

Damian Siwica

SKOK Ziemi Rybnickiej
e-mail: damian.siwica@gmail.com
tel. 501 042 402

Rola Credit Default Swaps w powstaniu, rozwoju i transmisji zjawisk kryzysowych zapoczątkowanych na rynku kredytów hipotecznych subprime Stanów Zjednoczonych

Streszczenie. Kryzys finansowy zapoczątkowany na rynku kredytów hipotecznych subprime w szybkim tempie ogarnął wiele segmentów międzynarodowego systemu finansowego. Zasadniczą rolę w transmisji ryzyka kredytowego odgrywały wówczas kredytowe instrumenty pochodne CDO, które poprzez sekurytyzację przenosiły ryzyko z portfeli banków na rynki kapitałowe, a stąd na wiele innych instytucji finansowych, które wykupując instrumenty CDS, dodatkowo zabezpieczały się przed ryzykiem. W artykule dokonano analizy rynku instrumentów CDS w powstaniu, rozwoju i transmisji zjawisk kryzysowych poprzez analizę koncentracji i specyfiki tych instrumentów oraz oceniono, czy instrumenty CDS pełniły funkcję stabilizacyjną, czy kryzysogenną.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, instrumenty pochodne, ryzyko kredytowe, ryzyko koncentracji, Credit Default Swap

Wstęp

Kryzys finansowy zapoczątkowany na rynku kredytów hipotecznych subprime w Stanach Zjednoczonych w szybkim tempie ogarnął międzynarodowy system finansowy. Do podstawowych kanałów jego transmisji należały kredytowe instrumenty pochodne CDO (*Collateralized Debt Obligations*), które przenosiły ryzyko kredytowe z banków na inwestorów, postrzegających te instrumenty jako atrakcyjną sposobność alokacji środków z względnie niskim, zdywersyfikowanym ryzykiem kredytowym, co powodowało wysoki popyt na nie. Natomiast podaż instrumentów CDO gwarantowały wymogi kapitałowe nałożone na banki,

które zbywając ryzyko poprzez sekurytyzację i emisję CDO, utrzymywały niższe rezerwy. Mechanizm ten był jednym z najważniejszych czynników, które doprowadziły do wzrostu ryzyka systemowego, a tym samym przyczyniły się do globalnego kryzysu finansowego.

Rola instrumentów CDO w kryzysie finansowym jest jasno określona, jednak kredytowe instrumenty pochodne typu Credit Default Swaps (CDS) są postrzegane dwojako. Z jednej strony zabezpieczały one przed ryzykiem defaultu¹ z tytułu CDO, powodując wzrost stabilności finansowej inwestora, z drugiej – przenosiły ryzyko tych instrumentów na inne podmioty, powodując wzrost ryzyka systemowego, a także wzrost popytu na instrumenty CDO jako atrakcyjne papiery wartościowe z względnie niskim ryzykiem. W pierwszym podejściu CDS nie stanowią czynnika kryzysogenego, w drugim – są kolejnym kanałem transmisji oraz czynnikiem nasilającym ekspansję kredytową banków.

Celem artykułu jest określenie roli instrumentów CDS w powstaniu, rozwoju i transmisji zjawisk kryzysowych zapoczątkowanych na rynku kredytów hipotecznym subprime poprzez analizę mechanizmu ich działania oraz analizę ryzyka koncentracji, które narastało przez lata. Aby ukazać uwarunkowania, które wpłynęły na materializację ryzyka i powstanie kryzysu, posłużono się danymi obejmującymi okres od 2004 do 2008 r.

1. Mechanizm funkcjonowania instrumentów Credit Default Swaps

W celu zbadania roli kontraktów Credit Default Swaps w powstaniu, rozwoju i transmisji zjawisk kryzysowych zapoczątkowanych na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych należy dokonać analizy mechanizmu ich działania. Poznając ich istotę, będzie można lepiej ukazać wynikające z nich następstwa. Instrumenty CDS są kontraktami należącymi do derywatów kredytowych, a więc do instrumentów transferu ryzyka kredytowego, które pozwalają instytucjom kredytowym na sterowanie ryzykiem poprzez transfer ryzyka kredytowego, a tym samym na przejmowanie i/lub przenoszenie ryzyka². Powyższa definicja określająca instrumenty transferu ryzyka kredytowego umożliwia wyodrębnienie różnych ich rodzajów, które ze względu na kryterium rynku zostały

¹ Default to zaprzestanie regularnej spłaty i/lub niedotrzymanie warunków kontraktu z tytułu pogarszającej się kondycji finansowej drugiej strony tego kontraktu. Por. K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 181; W. Żółtkowski, *Zarządzanie ryzykiem bankowym w praktyce*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 75.

