

Elżbieta Ostrowska

# Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny

Metody oceny

Wydanie drugie



F I N A N S E



# Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny

Metody oceny

# FINANSSE

Elżbieta Ostrowska

# Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny

Metody oceny

Wydanie drugie



Wydawnictwo C.H.Beck  
Warszawa 2014

[Kup książkę](#)

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek  
Redakcja merytoryczna: Dorota Ostrowska-Furmanek  
Recenzent: prof. zw. dr hab. Waldemar Tarczyński

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS  
Ilustracja na okładce: © iStock/zentilia

Seria: Finanse  
Podseria: Rynki finansowe



© Wydawnictwo C.H.Beck 2014

Wydawnictwo C.H.Beck Sp. z o.o.,  
ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: Studio Graficzne MIMO Michał Moczarski  
Druk i oprawa: Totem, Inowrocław

ISBN 978-83-255-6360-8



ISBN e-book 978-83-255-6361-5

# Spis treści

---

Wstęp .....	9
<b>1. Rynek finansowy w aspekcie portfela inwestycyjnego .....</b>	<b>13</b>
1.1. Zmiany globalne i kryzys na rynkach finansowych jako wyznacznik preferencji inwestorów .....	13
1.1.1. Istota i przyczyny globalizacji rynków .....	13
1.1.2. Kryzys finansowy i jego konsekwencje .....	17
1.1.3. Zróźnicowanie rynków inwestycyjnych jako baza budowy portfela .....	23
1.1.4. Nowoczesne usługi portfelowe w sektorze finansowym .....	27
1.2. Klasyczne i alternatywne podejście do portfela inwestycyjnego .....	29
1.2.1. Aktywa portfela klasycznego .....	30
1.2.2. Aktywa portfela alternatywnego .....	32
<b>2. Podstawy budowy i zarządzania portfelem inwestycyjnym .....</b>	<b>36</b>
2.1. Teoria użyteczności w analizie portfelowej .....	36
2.2. Analizy wykorzystywane w budowie portfela i w zarządzaniu nim .....	40
2.2.1. Analiza techniczna papierów wartościowych .....	40
2.2.2. Analiza fundamentalna spółek .....	43
2.2.3. Analiza behawioralna .....	46
2.2.4. Analiza portfelowa a analiza techniczna, fundamentalna i behawioralna .....	47
2.3. Etapy budowy i zarządzania portfelem .....	51
2.4. Dywersyfikacja portfela – problemy doboru aktywów .....	54
2.5. Determinanty budowy i zarządzania portfelem .....	60
2.5.1. Otoczenie makroekonomiczne, sektorowe i giełdowe .....	60
2.5.2. Tendencje na rynku finansowym .....	62
2.5.3. Wielkość i kondycja ekonomiczna spółek giełdowych .....	63
2.5.4. Rynek konkurencyjnych usług finansowych .....	64
2.5.5. Polityka inwestycyjna .....	65
2.6. Klasyfikacja portfeli instytucji finansowych oparta na deklaracjach i wynikach .....	67

<b>3. Kryteria doboru papierów wartościowych do portfela inwestycyjnego</b> . . . . .	71
3.1. Ryzyko i preferencje inwestorów . . . . .	71
3.1.1. Ranga stopy zwrotu i ryzyka . . . . .	71
3.1.2. Rodzaje ryzyka . . . . .	77
3.2. Formuły pomiaru stopy zwrotu papierów wartościowych . . . . .	88
3.3. Formuły pomiaru ryzyka papierów wartościowych . . . . .	92
3.3.1. Klasyfikacja miar ryzyka . . . . .	92
3.3.2. Miary zmienności . . . . .	95
3.3.3. Miary zagrożenia . . . . .	103
3.3.4. Miary wrażliwości . . . . .	108
3.4. Kowariancja i korelacja papierów wartościowych . . . . .	112
<b>4. Strategie i style w zarządzaniu portfelem inwestycyjnym</b> . . . . .	118
4.1. Definicje i rodzaje strategii . . . . .	118
4.2. Strategie inwestowania w teorii sprawnego rynku . . . . .	126
4.3. Style inwestowania . . . . .	128
4.4. Strategie selekcji spółek do portfela Fishera i Grahama . . . . .	130
4.5. Strategia inwestowania skoncentrowanego Buffetta a nowoczesna teoria portfela . . . . .	135
4.6. Strategie <i>momentum</i> i <i>contrarian</i> w wykorzystaniu nieefektywności rynku . . . . .	138
<b>5. Benchmarki w ocenie zarządzania portfelem inwestycyjnym</b> . . . . .	141
5.1. Pojęcie i cechy benchmarku . . . . .	141
5.2. Wielokryterialna klasyfikacja benchmarków . . . . .	145
5.3. Znaczenie benchmarków w ocenie efektywności portfela . . . . .	154
5.4. Indeksy giełdowe jako benchmarki . . . . .	155
5.4.1. Istota, cechy i funkcje indeksów giełdowych . . . . .	155
5.4.2. Rodzaje indeksów giełdowych – krajowe i zagraniczne . . . . .	158
5.4.3. Współzależności indeksów giełdowych jako benchmarków w okresie kryzysu finansowego – przykład . . . . .	164
<b>6. Behawioralny portfel inwestycyjny</b> . . . . .	167
6.1. Przyczyny behawioralnego podejścia do zarządzania portfelem . . . . .	167
6.2. Uwarunkowania behawioralne decyzji inwestycyjnych – istota i klasyfikacja . . . . .	169
6.2.1. Behawioralne zachowania inwestorów . . . . .	169
6.2.2. Behawioralne zachowania rynków . . . . .	171
6.2.3. Wpływ behawioralnych zachowań na indeksy giełdowe – przykłady . . . . .	174
6.3. Wskaźniki giełdowe o cechach behawioralnych pomocne w zarządzaniu portfelem . . . . .	178
6.4. Teoria behawioralnego portfela i piramidalny portfel behawioralny . . . . .	181
<b>7. Klasyczne portfele inwestycyjne w teorii rynków kapitałowych</b> . . . . .	186
7.1. Rodzaje portfeli papierów wartościowych . . . . .	186
7.1.1. Portfel akcji dwóch spółek . . . . .	186
7.1.2. Portfel akcji wielu spółek – model Markowitza . . . . .	191
7.1.3. Portfel wieloskładnikowy zawierający akcje i papiery wartościowe wolne od ryzyka . . . . .	196

