

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 użyczenia 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

papierów wartościowych. **Kryzys finansowy w aspekcie portfela inwestycyjnego** ma konsekwencje o charakterze pośrednim lub bezpośrednim. **Można je rozważać w obszarze rynku kapitałowego i pieniężnego oraz w obszarze gospodarki realnej w skali makro- i mikrogospodarczej.**

Konsekwencje kryzysu finansowego w obszarze rynku kapitałowego i pieniężnego wymieniono poniżej.

- ▶ Zakłócenia funkcjonowania instytucji finansowych, głównie giełdy papierów wartościowych oraz banków i różnych funduszy (inwestycyjnych, ubezpieczeniowych, emerytalnych). Przełożyły się one na dotkliwy spadek kapitalizacji giełdy oraz na spadek wartości aktywów portfeli tych instytucji.

- ▶ Weryfikacja stopnia zainteresowania ofertami instrumentów finansowych na rynkach, szczególnie instrumentów innowacyjnych, z uwagi na duże ryzyko (np. zastój w innowacyjnych produktach finansowych zabezpieczonych na portfelach kredytów hipotecznych w drodze sekurytyzacji).

- ▶ Obniżenie zaufania inwestorów indywidualnych wobec rynków finansowych na niekorzyść relacji inwestorskich oraz weryfikacja zaufania wobec instytucji zarządzających portfelami inwestycyjnymi w imieniu klientów. Trudno jest odzyskać zaufanie inwestorów, zwłaszcza do giełdy papierów wartościowych i do instytucji oferujących produkty zbiorowego inwestowania (fundusze).

- ▶ Pogorszenie jakości portfeli inwestycyjnych instytucji zarządzających nimi w imieniu własnym w celu kreowania własnych zysków (np. portfel banków, zakładów ubezpieczeń).

- ▶ Zmiana preferencji inwestorów w zakresie budowy i zarządzania portfelami z uwzględnieniem aktywów finansowych i niefinansowych. Większa świadomość potrzeby zróżnicowania tych aktywów, szczególnie tych mało ze sobą skorelowanych (portfel eklektyczny).

- ▶ Docenienie roli i skutków finansów behawioralnych (zachowania inwestorów w aspekcie psychologiczno-socjologicznym) w warunkach kryzysu i w kontekście klasycznej teorii portfela papierów wartościowych.

Konsekwencje kryzysu finansowego w obszarze gospodarki realnej wymieniono poniżej.

- ▶ W skali makrogospodarczej, z jednej strony to obniżenie wskaźników makrogospodarczych (np. PKB, wyhamowanie inwestycji, wzrost długu publicznego), a z drugiej strony trudności na rynku pracy, obniżanie skłonności do konsumpcji i gotowości inwestowania oraz kredytowania wskutek strat na rynku finansowym.

► W skali mikro gospodarczej to pogorszenie warunków dla rozwoju firm, głównie jako potencjalnych spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych, a także problemy z wyceną spółek giełdowych wskutek dramatycznych spadków kursów ich akcji.

Powyższą identyfikację konsekwencji kryzysu finansowego należałoby uzupełnić krótkim komentarzem.

Na giełdzie papierów wartościowych turbulencje w przepływie i wycenie kapitału mają wielokierunkowe skutki. W przypadku spółek giełdowych ich akcje tracą na atrakcyjności wśród dotychczasowych i potencjalnych inwestorów. W czasie paniki dzieje się tak wbrew racjonalnym przesłankom wynikającym z solidności fundamentów ekonomicznych spółek oraz możliwości ich rozwoju i dobrej pozycji na rynku. W przypadku instytucji czynnie inwestujących na rynku giełdowym, będących inwestorami instytucjonalnymi (banków, funduszy), poważne zakłócenia w wycenie akcji spółek giełdowych przekładają się na raptowne, wręcz dramatyczne obniżki stóp zwrotu z portfeli inwestycyjnych, którymi one zarządzają. Ponadto zakłócenia te skutkują spadkiem wartości aktywów portfela inwestorów indywidualnych, a także wpływają na rentowność i wiarygodność instytucji pośredniczących w zarządzaniu portfelem (doradztwo finansowe). W efekcie powstają straty w wartości aktywów portfeli sektora bankowego i ubezpieczeniowego oraz funduszy inwestycyjnych i emerytalnych.