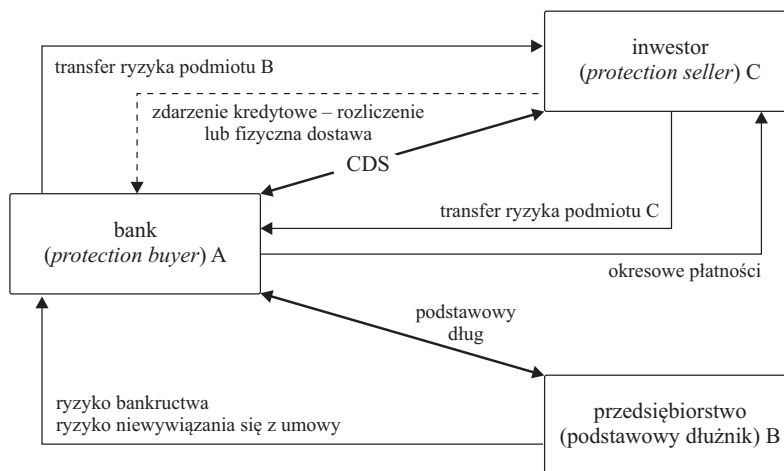
² A. Huterska, *Kredytowe instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem kredytowym*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 32.

Tabela 1. Rynek transferu ryzyka kredytowego

Instrumenty charakterystyczne dla sektora ubezpieczeniowego	Instrumenty charakterystyczne dla sektora bankowego lub występujące na rynkach kapitałowych		
	Surety bonds	Gwarancje finansowe	Ubezpieczenie kredytów
Produkty strukturyzowane			
Bezpośredni obrót kredytami, sprzedaż długu			
Cesja wierzytelności, partycypacja długu, konsorcja kredytowe	Gwarancje spłaty kredytu bankowego, gwarancje spełnienia świadczenia	Gwarancje finansowe	Ubezpieczenia ryzyka handlowego, ubezpieczenie eksportu
Banki komercyjne (wrotny obrót długami)	Banki, inne instytucje finansowe, firmy niefinansowe		
Różni inwestorzy	Nie występuje, z reguły nie ma transferu na strony trzecie		
Banki komercyjne	Wyspecjalizowane firmy i ubezpieczyciele o różnym zakresie działalności (<i>multilines</i>)	Monolines i multilines	Wyspecjalizowane firmy ubezpieczeniowe
Grupy instrumentów	Kredytowe instrumenty pochodne	Tradycyjne instrumenty transferu ryzyka kredytowego	Papiery oparte na aktywach
Typowe instrumenty	CDS, TROR, opcje na spread kredytowy, CLN, indeksy kredytowe	Gwarancja bankowa spłaty kredytu, poręczenia weksłowe i cywilne, przystąpienie do długu, weksel własny in blanco, cesja wierzytelności	Produkty syntetyczne Syntetyczne CDO
Typowi użytkownicy ochrony kredytowej	Banki komercyjne, firmy ubezpieczeniowe, inne instytucje finansowe		
Typowi użytkownicy ochrony kredytowej	Banki komercyjne, firmy ubezpieczeniowe, inne instytucje finansowe (fundusze hedgingowe)		
Typowi pośrednicy i dostawcy zabezpieczenia (rozwiązania ubezpieczeniowe)	Banki komercyjne i inwestycyjne		

Źródło: A. Huterska, *Kredytowe instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem kredytowym*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 34.

poddane klasyfikacji. W tabeli 1 wyróżniono instrumenty charakterystyczne dla sektora bankowego lub występujące na rynku kapitałowym oraz instrumenty charakterystyczne dla rynku ubezpieczeniowego. Zasadniczą różnicą między nimi jest ich zbywalność na rynku wtórnym, przy czym pierwszą grupę cechuje możliwość zakupu instrumentów w celu ich odsprzedaży na rynku kapitałowym, co pozwala na uwolnienie kapitału przez ich posiadacza. Do grupy tej należą zarówno instrumenty CDO, jak i CDS³.