7.2. Rozwój klasycznej teorii portfela papierów wartościowych .....	200
7.2.1. Model jednoczynnikowy Sharpe'a .....	200
7.2.2. Model wieloczynnikowy Chena .....	204
7.2.3. Model wyceny aktywów kapitałowych CAPM .....	205
7.2.4. Model CAPM w ocenie kosztu kapitału i dywersyfikacji portfela inwestycyjnego przedsiębiorstw .....	209
7.2.5. Model APT – teoria arbitrażu cenowego .....	211
7.2.6. Model TMR – taksonomiczna miara rozwoju .....	215
7.3. Twórcy teorii portfela – podejście klasyczne i neoklasyczne .....	221
<b>8. Metodyka pomiaru efektywności zarządzania portfelem inwestycyjnym ...</b>	<b>225</b>
8.1. Dochodowość a efektywność w zarządzaniu wartością portfela inwestycyjnego .....	225
8.2. Mapa ryzyko – stopa zwrotu w ocenie portfeli .....	229
8.3. Pomiar efektywności portfela za pomocą współczynników bazujących na modelach rynku kapitałowego .....	237
8.3.1. Miara efektywności Treynora .....	238
8.3.2. Miara efektywności Sharpe'a .....	241
8.3.3. Miara efektywności Jensena .....	244
8.3.4. Miara efektywności Sortino .....	247
<b>9. Dobra luksusowe i waluty jako aktywa wzbogacające alternatywny portfel inwestycyjny .....</b>	<b>249</b>
9.1. Istota i cechy dóbr luksusowych .....	249
9.2. Złoto – motywy i sposoby inwestowania .....	251
9.3. Diamenty – zalety i sposoby inwestowania .....	254
9.4. Wytworne wina – atrakcyjność i sposoby inwestowania .....	260
9.5. Dzieła sztuki – kolekcjonerstwo i sposoby inwestowania .....	266
9.6. Waluty – platforma forex oraz lokaty i konta walutowe .....	274
<b>10. Portfel funduszy inwestycyjnych .....</b>	<b>279</b>
10.1. Budowa portfela tradycyjnego – zasady funkcjonowania, rodzaje i korzyści .....	279
10.2. Budowa portfela etycznego .....	286
10.3. Struktura aktywów portfeli funduszy inwestycyjnych .....	289
10.4. Struktura portfela funduszu SKOK Specjalistyczny FIO Etyczny 1 oraz portfela indeksu RESPECT Index .....	292
<b>11. Portfel inwestycyjny funduszy emerytalnych .....</b>	<b>299</b>
11.1. Budowa portfela funduszy emerytalnych – jego specyfika i skutki .....	299
11.2. Struktura portfeli Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) .....	304
<b>12. Portfel inwestycyjny instytucji ubezpieczeniowych .....</b>	<b>308</b>
12.1. Budowa portfela inwestycyjnego i jego rola w strategii zakładów ubezpieczeniowych .....	308
12.2. Struktura portfeli inwestycyjnych zakładów ubezpieczeń .....	311
<b>13. Portfel inwestycyjny banków .....</b>	<b>316</b>
13.1. Budowa portfela w imieniu własnym i klienta .....	316
13.2. Struktura portfeli banków komercyjnych .....	321