Rynek papierów wartościowych jest jednocześnie mocno uzależniony od instytucji finansowych, w tym banków. Pełnią one bowiem również rolę emitentów akcji, a ich osłabione fundamenty ekonomiczne w czasie kryzysu finansowego mają niekorzystny wpływ na wycenę rynkową ich akcji. Z drugiej strony, kapitalizacja tych instytucji (wartość rynkowa akcji) w relatywnie dużym stopniu partycypuje w kapitalizacji wszystkich spółek notowanych na giełdzie. Wobec tego straty instytucji finansowych – wskutek spadku kursów ich akcji – osłabiają cały rynek, czyli przyspieszają tendencje spadków cen walorów na giełdzie. W tym kontekście pojawia się potrzeba weryfikacji definicji wartości rynkowej spółki w warunkach kryzysu, kiedy kursy akcji raptownie i dramatycznie spadają w sposób nieuzasadniony pod wpływem paniki. Prowadzi to do dotkliwego niedowartościowania akcji, a w konsekwencji do potrzeby **nowego paradygmatu wartości dla teorii portfela inwestycyjnego**.

Istnieją również poważne zależności między rynkiem papierów wartościowych a rynkiem nieruchomości, co skutkowało kryzysem na tych rynkach. Powstający bowiem „bąbel” na rynku nieruchomości pojawił się wraz z „bąblem”

na rynku papierów wartościowych i był związany z akcjami i obligacjami korporacyjnymi, a także z papierami wartościowymi wystawionymi na bazie kredytów hipotecznych i rynku instrumentów pochodnych.

W ostatniej dekadzie nastąpił znaczny wzrost liczby inwestorów (oraz wartości realizowanych przez nich transakcji), którzy na rynku papierów wartościowych lokują fundusze zdobyte dzięki otrzymanym kredytom. Takie transakcje są uzasadnione ekonomicznie, gdy stopa zwrotu z inwestycji w papiery wartościowe jest wyższa od kosztu pozyskania tych funduszy (tzn. odsetek od kredytu i ewentualnych prowizji). Natomiast powodują bolesne straty u zadłużonych inwestorów w sytuacji utrzymujących się spadków cen związanych z kryzysem na rynku. Jednocześnie obniżanie wartości portfela inwestycyjnego do poziomu niższego od wartości uzyskanego kredytu bankowego niekiedy ma skutek dramatyczny. Wymaga bowiem sprzedaży instrumentów finansowych będących składnikami ich portfela nawet po cenach niższych niż ceny ich zakupu, co powoduje ogromne straty finansowe. Analogiczna sytuacja w czasie kryzysu wystąpiła w przypadku funduszy inwestycyjnych (i hedgingowych), kiedy inwestorzy indywidualni masowo wycofywali swoje oszczędności, sprzedając jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych i ponosząc straty. W rezultacie miało to wpływ na dalsze obniżenie wartości aktywów funduszy i jednostek uczestnictwa.

Ważne są zatem zależności między rynkiem papierów wartościowych a bankami, ponieważ zależności te przekładają się na **rezultat kredytowy**. W czasie kryzysu na rynku papierów wartościowych spółki mają ograniczone możliwości, jeśli chodzi o uzyskanie kredytu w banku na realizację inwestycji. Bessa na tym rynku niekorzystnie wpływa na wycenę kursu akcji spółki, które stają się niedowartościowane. To obniża wartość rynkową spółek, a zarazem zmniejsza ich zdolność kredytową i wpływa na wzrost kosztu ewentualnego kredytu. W skali makroekonomicznej skutkuje to spadkiem nakładów inwestycyjnych.

Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa także mocno generują straty wynikające z kryzysu finansowego. W warunkach bessy, czyli obniżania wartości aktywów finansowych (portfela inwestycyjnego) gospodarstw domowych, aktywność konsumencka obniża się. W czasie hossy zaś, na rynku papierów wartościowych występuje sytuacja odwrotna (ożywienie aktywności konsumpcyjnej). Powstaje zatem **rezultat konsumpcyjny**. Ponadto gospodarstwa domowe, dzięki wykorzystaniu kredytów bankowych, powiększają konsumpcję i inwestycje, a wynikające z tego trudności instytucji finansowych w czasie

kryzysu osłabiają dalsze możliwości wzrostu gospodarczego. Stąd w krajach o rozwiniętych gospodarkach i rynku kapitałowym giełda jest postrzegana jako barometr gospodarki, ponieważ dyskontuje ona przyszłe wydarzenia gospodarczo-polityczne przez odpowiednie korekty kursów akcji.

Kryzys na rynku papierów wartościowych przekłada się również na **rezultat inwestycyjny**. Bessa na tym rynku powoduje pesymizm (panikę) wśród inwestorów i brak zainteresowania kupnem akcji na rynkach pierwotnym i wtórnym. W tej sytuacji spółki wstrzymują sprzedaż emisji papierów wartościowych i odkładają w czasie pozyskanie kapitału z giełdy, jednocześnie wstrzymują realizację planowanych inwestycji.