Rysunek 1. Mechanizm instrumentu CDS

Źródło: *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, red. A. Matysek-Jędrzych, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 33.

Zważywszy na tę funkcję instrumentów transferu ryzyka, kontrakty CDS można zdefiniować jako umowy dwustronne, w których nabywca dokonuje okresowej płatności w ustalonej wysokości w zamian za wypłatę określonej kwoty w przypadku wystąpienia zdarzenia kredytowego (*credit event*) – kupujący (*protection buyer*), przyjmując zabezpieczenie kredytowe, przekazuje sprzedawcy (*protection seller*) ryzyko defaultu kredytu. Zdarzenie kredytowe jest dokładnie określone w umowie CDS. Omawiany mechanizm działania jest w istocie zbliżony do polisy ubezpieczeniowej, w której dwie strony zawierają umowę, gdzie jedna ze stron w sytuacji wystąpienia określonego zdarzenia dokonuje wypłaty środków drugiej stronie, która dokonała płatności w określonej wysokości⁴. Działanie mechanizmu kontraktu CDS zostało ukazane na rysunku 1, na którym

³ M.A. Olszak, *Międzynarodowy rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego*, „Bank i Kredyt”, marzec 2006, s. 30.

⁴ K. Dankowski, *Korzyści i zagrożenia związane z rozwojem rynku Credit Default Swap*, „Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej SGH” 2012, nr 33, s. 178-195.

zobrazowano sytuację, że przedsiębiorstwo zaciąga kredyt w banku, który ponosi ryzyko niespłacenia kredytu wraz z odsetkami.

W takim przypadku bank postanawia zabezpieczyć dany kredyt poprzez zawarcie kontraktu CDS z inwestorem, który na mocy zawartej umowy przyjmuje na siebie ryzyko w zamian za okresowe płatności. W czasie trwania umowy bank będzie traktował je jako koszt, który podlega uiszczeniu aż do wygaśnięcia umowy bądź zdarzenia kredytowego. Rysunek przedstawiający mechanizm działania CDS ukazuje również podstawowe elementy wymagane przez Międzynarodową Organizację Swapów i Derywatów (International Swaps and Derivatives Association – ISDA) przy zawieraniu tychże umów. Wskazuje się na:

- podstawowy dług, na który wystawiony jest instrument CDS – jest to dług powstały na skutek kredytu udzielonego przez bank przedsiębiorstwu,
- podstawowego dłużnika (*reference entity*) – jest nim podmiot zaciągający w banku kredyt,
- okres umowy – czas, na jaki zawierany jest kontrakt,
- spread kredytowy – premia będąca płatnością (kosztem) kupującego,
- zdarzenie kredytowe – określenie rodzaju i charakterystyki zdarzenia, którego wystąpienie powoduje wypłatę⁵.

Zdarzenie kredytowe powoduje transfer kapitału od sprzedającego do kupującego i zabezpieczenie w dwóch różnych formach: rozliczenia gotówkowego lub fizycznej dostawy. Rozliczenie gotówkowe polega na przekazaniu kwoty, która jest różnicą między nominalną wartością kontraktu a realną wartością długu. Innymi słowy, sprzedający zabezpieczenie jest zobowiązany do pokrycia kwoty obejmującej spadek wartości podstawowego długu. Istotne w tym rodzaju rozliczenia jest określenie realnej wartości długu w celu uiszczenia należycie wycenionej różnicy między wartością nominalną CDS a realną podstawowego długu⁶. Powstają w tym miejscu poważne problemy techniczne, które w okresie kryzysu finansowego utrudniały oszacowanie wysokości kwoty należnej poprzez oszacowanie wysokości stopy odzyskania wierzytelności (*recovery rate*). Druga forma rozliczenia kontraktu CDS w wyniku wystąpienia zdarzenia kredytowego, nazywana fizyczną dostawą, polega na wypłacie całej wartości nominalnej kupującemu przez sprzedającego, przy czym kupujący dostarcza sprzedającemu niewykupione przez podstawowego dłużnika obligacje (np. CDO) o niższej wartości (śmieciowej)⁷.