<b>14. Portfel rynkowy utożsamiany z indeksem giełdowym</b> .....	327
14.1. Budowa portfela rynkowego jako benchmarku na przykładzie indeksu giełdowego WIG-20 .....	327
14.2. Struktura portfela indeksu giełdowego WIG-20 .....	329
<b>15. Atrakcyjność aktywów alternatywnego portfela inwestycyjnego uwzględniającego fundusze, dobra luksusowe i waluty w okresie ekspansji na rynku (hossa) i kryzysów (bessa) – studia przypadków</b> .....	335
<b>Podsumowanie</b> .....	343
<b>Bibliografia</b> .....	349
<b>Indeks</b> .....	352

# Wstęp

---

Budowa i zarządzanie portfelem inwestycyjnym na rynku finansowym ma ogromne znaczenie, ponieważ umożliwia inwestorom, instytucjom i przedsiębiorstwom pomnażanie kapitału. Ma coraz większe znaczenie dla inwestującego swoje nadwyżki finansowe inwestora indywidualnego, który chciałby zarobić dużo i szybko przy niewielkim ryzyku. Natomiast szczególna rola efektywnego i bezpiecznego zarządzania portfelem inwestycyjnym instytucji finansowych – aspirujących do instytucji zaufania publicznego – wynika ze społecznej potrzeby dążenia do zgodności ich deklaracji z rzeczywiście osiąganymi wynikami mierzonymi stopą zwrotu portfela. Nie jest jednak łatwo dobrać i zarządzać takimi aktywami tworzącymi portfel, które spełniałyby powyższe warunki i nie narażały inwestorów na straty kapitałowe w okresie dużych turbulencji na rynku finansowym. Zapotrzebowanie na kształcenie i popularyzację problematyki w tym obszarze jest związane również ze zmianą modelu oszczędzania i inwestowania oraz rangi zamożności finansowej i intelektualnej w Polsce.

Głównym celem podręcznika jest syntetyczna prezentacja współczesnych zagadnień budowy i zarządzania portfelem inwestycyjnym w ujęciu klasycznym, jak również alternatywnym uwzględniającym pozafinansowe aktywa portfela. Okazało się, że ma to szczególne znaczenie w okresach kryzysu i deregulacji wynikającej z globalizacji rynków, ponieważ inwestycje alternatywne stały się swoistym stabilizatorem, czymś trwałym w portfelu inwestycyjnym. Z punktu widzenia inwestora te alternatywne aktywa w portfelu (złoto, diamenty, wytworne wina, dzieła sztuki) mogą pełnić funkcję terapeutyczną i istotnie ograniczać ryzyko osiągnięcia akceptowalnej stopy zwrotu.

Generalnie, dotychczasowe publikacje na polskim rynku zawierają bardziej lub mniej rozszerzoną wiedzę dotyczącą inwestycji w instrumenty finansowe opartą na osiągnięciach literatury światowej (w przypadku autorów zagranicznych w odniesieniu do rynków zagranicznych) albo zagadnienia klasycznego portfela są elementem prac z zakresu szeroko rozumianego rynku finansowego. Ostatnio pojawiły się publikacje dotyczące bankowości inwestycyjnej uwzględniające aktywa rzeczowe. Natomiast intencją autorki tej książki jest próba zaprezentowania podstawowej i zwartej wiedzy dotyczącej samego portfela inwestycyjnego w podejściu klasycznym i alternatywnym wraz z metodyką oceny jego atrakcyjności przy uwzględnieniu osiągnięć klasycznej literatury światowej oraz zmieniających się polskich realiów rynku finansowego. Jednocześnie zamieszczono opracowane przykłady empiryczne (w formie liczbowej i graficznej), które powinny zwiększyć komunikatywność i użyteczność prezentowanych metod oceny. Są to zarówno przykłady hipotetyczne, pozwalające szybciej zrozumieć etapy zastosowania różnych metod, jak również studia przypadków i analizy budowy portfela z praktyki instytucji finansowych.

Należy podkreślić, iż zagadnienia metod oceny inwestycji w aktywa finansowe są szeroko opisywane w piśmiennictwie zagranicznym i krajowym. Niezależnie od klasyków teorii portfela (H. Markowitz, J. Tobin, W. Sharpe, J.L. Treynor, J. Lintner, J. Mossin, S. Ross) wśród autorów należy wymienić: R. Haugena, E.J. Eltona i M.J. Grubera, F.K. Reilly'ego i K.C. Browna. Z kolei w piśmiennictwie polskim głównie K. i T. Jajugów i W. Tarczyńskiego.

