



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

12 | 2006

ARTYKUŁY

**Z BIULETYNU MIESIĘCZNEGO
STYCZEŃ**

BCE ECB EZB EKT EKP

**PRZEWIDYWALNOŚĆ
POLITYKI PIENIĘŻNEJ EBC**

**FUNDUSZE HEDGINGOWE:
ROZWÓJ
I IMPLIKACJE PRAWNE**

PRZEWIDYWALNOŚĆ POLITYKI PIENIĘŻNEJ EBC

Według zasad najlepszej praktyki we współczesnej bankowości centralnej wysoką przewidywalność polityki pieniężnej uważa się za cechę pożądaną. Należy jednak wyraźnie rozróżnić przewidywalność w perspektywie krótko- i długookresowej. Podczas gdy przewidywalność krótkoterminową można zdefiniować wąsko jako zdolność trafnego przewidywania przez opinię publiczną decyzji w sprawie polityki pieniężnej w krótkim okresie, szersza i bardziej pojemna znaczeniowo koncepcja przewidywalności długoterminowej obejmowałaby również zdolność rozumienia całościowych ram polityki pieniężnej banku centralnego – jej celów i systemowych reakcji na różne okoliczności i zdarzenia warunkowe. W tym szerszym znaczeniu przewidywalność długoterminowa ściśle wiąże się z kwestią wiarygodności banku centralnego. Niniejszy artykuł analizuje główne problemy koncepcyjne przewidywalności – zarówno w jej wymiarze krótko-, jak i długoterminowym – oraz omawia osiągnięcia EBC w kształtowaniu wysokiego stopnia ogólnej przewidywalności jego polityki pieniężnej dzięki przejrzystości przyjętej strategii polityki pieniężnej oraz ciągłej komunikacji z opinią publiczną. Artykuł przedstawia również wyniki studiów empirycznych wskazujące, że rynki finansowe są w stanie przewidzieć decyzje EBC w sprawie polityki pieniężnej z podobną precyzją, z jaką przewidują decyzję innych dużych banków centralnych. EBC podejmuje stałe wysiłki na rzecz upowszechnienia autentycznego rozumienia zasad jego polityki pieniężnej przez opinię publiczną i rynki finansowe, tym samym przyczyniając się do dalszego podniesienia poziomu przewidywalności swoich decyzji.

I. WPROWADZENIE

W zasadach najlepszej praktyki współczesnej bankowości centralnej – które znajdują swe odbicie w ogólnych ramach koncepcyjnych polityki pieniężnej EBC – podkreśla się, że wysoki stopień przewidywalności decyzji banku centralnego jest cechą pożądaną. Należy przy tym wyraźnie rozróżnić pojęcia przewidywalności w krótkim i dłuższym okresie. Z przewidywalnością krótkoterminową mamy do czynienia, gdy opinia publiczna jest w stanie trafnie przewidzieć najbliższą decyzję banku centralnego w sprawie polityki pieniężnej¹. Bardziej fundamentalny wymiar ma przewidywalność długoterminowa, która oznacza, że opinia publiczna dogłębnie rozumie zasady polityki pieniężnej banku centralnego oraz jego zachowanie na przestrzeni czasu. Wysoka przewidywalność decyzji w sprawie stóp procentowych wynika wówczas z prowadzenia polityki pieniężnej w sposób wiarygodny i przejrzysty oraz właściwego objaśniania jej opinii publicznej. Jakkolwiek zatem szeroko rozumiana przewidywalność banku centralnego nie jest celem samym w sobie, zwiększa

skuteczność polityki pieniężnej i stanowi element odpowiedzialności banku centralnego przed społeczeństwem.