Ważne w rozliczeniu kontraktu CDS jest także ustalenie rodzaju zdarzenia kredytowego, gdyż jego wystąpienie warunkuje wypłatę kwoty kupującemu. Do najczęściej stosowanych zdarzeń kredytowych zalicza się:

⁵ *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, red. A. Matyszek-Jędrzych, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 30.

⁶ K. Dankowski, op. cit.

⁷ *Instytucje i rynki wobec kryzysu...*, s. 31.

- *bankruptcy* – bankructwo podstawowego dłużnika,
- *obligation acceleration* – stan natychmiastowej wymagalności,
- *obligation default* – zaniechanie obsługi długu poprzez niedotrzymanie warunków umowy,
- *failure to pay* – brak wpłaty,
- *repudium/moratorium* – repudiacja/moratorium,
- *restructuring* – restrukturyzację zobowiązania poprzez renegocjację lub redukcję warunków spłaty podstawowego długu,
- pogorszenie ratingu kredytowego – spadek ratingu poniżej określonego poziomu,
- szybszą spłatę podstawowego długu⁸.

Płatności okresowe (*spread*), jakie ponosi kupujący (*protection buyer*), są procentem od podstawowego długu i podaje się je w skali rocznej. *Spread* jest najważniejszym parametrem zarówno dla kupującego, jak i dla sprzedającego. Jego wysokość zależy od następujących czynników:

- prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzenia kredytowego – im wyższe prawdopodobieństwo, tym wyższa premia (*spread*),
- okresu umowy – im dłuższy okres umowy, tym większe prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia kredytowego, co przekłada się na wzrost premii,
- stopy odzyskania długu (*recovery rate*) – im niższa stopa odzyskania, tym większa strata na długu, stąd również wyższa premia,
- stopy wolnej od ryzyka – wzrost stopy wolnej od ryzyka, pełniącej rolę stopy dyskontowej, powoduje zmniejszenie zdyskontowanej wartości sumy płatności przekazywanej przez nabywcę kontraktu na rzecz sprzedającego; im wyższa stopa wolna od ryzyka, tym wyższa premia,
- prawdopodobieństwa nastąpienia niewypłacalności sprzedawcy kontraktu: im większa wiarygodność sprzedawcy (tj. lepsza sytuacja finansowa, wyższy rating), tym wyższa premia,
- łącznego prawdopodobieństwa wystąpienia niewypłacalności sprzedawcy oraz zdarzenia kredytowego określonego w kontrakcie⁹.

2. Rynek instrumentów CDS

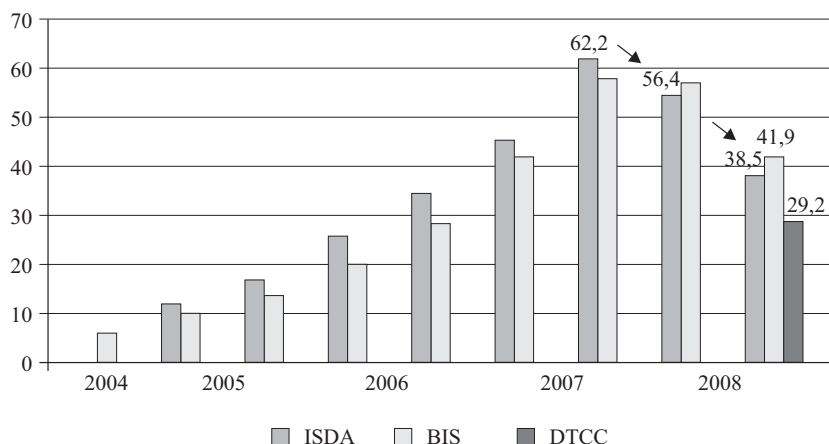
Rynek kredytowych instrumentów pochodnych w ostatnim dziesięcioleciu rozwijał się bardzo szybko, o czym świadczą dane prezentowane przez instytucje międzynarodowe zajmujące się monitorowaniem rynków pozagiełdowych, takie

⁸ Ibidem; E. M. Kaleta, *Wycena kontraktów Credit Default Swap i ich rola w kryzysie finansowym w latach 2007-2009*, Texter, Warszawa 2011, s. 19.