Analiza portfela jest powszechnie uznawana za stosunkowo trudną metodę analizy efektywności inwestycji finansowych. Dlatego celem autorki stało się przedstawienie tej wiedzy w sposób komunikatywny dla czytelnika, niewymagający znajomości matematyki wyższej i skomplikowanych metod ekonometrycznych, ale ułatwiający stosowanie metod oceny portfela w praktyce i zachęcający do studiowania innych bardziej szczegółowych pozycji literatury. Ocena portfela inwestycyjnego wymaga bowiem nie tylko dużej wiedzy teoretyczno-praktycznej o funkcjonowaniu różnych rynków, ale również świadomości istnienia i potrzeby kwantyfikacji ryzyka podejmowanych decyzji.

Przedmiotem dwóch pierwszych rozdziałów opracowania są zmiany globalne i kryzys na rynkach finansowych, mające wyraźnie duży wpływ na kształtowanie zmian preferencji inwestorów, a także związane z tym klasyczne i alternatywne podejście do portfela inwestycyjnego (subportfel klasyczny i alternatywny). Obecnie bowiem, nowoczesny portfel inwestycyjny to zbiór różnych

klasycznych aktywów finansowych i alternatywnych aktywów rzeczowych dobranych ze względu na różną reakcję ich cen na zmienność tendencji rynkowych, głównie w okresach dużych spadków (bessy) lub wzrostów cen (hossy) na konkretnych rynkach inwestycyjnych. Zaprezentowano również podstawowe zagadnienia budowy i zarządzania portfelem inwestycyjnym. Są to przede wszystkim determinanty oraz etapy budowy i zarządzania portfelem wraz z jego dywersyfikacją, jak również ranga deklaracji i wyników działalności instytucji zarządzających portfelami inwestycyjnymi. Ponadto krótko scharakteryzowano analizy wykorzystywane w budowie i zarządzaniu portfelem, tzn. analizę techniczną, fundamentalną, behawioralną i portfelową.

Drugą ważną częścią podręcznika jest sześć następujących rozdziałów stanowiących kompendium wiedzy na temat portfeli inwestycyjnych w teorii rynków kapitałowych w kontekście metod ich oceny (rodzaje portfeli, rozwój klasycznej teorii portfela, wykres korelacyjny ryzyko–stopa zwrotu portfela, syntetyczne miary oceny efektywności portfela bazujące na modelach rynku kapitałowego). Wstępem do tych rozważań są kryteria atrakcyjności instrumentów finansowych niezbędne w decyzjach co do struktury aktywów portfela (pomiar stopy zwrotu i różnych rodzajów ryzyka). Niezbędne jest docenienie roli strategii i stylu zarządzania portfelem inwestycyjnym oraz benchmarków w zarządzaniu wartością portfeli. Ponadto coraz bardziej złożone uwarunkowania behawioralnych decyzji inwestycyjnych zadecydowały o prezentacji problematyki behawioralnego portfela inwestycyjnego.

Kolejny, dziewiąty, rozdział poświęcono problematyce dóbr luksusowych i walutom jako aktywom wzbogacającym alternatywny portfel inwestycyjny. Wśród tych aktywów alternatywnych scharakteryzowano złoto, diamenty, wytworne wina, dzieła sztuki wraz z ich cechami i sposobami inwestowania. Te aktywa alternatywne są bowiem kojarzone nie tylko z wysokim statusem majątkowym i kolekcjonerskim właściciela, ale również z produktem inwestycyjnym nadającym się do pomnażania kapitału i dywersyfikacji ryzyka portfela inwestycyjnego.

Natomiast w trzeciej części opracowania – czyli w następujących pięciu rozdziałach – przedstawiono zasady budowy portfeli różnych inwestorów instytucjonalnych (funduszy inwestycyjnych, emerytalnych i ubezpieczeniowych, banków, portfeli-benchmarków) w okresie hossy i bessy na rynku finansowym. Portfele inwestycyjne tych instytucji stają się bowiem ważnymi elementami aktywów szeroko rozumianego portfela, który ma coraz większe znaczenie w nowoczesnym kreowaniu finansów osobistych także Polaków.

W ostatnim piętnastym rozdziale dokonano weryfikacji empirycznej atrakcyjności aktywów alternatywnych (złoto, diamenty, wytworne wina) portfela inwestycyjnego uwzględniającego fundusze i waluty w okresie ekspansji rynku (hossa) i kryzysu (bessa). Uwieńczeniem całości opracowania jest podsumowanie mające charakter refleksji autorki głównie na temat problemu konstrukcji struktury zrównoważonego portfela inwestycyjnego z uwzględnieniem funkcji subportfela alternatywnego w aspekcie jego znaczenia dla inwestorów na rynku kapitałowym.