Reasumując, w warunkach kryzysu powstają dylematy związane z płynnością na rynku finansowym. Dylematy te wynikają z turbulencji na rynku i dotyczą różnych jego uczestników. Z jednej strony, wskutek narastającej niechęci do ryzyka instytucje wstrzymują się z ofertami produktów i usług finansowych. Z drugiej strony zaś, zniechęceni kryzysem inwestorzy rezygnują z tych ofert i weryfikują swoje dotychczasowe portfele inwestycyjne, przyjmując pasywną strategię. Ponadto uczestnicy tego rynku mają kłopoty z płatnościami swoich zobowiązań (kredytów), co skutkuje bankructwem. Mówimy wówczas o **rezultacie płynności** na rynku.

1.1.3. Zróżnicowanie rynków inwestycyjnych jako baza budowy portfela

Stan i perspektywy rozwoju rynków inwestycyjnych są wynikiem rozwoju rynków finansowych i niefinansowych aktywów, które stanowią bazę portfeli inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych.

Na **rynkach finansowych** pozyskuje się kapitał, handluje instrumentami finansowymi i ustala ich ceny. Na tych rynkach przedsiębiorstwa, różne instytucje i osoby prywatne chcące pożyczyć pieniądze są kojarzone z podmiotami (fizycznymi i prawnymi) posiadającymi wolne środki pieniężne, chcącymi je zainwestować w celu pomnożenia swego kapitału. Właśnie takie zdarzenia determinują jakość rynku inwestycyjnego, na którym inwestorzy szukają atrakcyjnych ofert kupna–sprzedaży różnych aktywów.

W rozwiniętych gospodarkach istnieje wiele rynków finansowych, a na każdym z nich jest wiele różnych rodzajów instrumentów finansowych o różnorodnych aktywach i terminach zapadalności. W związku z tym, że rynki finansowe

funkcjonują w poszczególnych krajach i obsługują różnych klientów (inwestorów) oraz są na nich przeprowadzane zróżnicowane transakcje, w literaturze proponuje się kilka klasyfikacji w zależności od przyjętych kryteriów [Brigham, Houston, 2005].

▶ **Rynki aktywów rzeczowych i rynki aktywów finansowych.**

Rynki aktywów rzeczowych, tzw. aktywów materialnych, dotyczą np. złota, kamieni szlachetnych, nieruchomości, maszyn i urządzeń, pszenicy, ropy. Natomiast rynki aktywów finansowych zajmują się papierami wartościowymi, długami hipotecznymi i innymi roszczeniami dotyczącymi aktywów rzeczowych oraz instrumentami pochodnymi, których wartości bazują na zmianach cen innych aktywów.

▶ **Rynki kasowe i rynki transakcji terminowych.**

Rynki kasowe to rynki transakcji natychmiastowych, na których transakcje kupna-sprzedaży aktywów są dokonywane natychmiast (w okresie kilku dni). Z kolei na rynkach transakcji terminowych ich uczestnicy umawiają się w konkretnym dniu, że kupią lub sprzedadzą określony element majątku w ustalonym momencie w przyszłości. Na przykład, producent zawiera kontrakt, w którym zgadza się na sprzedaż X ropy za cenę Y , dokładnie za 4 miesiące, lub inwestor zgadza się na sprzedaż akcji X za cenę Y dokładnie za 2 miesiące.

▶ **Rynki pieniężne i rynki kapitałowe.**

Rynek kapitałowy i rynek pieniężny tworzą **rynek finansowy**, na którym przedmiotem transakcji są różne kapitały pożyczkowe i lokacyjne. Podstawą podziału rynku finansowego na te dwa segmenty są kryteria: rodzaju instrumentów finansowych, terminu ważności transakcji finansowych oraz celu wykorzystania pozyskanego kapitału. Dlatego tak ważne są okresy dysponowania pożyczonym kapitałem przez podmioty finansujące swoją działalność i cele, na które są przeznaczone te kapitały.

Rynki pieniężne to rynki papierów dłużnych krótkoterminowych charakteryzujące się wysoką płynnością (wśród nich najbardziej rozwinięte rynki to: nowojorski, londyński i tokijski). Rynki kapitałowe to rynki długów średnioterminowych i długoterminowych oraz emitowanych akcji (na giełdzie w Nowym Jorku handluje się akcjami emitowanymi przez największe korporacje).

▶ **Rynki pierwotne i wtórne.**

Na rynkach pierwotnych firmy pozyskują nowy kapitał. Na rynkach wtórnych inwestorzy obracają papierami wartościowymi i innymi aktywami, które są już w obrocie. Właśnie giełda nowojorska to rynek wtórny, gdyż nie zajmuje się ona nowymi emisjami akcji i obligacji, lecz tylko tymi, które są już w obro-