⁹ B. Prusak, *Swapy odmowy zapłaty*, Finansowy Kwartalnik Internetowy e-Finanse, 2009, nr 1, <http://www.e-finanse.com/artykuly/110.pdf> [18.11.2013].

jak: Bank for International Settlements (BIS), Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) oraz International Swaps and Derivatives Association (ISDA). Tendencja wzrostowa jest widoczna na wykresie 1 ukazującym sytuację na rynku CDS od 2004 do 2007 r., mierzoną wartością nominalną kontraktów CDS w podziale na dane oszacowane przez trzy instytucje monitorujące: ISDA, BIS i CTCC. Różnice pomiędzy danymi różnych instytucji wynikają z trudności pomiaru wielkości i skali zjawiska zawieranych kontraktów ze względu na specyfikę rynku pozagiełdowego, na którym strony zawierają kontrakt bezpośrednio między sobą. Wykres 1 uwiadamia także skalę problemu, jaki nastąpił w 2007 r., gdy tendencja wzrostowa uległa zmianie i w kolejnych latach doszło do spadków z wielkości 62,2 bln USD, które spowodowały, że rynek ten pod koniec 2008 r. wynosił jedynie ok. 35 bln USD¹⁰. Widać więc, w jakim tempie wzrastała popularność na kontrakty CDS oraz jaki w 2007 r. nastąpił zwrot w tendencji wzrostowej, którego przyczyny leżą w kryzysie rynku kredytów hipotecznych subprime w Stanach Zjednoczonych.

Wykres 1. Wartość nominalna kontraktów CDS w latach 2004-2008 (w bln USD)



Źródło: K. Dankowski, *Korzyści i zagrożenia związane z rozwojem rynku Credit Default Swap*, „Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej SGH” 2012, nr 33, s. 178-195.

Tendencje na rynku CDS świadczą o zwiększonej transmisji ryzyka kredytowego instytucji kredytowych na instytucje finansowe sprzedające zabezpieczenie, a więc przejmujące ryzyko defaultu podstawowego dłużnika. Banki zmuszone do aktywnego zarządzania ryzykiem kredytowym z powodu wymogów kapitałowych szukały dróg obejścia obowiązku utrzymywania rezerw, co doprowadziło do rozpowszechnienia praktyki sekurytyzacji aktywów oraz stosowania innych

¹⁰ K. Dankowski, op. cit.

Tabela 2. Udział derywatów kredytowych w rynku (w %)

Derywaty kredytowe	2000	2002	2004	2006
Single-name credit default swaps (swap odmowy zapłaty)	38	45	51	33
Basket products	6	6	4	2
Full index trades	–	–	9	30
Tranched index trades	–	–	2	8
Synthetic CDOs – Fully funded	–	–	6	4
Synthetic CDOs – Partially funded	–	–	10	13
Dredit linked notes (Funded CDS)	10	8	6	3
Credit spread option	5	5	2	1
Equity linked credit products	–	–	1	–
Swaption	–	–	1	1
Inne	41	26	8	6

Źródło: British Bankers Association, 2006, za: B. Prusak, *Swapy odmowy zapłaty*, Finansowy Kwartalnik Internetowy e-Finanse, 2009, nr 1, <http://www.e-finanse.com/artykuly/110.pdf> [18.11.2013].

metod transmisji ryzyka kredytowego, także poprzez CDS¹¹. Tabela 2 przedstawia procentowy udział CDS w rynku derywatów kredytowych, gdzie najczęściej stosowany instrument na tym rynku to Credit Default Swap.

Należy jednak zaznaczyć, że rynek CDS cechował się również przeznaczeniem spekulacyjnym, tzn. inwestorzy wykorzystywali konstrukcję CDS do celów spekulacyjnych, nie posiadając instrumentu podstawowego. Taka forma zastosowania CDS zyskiwała w ostatnich latach na znaczeniu i w końcowej fazie wzrostowej rynku stanowiła ponad połowę wystawionych instrumentów. Dochodziło do zawierania kontraktów przez podmioty, które nie posiadały zobowiązania, lecz kupowały za określone płatności (spread) zabezpieczenie, spodziewając się wystąpienia zdarzenia kredytowego, wskutek czego podmiot oczekiwał zysków. Podmiot kupujący jest inwestorem negatywnie oceniającym sytuację finansową określonych podmiotów zaciągających dług (zaprzestanie obsługi długu, spadek ratingu itp.). Również podmiot sprzedający ocenia sytuację finansową podstawowego dłużnika, licząc na niewystąpienie zdarzenia kredytowego i zarobek bez angażowania środków¹². W ten sposób na rynku zaczęły dominować transakcje spekulacyjne, których podstawowe przeznaczenie zabezpieczenia i transmisji ryzyka kredytowego zostało wypaczone, a funkcja instrumentów CDS jako poprawiających sytuację finansową kredytodawcy straciła swój pierwotny charakter. Poważnym zagrożeniem w kombinacji z omawianym spekulacyjnym zabezpieczeniem była struktura rynku CDS. Przedstawiona w tabeli 3 struktura ukazu-