Książka jest adresowana do studentów uczelni ekonomicznych, uniwersytetów i politechnik oraz słuchaczy studiów podyplomowych specjalizujących się w finansach i bankowości, a także do analityków i inwestorów aktywnych na rynkach finansowych.

*Elżbieta Ostrowska*

# 1 Rynek finansowy w aspekcie portfela inwestycyjnego

---

## 1.1. Zmiany globalne i kryzys na rynkach finansowych jako wyznacznik preferencji inwestorów

### 1.1.1. Istota i przyczyny globalizacji rynków

Na rynku finansowym dokonywane są obroty różnymi instrumentami finansowymi, jest to więc bardzo ważna część gospodarki narodowej obok rynku dóbr, usług i rynku pracy. Rynek ten ma duży wpływ na wzrost gospodarczy i składa się z segmentu rynku pieniężnego, kapitałowego, instrumentów pochodnych i walutowych.

Na rynku pieniężnym występują instrumenty dłużne emitowane na okres minimum jednego roku, a celem tego rynku jest utrzymanie właściwej płynności utożsamianej z możliwością wymiany tych instrumentów na gotówkę w krótkim okresie według ustalonej ceny. Rynek kapitałowy zaś to rynek, gdzie istnieją instrumenty dłużne i udziałowe służące do transferu kapitału w dłuższym horyzoncie czasu. Główne funkcje rynku kapitałowego to mobilizacja i transfer kapitału, wycena kapitału i ocena spółek oraz funkcja informacyjna głównie wobec inwestorów. Natomiast rynek instrumentów pochodnych jest związany z transferem ryzyka, ponieważ odbywa się na nim obrót instrumentami pochodnymi, ale bez ograniczeń czasowych. Z kolei na rynku walutowym występują różne instrumenty finansowe (dłużne, udziałowe i pochodne) denominowane w obcej walucie, przy czym duże znaczenie ma kurs walutowy.

Globalizacja rynków polega na przyjmowaniu, a nawet kreowaniu globalnych ich segmentów i globalnych klientów mających podobne potrzeby, również co do portfela inwestycyjnego. Globalizacja rynków finansowych ma swoje specyficzne cechy, inne niż światowy rynek, ponieważ tworzy pewną organiczną całość (jednorodną i spójną) światowych procesów zachodzących na rynkach kapitałowych i pieniężnych. W rezultacie, z jednej strony prowadzi ona do utraty tożsamości narodowej rynków, zwłaszcza papierów wartościowych, z drugiej zaś narzuca globalne myślenie w sferze finansów (portfela). We współczesnym świecie ponadnarodowego zarządzania finansami postęp techniczno-organizacyjny (w komputeryzacji i telekomunikacji) przyczynił się do powszechnego zjawiska globalizacji handlu papierami wartościowymi. Główne giełdy światowe, rozpatrywane w układzie globalnym (całościowym), faktycznie funkcjonują przez całą dobę z uwagi na strefy czasowe.

Przyczynami globalizacji rynków finansowych, głównie kapitałowych, w skali światowej były:

- ▶ deregulacja, która zniosła istniejące administracyjne ograniczenia we wcześniejszym funkcjonowaniu już ukształtowanego rynku pieniężnego i kapitałowego – deregulacja oznaczała liberalizację obrotów kapitałowych między rynkiem krajowym a zagranicznym, była zatem bezpośrednią przyczyną rozwoju finansowych rynków globalnych;

- ▶ liberalizacja przepływu kapitałów i usług – spowodowała ona globalizację wymagań i regulacji prawno-organizacyjnych giełd;

- ▶ standaryzacja i unifikacja rynków kapitałowych, głównie harmonizacji (upodabniania) rozwiązań techniczno-organizacyjnych i regulacyjno-prawnych (np. systemu transakcji i rozliczeń wykorzystywanych na wielu giełdach) w celu wzrostu bezpieczeństwa ponadnarodowego transakcji finansowych;

- ▶ globalizacja informacji związana przede wszystkim ze wzrostem dostępności do szybkiej informacji i swobodnego jej przepływu – umożliwiła ona wycenę kapitału na poszczególnych giełdach różnych krajów i kontynentów w stosunkowo krótkim czasie;

- ▶ rozwój unii monetarnej, funduszy (inwestycyjnych, emerytalnych i ubezpieczeniowych) i nowych wyspecjalizowanych instrumentów finansowych, co sprzyjało konsolidacji giełd w Unii Europejskiej ze względu na wspólną walutę euro i powstawanie ponadnarodowych aliansów instytucji finansowo-giełdowych.