Niniejszy artykuł analizuje podstawowe zagadnienia koncepcyjne i empiryczne dotyczące przewidywalności oraz pokazuje, w jaki sposób zasady polityki pieniężnej EBC przyczyniają się do zwiększenia przewidywalności wspólnej polityki pieniężnej, zarówno w krótkim, jak i w dłuższym okresie. Część 2 omawia przewidywalność i jej rolę w praktyce stanowienia polityki pieniężnej. Część 3 przedstawia stosowane przez EBC sposoby zwiększenia przewidywalności prowadzonej polityki pieniężnej, natomiast część 4 udostępnia wyniki studiów empirycznych koncentrujących się na krótkoterminowej przewidywalności EBC w porównaniu z innymi dużymi bankami centralnymi. Część 5 zawiera uwagi końcowe.

2. PRZEWIDYWALNOŚĆ A PROWADZENIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Przewidywalność polityki pieniężnej – w jej węższym rozumieniu – definiuje się często jako zdolność trafnego przewidzenia przez rynki finansowe i opinię publiczną następczej decyzji banku centralnego w sprawie polityki pienięż-

¹ Zob. artykuł *Transparency in the monetary policy of the ECB* w Biuletynie Miesięcznym z listopada 2002 r.

Wykres 1 Przewidywalność polityki pieniężnej



nej. Jednak przewidywalność banku centralnego nie powinna się ograniczać do tak zawężonego w czasie pojęcia, które nie uwzględnia kwestii adekwatności decyzji w sprawie polityki pieniężnej z punktu widzenia celu utrzymania stabilności cen. Bardziej wartościowa poznawczo definicja dotyczy więc przewidywalności w dłuższym okresie i koncentruje się na przestrzeganiu przez bank centralny jego instytucjonalnych celów oraz na konsekwentnym i przejrzystym korzystaniu z instrumentów dostępnych dla realizacji tych celów. Bank centralny jest przewidywalny – w perspektywie długoterminowej – jeśli cele te są przejrzyste i wiarygodne oraz konsekwentnie realizowane poprzez decyzje w sprawie polityki pieniężnej. Sytuacja taka powoduje, że zachowania banku centralnego, a w szczególności jego systemowe reakcje na rozmaite okoliczności i zdarzenia warunkowe, stają się zrozumiałe dla opinii publicznej (zob. wykres 1).

Przewidywalności krótkoterminowej nie należy traktować jako mechanicznego wskaźnika przejrzystości polityki pieniężnej. Wysoka przewidywalność w krótkim okresie powinna być postrzegana raczej jako naturalny skutek konsekwentnej realizacji przez bank centralny przyjętej strategii polityki pieniężnej połączonej z działaniami informacyjnymi, objaśniającymi jego cele i analizy ekonomiczne. Przewidywalność decyzji o stopach procentowych w krótkim okresie jest wówczas widomy

świadczeniem rozumienia zasad polityki pieniężnej przez opinię publiczną.

Przewidywalność długookresowa podnosi skuteczność polityki pieniężnej głównie poprzez swój wpływ na kształtowanie się oczekiwań co do przyszłej ścieżki gospodarki. Kształtowanie oczekiwań jest kluczowym składnikiem procesu transmisji polityki pieniężnej. W gospodarce rynkowej bank centralny może bezpośrednio wpływać jedynie na krótkoterminowe stopy procentowe. Decyzje konsumpcyjne i inwestycyjne – a zatem również przebieg procesów cenowych w perspektywie średnioterminowej – kształtują się natomiast w dużym stopniu pod wpływem długoterminowych stóp procentowych, które z kolei uzależnione są od indywidualnych oczekiwań co do inflacji i przyszłych decyzji banku centralnego. W efekcie istotną sprawą jest umiejętność trafnego przewidywania ogólnego kierunku polityki pieniężnej w średnim okresie przez sektor prywatny.

Przewidywalność zmniejsza niepewność co do wysokości stóp procentowych, ułatwiając tym samym określanie cen aktywów i obniżając premie za ryzyko, co z kolei przyczynia się do poprawy rynkowej alokacji zasobów. Ułatwia to przedsiębiorstwom lepsze zarządzanie bilansami, ogranicza ich wrażliwość na wstrząsy gospodarcze i obniża koszty zarządzania ryzykiem, tworząc w ten sposób właściwe warunki dla decyzji inwestycyjnych.