¹¹ W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 79.

¹² *Instytucje i rynki wobec kryzysu...*, s. 35.

Tabela 3. Udział nabywców CDS według rodzaju instytucji (w %)

Nabywcy	2000	2002	2004	2006
Banki	81	73	67	59
Instytucje ubezpieczeniowe	7	6	7	6
Fundusze hedgingowe	3	12	16	28
Fundusze emerytalne	1	2	3	2
Fundusze powiernicze	1	2	3	2
Przedsiębiorstwa	6	4	3	2
Inne	1	2	1	1

Źródło: British Bankers Association, 2006, za: B. Prusak, op. cit.

je duże ryzyko koncentracji rynku, który opierał się w 59% na udziale banków w 2006 r.

Struktura rynku CDS podmiotów kupujących uwypatnia zaangażowanie instytucji finansowych jako podmiotów zabezpieczających, a tym samym przyjmujących ryzyko, koncentrowanie się na segmencie bankowym i coraz większym udziale funduszy hedgingowych. W celu dogłębnego zbadania rynku i analizy problemu coraz większej koncentracji ryzyka na strukturę nabywców CDS należy nałożyć analizę struktury ich sprzedawców. Dokładne wartości udziałów poszczególnych rodzajów instytucji finansowych przedstawia tabela 4. Głównymi podmiotami sprzedającymi są, tak jak w przypadku nabywców, banki, których udział jednak coraz bardziej malał – z 63% w 2000 r. do 44% w 2006 r. Spadek udziału banków następował kosztem wzrostu udziału funduszy hedgingowych, które w 2006 r. osiągnęły poziom 32%. Warto również podkreślić znaczenie instytucji ubezpieczeniowych, których udział w sprzedaży instrumentów CDS stale malał – z 33% w 2002 r. do 17% w 2006 r.

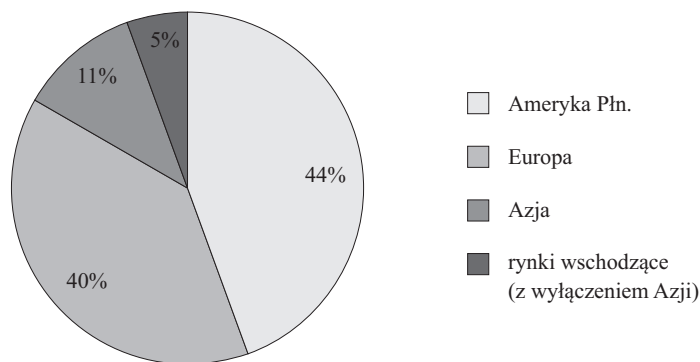
Tabela 4. Udział sprzedawców CDS według rodzaju instytucji (w %)

Sprzedawcy	2000	2002	2004	2006
Banki	63	55	54	44
Instytucje ubezpieczeniowe	23	33	20	17
Fundusze hedgingowe	5	5	15	32
Fundusze emerytalne	3	2	4	4
Fundusze powiernicze	2	3	4	3
Przedsiębiorstwa	3	2	2	1
Inne	1	–	1	1

Źródło: British Bankers Association, 2006, za: B. Prusak, op. cit.

Uzupełnieniem powyższych danych jest analiza struktury rynku według kryterium geograficznego. Na wykresie 2 zobrazowano podział rynku pochodnych instrumentów kredytowych ze względu na region pochodzenia długu bazowego.

Wykres 2. Podział rynku pochodnych instrumentów kredytowych ze względu na region pochodzenia długu bazowego



Źródło: M. Pawliszyn, *Rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych*, „Bank i Kredyt”, listopad-grudzień 2004, s. 15.