W związku z wstąpieniem Polski do Unii Europejskiej wymienione przyczyny globalizacji rynków finansowych znalazły odzwierciedlenie w kształ-

towaniu się zintegrowanego rynku finansowego, czyli sformułowanie – przez państwa członkowskie – wspólnych zasad jednolitego europejskiego rynku kapitałowego. Po pierwsze, dążono do utworzenia stabilnego i silnego rynku mającego jak najlepiej zaspokoić potrzeby w zakresie finansowania i lokowania wolnych środków na obszarze całej Unii Europejskiej. Po drugie, do zapewnienia europejskiemu rynkowi odpowiedniego poziomu konkurencyjności zewnętrznej w warunkach coraz większej globalizacji rynków. Polska zaakceptowała zasady i warunki obowiązujące wszystkie państwa członkowskie, w tym dotyczące funkcjonowania rynków kapitałowych. W związku z tym istotne były dwa procesy: dostosowanie polskiego prawa do wymogów i standardów obowiązujących na rynkach kapitałowych całej Unii (wymagane dyrektywy) oraz dbałość o poprawę pozycji konkurencyjnej polskiego rynku kapitałowego na wspólnym europejskim rynku.

Rozwój globalizacji rynków finansowych był związany nie tylko ze zmianami na rynku bankowym i z globalizacją gospodarki, ale również z globalizacją zarządzania ryzykiem i usług agencji ratingowych. Pojawiło się coraz więcej **globalnych inwestorów** (inwestujących na kilku lub więcej rynkach różnych państw) i **globalnych usług** kapitałowych (realizowanych w różnych centrach finansowych zlokalizowanych w różnych częściach świata), a zarazem wzrosło znaczenie **globalnych portfeli inwestycyjnych**.

Towarzyszyło temu szerokie stosowanie inżynierii finansowej, która miała wpływ na inwestowanie oraz finansowanie dużych przedsiębiorstw, korporacji i holdingów (często o charakterze ponadnarodowym). Rozwój rynku pieniężnego i kapitałowego coraz bardziej zależał od zaostrzającej się globalizacji oraz konkurencji banków, funduszy inwestycyjnych, emerytalnych i ubezpieczeniowych, funduszy typu *venture capital*, domów maklerskich i innych instytucji w zakresie pośrednictwa i pozyskiwania kapitału wśród potencjalnych inwestorów.

Globalizacja rynków finansowych ukształtowała nowy jakościowo kierunek rozwoju sektora finansowego, jednocześnie też nastąpił zmierzch tradycyjnej bankowości. Powstał nowy kierunek rozwoju sektora, związany z finansami zintegrowanymi, jako efekt ewolucji sposobu finansowania przedsiębiorstw i roli pośrednika na rynku kapitałowym, co spowodowało przejmowanie i transferowanie ryzyka (np. sekurytyzacja, fundusze *venture capital*). Sekurytyzacja to wykorzystywanie papierów wartościowych do zabezpieczenia należności i zarazem umożliwianie przenikania się rynku pieniężnego oraz kapitałowego w skali globalnej. Sekurytyzacja to przejście od tradycyjnych kredytów



(pożyczek) i lokat pieniędzy za pośrednictwem banków na rzecz wykorzystywania papierów wartościowych przy jednoczesnej rezygnacji z pośredników. Miała ona wpływ na rozwój globalizacji finansowych rynków pozabankowych. Nastąpił zmierzch tradycyjnej bankowości, ponieważ zaczęła się era postbankowości [Dziawgo, 2005]. Era postbankowości wcale nie oznaczała zmniejszenia roli banków, ale oznaczała jej modyfikację – wzrost zakresu usług niezwiązanych z tradycyjną bankowością depozytowo-kredytową. Ranga banków – w warunkach globalizacji konkurencji – zależy więc od kierunków, dynamiki i skali rozwoju działalności banków na rynkach kapitałowych, czyli od stopnia odchodzenia od swej pierwotnej (tradycyjnej) działalności. Rosnące wymagania finansowe klientów i inwestorów powodują bowiem, że proste czynności bankowe tylko na rynku krajowym nie gwarantują już oczekiwanych korzyści w przyszłości w zakresie relacji zysk–ryzyko.

Globalizacja i zmiany w sektorze finansowym spowodowały, że przyszła pozycja banków w gospodarce będzie zależała od tego, w jakim zakresie będą one wykonywały swoją główną funkcję – chodzi tu o funkcję w obszarze akumulacji, transferu i użyczania kapitałów (a to właśnie jest obszar bankowości), a także od tego, w jakim zakresie funkcja ta będzie zależna od innych czynności niezwiązanych bezpośrednio z bankowością. Jest to fundamentalne pytanie, ponieważ ma to wpływ na różnice między pojęciami bank i bankowość. Różnice te wynikają z tego, że:

- ▶ z jednej strony banki realizują funkcje niebankowe (oprócz funkcji bankowych *sensu stricto*), ponieważ tworzą własne fundusze inwestycyjne i domy maklerskie oraz różne podmioty leasingowe, faktoringowe, *bankassurance*;

- ▶ z drugiej strony, funkcje bankowe i parabankowe zaczęły realizować podmioty niebankowe – np. Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe (SKOK), będące niebankowymi instytucjami finansowymi – lub podmioty gospodarcze, które w swoim pionie finansowym tworzą tzw. wewnętrzną bankowość.

