserwowano gwałtowne załamanie płynności obrotu, przejawiające się nie tylko dalszym obniżeniem poziomu wypełniania obowiązków przez market-makerów (we wrześniu spadek do 63%), ale wręcz (od października) zwalnianiem banków z obowiązku kwotowań na okresy kilkudniowe. Spready, jeśli w ogóle pojawiały się na rynku, były 2–3-krotnie szersze od regulaminowych, a rentowność 5-letnich obligacji skarbowych sięgnęła w październiku nawet prawie 8%. Przy niezmiennym stopie podstawowej NBP na poziomie 6% obrazowało to gwałtowny wzrost oczekiwań inwestorów co do wysokości premii za niebotyczne w tym momencie ryzyko płynności. W okresie tym stan Rynku MTS Poland w niczym nie różnił się od większości innych lokalnych rynków grupy MTS.

Do światowych przyczyn kryzysu na polskim rynku finansowym dołączyły przyczyny związane z naszym regionem, a być może także z rynkiem lokalnym. Aby go przewyciężyć potrzebna będzie nie tylko skuteczność rządów i banków centralnych krajów rozwiniętych zmierzających do uzdrowienia ich gospodarek. Istotna będzie także skala pomocy międzynarodowych instytucji finansowych dla gospodarek Węgier czy Ukrainy, być może także Polski, oraz skala kryzysu rynku rosyjskiego.

Dla przewyciężenia kryzysu na polskim rynku finansowym niezmiernie ważna będzie również międzynarodowa ocena bieżących poczynań polskiego rządu i Narodowego Banku Polskiego, a także determinacja w kwestii rychłego wprowadzenia Polski do strefy euro.

Bibliografia

- Czarzasty J. (2008), *MTS Poland – biznes będzie rósł*, „Miesięcznik Finansowy Bank”, nr 07/08, s. 32–33.
- Kluza S., Sławiński A. (2002), *Czynniki wpływające na ceny obligacji*, „Bank i Kredyt”, nr 11–12, s. 245–260.
- Kokoszcyński R., Sławiński A. (2000), *Poland's vulnerability to turbulence in financial markets*, „Policy Paper”, No. 9, BIS, Basle.
- Ministerstwo Finansów (2007), *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2008–10*, wrzesień, Warszawa.

- Ministerstwo Finansów (2008), *Rynek Finansowy. Przegląd miesięczny, czerwiec 2007 – czerwiec 2008*, czerwiec, Warszawa.
- Sławiński A., Stamirowski M. (2001), *Wpływ czynników krajowych i zagranicznych na sytuację na rynkach finansowych*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu”, nr 899, s. 35–45.
- Szpunar P. (2008), *Międzybankowy rynek pieniężny*, w: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.