Struktura ta wskazuje, że już w 2003 r. Ameryka Północna i Europa miały odpowiednio 44% i 40% udziału w rynku pochodnych instrumentów kredytowych, co powoduje podwyższenie ryzyka w wyniku koncentracji i może zagrażać stabilności rynku z powodu szoków sektorów gospodarczych danego regionu. Ostatecznie ryzyko to zmaterializowało się w wyniku kryzysu na rynku hipotecznym w segmencie subprime.

Wszystkie te zagrożenia pojawiające się na różnych płaszczyznach ryzyka koncentracji osiągają szczyt w postaci koncentracji przedstawionej w tabeli 5. Dane w niej zawarte obrazują, w jakim stopniu wąska grupa podmiotów wpływa na rynek CDS poprzez udział w rynku mierzony wartością nominalną zawartych kontraktów.

Tabela 5. Koncentracja rynku CDS

Segment rynku	Ogółem	G14* (wielka czternastka)		Big 5 (wielka piątka)	
	wartość nominalna	wartość nominalna	%	wartość nominalna	%
Derywaty na stopę procentową	434,1	354,6	81,7	158,1	36,4
Derywaty kredytowe	26,3	23,7	90,4	12,0	45,7
Derywaty akcyjne	6,4	5,5	86,2	2,2	33,9
Razem	466,8	383,8	82,2	172,3	36,9

* Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, RBS, SocGen, UBS, Wells Fargo.

Źródło: ISDA, za: F. Cerverny, *Lehren aus der Finanzkrise*, ABS & Structured Credit Research DZ BANK AG, Berlin 2.05.2011, s. 11, <http://www.dgb.de/themen/++co++10ac5e02-610b-11e0-7d4f-00188b4dc422> [17.11.2013].

Pięć największych instytucji finansowych ma 45,7% udziału w rynku na derivatach kredytowych, a czternaście największych instytucji – 90,4%. Tak duża koncentracja spowodowała w tych instytucjach kumulację ryzyka, wzrost współzależności między instytucjami oraz zdecydowała o ich znaczeniu jako istotnych systemowo instytucjach finansowych (SIFI). W czasie kryzysu finansowego powiązania tych ważnych systemowo podmiotów przez instrumenty pochodne CDS w przypadku problemów płynnościowych jednego z nich prowadziły do poważnych zaburzeń w całym systemie finansowym.

Taka sytuacja powstała w wyniku upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers, po czym jedna z największych amerykańskich instytucji finansowych – American International Group (AIG) – znalazła się w bardzo trudnym położeniu. W 2006 r. została oceniona przez agencję Fitch jako dwudziesty co do wielkości uczestnik rynku CDS, a jej nominalna ekspozycja została oszacowana na 493 mld USD i stanowiła jedynie 10% wartości lidera tej kategorii. Cechą charakterystyczną AIG było jednak to, że oszacowana ekspozycja miała charakter jednostronny – jako sprzedawca, a ekspozycje tej instytucji wynosiły 372 mld USD. W momencie upadku banku Lehman Brothers z powodu zabezpieczeń na długach banku i podmiotów z nim powiązanych doszło do masowych zdarzeń kredytowych, skutkujących wymagalnością wypłaty należnych kwot z tytułu CDS. Najważniejszymi partnerami AIG były: Société Générale, Goldman Sachs, UBS, Deutsche Bank, Merrill Lynch i wiele innych mniejszych instytucji, dlatego władze Stanów Zjednoczonych podjęły decyzję o uratowaniu tej instytucji przed upadkiem poprzez nacjonalizację, a tym samym ochronę systemu finansowego. Kolejną przyczyną problemów AIG i innych podmiotów była zła polityka zarządzania ryzykiem, która z racji nadmiernego optymizmu nie dokonała odpowiednich zabezpieczeń finansowych.