Z tego względu obecnie nie można już utożsamiać banków z bankowością. W rezultacie powstają wielofunkcyjne grupy kapitałowo-bankowe, które unowocześniają operacje finansowe i proponują szeroką ofertę produktów i usług finansowych (np. fundusze) i pozafinansowych, aby zapobiec utracie klientów oraz utracie ich kapitałów.

W perspektywie globalizacji rynków kapitałowych duże znaczenie ma ryzyko inwestowania na rynkach wschodzących. Dotyczy to korzystniejszej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych uwzględniających nie tylko zakup akcji na

giełdach krajów rozwiniętych (Stany Zjednoczone, Japonia, Wielka Brytania, Niemcy), lecz także na giełdach krajów wschodzących (Singapur, Korea Południowa, Tajwan, Meksyk, Rosja). Rynki wschodzące umożliwiają bowiem osiągnięcie wyższej stopy zwrotu, ale przy wyższym ryzyku. Jednak atrakcyjność akcji tych rynków wynika z tego, że kraje rozwijające się mają większy potencjał wzrostu. Ponadto stopy zwrotu z akcji krajów rozwiniętych gospodarczo ulegają zmianom w sposób zsynchronizowany, a akcje na rynkach wschodzących fluktuują niezależnie. Stąd korelacja między akcjami np. amerykańskimi i akcjami z rynków wschodzących jest mniejsza niż korelacja między akcjami amerykańskimi i akcjami innych rozwiniętych krajów [Brigham, Houston, 2005]. Właśnie dlatego akcje z rynków wschodzących mogą efektywnie wpłynąć na dywersyfikację portfeli inwestycyjnych, ale należy pamiętać, że mogą one być krańcowo ryzykowne i charakteryzować się mniejszą płynnością. Ponadto na rynkach wschodzących koszty transakcyjne są wyższe, a dostępność inwestorów zagranicznych do informacji o spółkach notowanych na tych rynkach jest mniejsza. Generalnie, w skali globalnej nasila się integracja i konkurencyjność rynków kapitałowych Europy, Azji i Ameryki.

W rezultacie wzrost zainteresowania usługami agencji ratingowych, które realizują funkcję niezależnego analityka finansowego oceniającego ryzyko, wynika z coraz bardziej złożonych i ryzykownych transakcji na rynku globalnym. Agencje ratingowe zaczęły zatem specjalizować się w zarządzaniu ryzykiem, głównie inwestycyjnym, zgodnie z oczekiwaniami uczestników tego rynku. Chodzi tutaj przede wszystkim o konsekwencje globalizacji dla krajowych rynków kapitałowych, w tym dla giełdy warszawskiej w związku z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej.

### **1.1.2. Kryzys finansowy i jego konsekwencje**

W ostatnich trzydziestu latach, globalizacja gospodarki i upowszechnianie instrumentów finansowych oraz dematerializacja i fetyszyzacja pieniądza niejednokrotnie przyczyniały się do zakłóceń na regionalnych rynkach finansowych, ale nie przeszkadzało to w rozwoju rynku światowego. Jednak w niektórych częściach świata zostały wygenerowane – znacznie większe w relacji do gospodarki realnej – nadwyżki na rynku pieniężnym i kapitałowym. Przyczyniły się do tego słabość i chciwość ludzkich charakterów (błędne oceny standingu instytucji finansowych, kreatywna księgowość).

W wyniku nacisków akcjonariuszy oczekujących szybkiego wzrostu wartości rynkowej spółek ich zarządy inwestowały kapitał w operacje finansowe o wysokim ryzyku i wysokiej oczekiwanej stopie zwrotu na rynku produktów strukturyzowanych i derywatów. Jak się później okazało banki sprzedawały wirtualne produkty, wykorzystując instrumenty inżynierii finansowej o często dyskusyjnej jakości. To powodowało alienację sektora finansów od reszty gospodarki, wzrost ryzyka inwestycyjnego oraz rozproszenie odpowiedzialności za tendencje na rynkach finansowych. Agencje ratingowe okazały się niewiarygodne, ponieważ umacniały nieuzasadnioną wiarę kadry zarządzającej, iż dzięki hazardowi moralnemu (pokusie nadużycia) można pozyskiwać duże premie dla korporacji, akcjonariuszy i samych siebie.