Podsumowanie

Przedstawione uwarunkowania, które miały wpływ na rynek kontraktów CDS, przyczyniły się do koncentracji ryzyka w obrębie relatywnie małej grupy instytucji finansowych, która w czasie kryzysu była czynnikiem nasilającym zjawiska kryzysowe, a kontrakty CDS – ich kanałem transmisji. Błędy w zarządzaniu ryzykiem systemowym polegały na braku dywersyfikacji, a tym samym braku rozproszenia ryzyka, które spowodowałyby efektywną minimalizację strat w sytuacji jego materializacji. Jednak analiza mechanizmu kontraktów CDS wskazuje na ich stabilizacyjną rolę w systemie finansowym, przy czym powinny one być wykorzystywane jedynie w celu zabezpieczenia długu – zgodnie ze swym przeznaczeniem, a nie jako forma spekulacji, stanowiąca czynnik destabilizujący. Rola instrumentów CDS jest w systemie finansowym pożyteczna – transferuje

ryzyko na kolejne podmioty, co skutkuje jego rozproszeniem. Dlatego poprzez regulacje prawne należy zadbać o to, by w przyszłości nie dochodziło już do tak ekstremalnych koncentracji ryzyka rynku.

W momencie pojawienia się czynników materializujących ryzyko systemowe w 2008 r. stosowanie instrumentów CDS spowodowało negatywne skutki w procesach ekonomicznych, które są dostrzegalne na kilku płaszczyznach. Poprzez funkcję spekulacyjną wywierały one presję na spadki ceny instrumentów bazowych, które w efekcie nie odzwierciedlały realnych procesów ekonomicznych, a poprzez ich szerokie stosowanie przez różne grupy instytucji finansowych – banki, banki inwestycyjne, fundusze inwestycyjne, fundusze hedgingowe, zakłady ubezpieczeń – transferowały zjawiska kryzysowe na nie i kolejne rynki, czyniąc w ich portfelach ogromne straty. Podmioty zabezpieczające się przed ryzykiem kredytowym dłużnika, licząc na pokrycie strat w wyniku jego materializacji, zgłaszały większy popyt na instrumenty CDO, które okazały się głównym nośnikiem ryzyka kredytowego, a tym samym czynnikiem kryzysogennym. Instytucje zabezpieczające się i dokonujące alokacji środków w instrumenty CDS w obliczu wypaczonej funkcji zabezpieczającej źle oszacowały ryzyko, które jeszcze bardziej spustoszyło rynki finansowe.

Literatura

- Cerverny F., *Lehren aus der Finanzkrise*, ABS & Structured Credit Research DZ BANK AG, Berlin, 2.05.2011 r., <http://www.dgb.de/themen/++co++10ac5e02-610b-11e0-7d4f-00188b4dc422> [17.11.2013].
- Dankowski K., *Korzyści i zagrożenia związane z rozwojem rynku Credit Default Swap*, „Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej SGH” 2012, nr 33.
- Huterska A., *Kredytowe instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem kredytowym*, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, red. A. Matysek-Jędrych, CeDeWu, Warszawa 2011.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Kaleta E. M., *Wycena kontraktów Credit Default Swap i ich rola w kryzysie finansowym w latach 2007-2009*, Texter, Warszawa 2011.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Olszak M. A., *Międzynarodowy rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego*, „Bank i Kredyt”, marzec 2006.
- Pawliszyn M., *Rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych*, „Bank i Kredyt”, listopad-grudzień 2004.
- Prusak B., *Swapy odmowy zapłaty*, Finansowy Kwartalnik Internetowy e-Finanse, 2009, nr 1, <http://www.e-finanse.com/artykuly/110.pdf> [18.11.2013].
- Żółtkowski W., *Zarządzanie ryzykiem bankowym w praktyce*, CeDeWu, Warszawa 2007.

The Role of Credit Default Swaps in the Emergence, Expansion and Transmission of Crisis Symptoms in the United States' Subprime Mortgage Market

Abstract. *The financial crisis, which originated in the subprime mortgage market, spread rapidly through a number of transmission channels to engulf many segments of the international financial system. Debt market derivative instruments known as CDOs played a fundamental role in the transmission of credit risk from bank portfolios to the capital markets, and on to other financial institutions that would purchase Credit Default Swaps (CDS) to hedge against the risk. The article investigates the CDS market's role in the origin, expansion and transmission of the global financial crisis by looking at the concentration risk of the market, and at specific features of these instruments. The paper further examines whether CDSs ultimately had a stabilizing or an exacerbating effect.*

Keywords: *financial crisis, derivative instruments, credit risk, concentration risk, Credit Default Swap*