W wysoko rozwiniętych państwach nadpłynność systemu finansowego przyczyniła się do podtrzymywania na niskim poziomie stóp oprocentowania instrumentów finansowych przez władze monetarne. Szczególnie dotyczyło to amerykańskiej polityki niskiej stopy procentowej [Soros, 2009]. Miało to wspomóc ożywienie gospodarki i kreować popyt na kredyty, głównie gospodarstw domowych. Właśnie to było genezą tzw. „bąbla” na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych (potem w innych krajach), który miał negatywne skutki w gospodarce realnej i na rynkach finansowych. Jednocześnie skuteczność działania systemu rozliczeń kreowała fałszywe poczucie bezpieczeństwa i **mobilizowała inwestorów do zainteresowania się, obok aktywów finansowych, również aktywami niefinansowymi** (portfelami alternatywnymi). Spekulacje na rynku nieruchomości były wspomagane łatwą dostępnością do pieniądza o niskiej cenie. Jednocześnie duże wzrosty cen nieruchomości powodowały w wielu krajach boom budowlany, który wspomagał wzrost gospodarczy.

W rezultacie, ważną przyczyną globalnego kryzysu XXI wieku był prowizyjny system dystrybucji kredytów w Stanach Zjednoczonych, związany z transferem ryzyka do specjalistycznych instytucji sekurytyzacyjnych. W latach osiemdziesiątych XX wieku rozszerzało się ryzyko utrzymania systemu finansowego, ponieważ niezależnie od agend rządowych przejmujących właściwie selekcyjonowane ryzyko kredytów hipotecznych zaczęły powstawać w tym kraju prywatne firmy sekurytyzacyjne. Firmy te, związane z kredytami hipotecznymi, refinansowały wierzytelności drogą emisji dłużnych papierów wartościowych. Zatem firmy sekurytyzacyjne – nie doceniając skutków wysokiego ryzyka – popularyzowały kredyty wśród klientów mających zbyt niską zdolność kredytową lub wcale tej zdolności niemających. W tej sytuacji produkty strukturyzowane i finansowe instrumenty pochodne, dla których bazowym instrumentem stały

się obligacje hipoteczne (*asset backed securities*) nabywane potem przez emitentów (*collateralized debt obligation*), nie stanowiły rzetelnej podstawy do oceny ryzyka przez gwarantów emisji oraz finalnych kupców złożonych instrumentów finansowych. W konsekwencji, sekurytyzacja dotyczyła zarówno kredytów hipotecznych właściwie zabezpieczonych, jak i tych nieodpowiadających standardom (*subprime*).

Pierwszy symptom kryzysu to na początku 2007 r. utrata płynności finansowej kilku instytucji amerykańskiego rynku kredytów hipotecznych, co spowodowało tylko krótkie spadki kursów na giełdzie papierów wartościowych. Natomiast w okresie sierpień–wrzesień 2007 r. upubliczniono informacje o kłopotach kilkunastu dużych firm sekurytyzacyjnych, instytucji kredytowych oraz banków funkcjonujących w skali globalnej. Oczywiście podmioty, których portfele inwestycyjne zawierały instrumenty finansowe emitowane na bazie kredytów *subprime*, utraciły płynność finansową lub były narażone na niewypłacalność amerykańskich kredytobiorców.

Po krótkiej stabilizacji rynku bankructwo Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. nasiliło obawy co do rozszerzania się toksycznych aktywów. Inwestorzy w panice sprzedawali niepewne aktywa, zwłaszcza że państwo deklarowało pomoc tylko wybranym instytucjom finansowym. Jesienią 2008 r. wystąpiło okresowe ograniczenie kredytów (*credit crunch*) w skali globalnej wskutek braku zaufania, co wywołało turbulencje głównie na rynkach kapitałowych. Potem, na początku 2009 r., duża skoncentrowana w czasie podaż instrumentów finansowych jeszcze silniej wpływała na obniżki ich cen, powodując również spekulacje na rynkach walutowych. Jednocześnie rynek produktów sekurytyzowanych zaczął się kurczyć, a poważne ograniczenia dostępności kredytu spowodowały wzrost roli takich źródeł finansowania, jak dochody z papierów komercyjnych.

Duże i niekorzystne zmiany na światowym rynku pieniężnym i kapitałowym zwiększały ryzyko przeniesienia konsekwencji kryzysu finansowego na gospodarkę realną w postaci wzrostu bezrobocia, ograniczenia dostępności do kredytów, a zarazem do aktywności inwestycyjnej.

Globalny kryzys finansowy XXI wieku – mający negatywne skutki w obszarze funkcjonowania gospodarki realnej i rynków finansowych, w tym giełdowych – stworzył dodatkowe bariery w zarządzaniu portfelem inwestycyjnym [Nawrot, 2009]. Wśród tych barier można głównie wymienić: utratę zaufania do rynków i wzrost świadomości ryzyka portfela, wzrost ostrożności wobec innowacyjnych instrumentów i transferu ryzyka, w tym kredytowego, na rynek