Ponadto zrozumienie strategii polityki pieniężnej przez opinię publiczną pomaga ukierunkować zachowania płacowe i cenotwórcze w sposób zgodny z celami banku centralnego. Stan taki można osiągnąć jedynie dzięki konsekwentnej i wiarygodnej realizacji strategii polityki pieniężnej przez bank centralny. Jeśli natomiast sektor prywatny nie rozumie reakcji banku centralnego na zmiany sytuacji gospodarczej i nie dostrzega jego determinacji w utrzymywaniu stabilności cen w średnim okresie, sytuacja taka może doprowadzić do niskiej przewidywalności oraz braku zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z celami banku centralnego. Krótko-

terminowe zmiany poziomu inflacji i produkcji mogą wówczas utrwalić się na dłuższy czas poprzez zachowania płacowe i cenotwórcze, powodując zbędne fluktuacje sytuacji gospodarczej i spadek dobrobytu.

Jakkolwiek lepsze rozumienie systemowych reakcji polityki pieniężnej zazwyczaj prowadzi do poprawy przewidywalności krótkoterminowej, osiągnięcie absolutnej przewidywalności w krótkim okresie może być niemożliwe, gdy polityka pieniężna jest zorientowana na zapewnienie stabilności cen w średnim okresie. Po pierwsze, absolutną przewidywalność krótkoterminową można by osiągnąć w sposób bardzo prosty, gdyby bank centralny zawsze automatycznie realizował oczekiwania rynku. Takie podejście byłoby jednak niewłaściwe. Ze względu na to, że oczekiwania rynków finansowych co do krótkoterminowych stóp procentowych w przyszłości odzwierciedlają w dużym stopniu aktualną opinię rynku o najbliższej decyzji w sprawie polityki pieniężnej, automatyczna realizacja tych oczekiwań przez bank centralny powodowałaby, że stawałyby się one samospełniającą się przepowiednią. Oczekiwania rynku nie zawsze jednak odzwierciedlają właściwe – z punktu widzenia utrzymania stabilności cen – nastawienie polityki pieniężnej. Natomiast prowadząc politykę pieniężną ukierunkowaną na zapewnienie stabilności cen, bank centralny jest w stanie kształtować oczekiwania co do stóp procentowych dzięki częstemu udostępnianiu niezależnych i wyczerpujących analiz aktualnej oraz przyszłej sytuacji gospodarczej i monetarnej. Po drugie, bank centralny może osiągnąć absolutną przewidywalność dzięki systematycznemu zapowiadaniu z wyprzedzeniem zmian stóp procentowych, wprowadzanych następnie niezależnie od tego, jakie zdarzenia warunkowe faktycznie wystąpiły. Jednakże bezwarunkowe przywiązanie banku centralnego do z góry określonej przyszłej ścieżki stóp procentowych ograniczyłoby elastyczność polityki pieniężnej poprzez zawężenie jej zdolności szybkiego reagowania na zmiany sytuacji gospodarczej. Potrzeba szybkiego reagowania na nieprzewidziane okoliczności może również

ograniczyć możliwość pełnego przygotowania rynku na zmianę stóp procentowych. W efekcie, choć zaskakiwanie rynków nie jest intencją banków centralnych, wszelkie wskazania co do nastawienia w polityce pieniężnej muszą być postrzegane jako warunkowe i uzależnione od nowych informacji istotnych, jeśli chodzi o zagrożenie niestabilnością cen.

Wiarygodne prowadzenie polityki pieniężnej przez dłuższy czas jest oczywiście warunkiem koniecznym dobrego rozumienia przez opinię publiczną zachowania banku centralnego. Należy jednak zauważyć, że celu tego nie osiągnie się poprzez automatyczną realizację prostej reguły wiążącej w sposób całkowicie przewidywalny stopy procentowe z wąskim zestawem wskaźników². Kluczowe zmienne rzutu-jące na nastawienie polityki pieniężnej podlegają często zasadniczym korektom, a relacje strukturalne pomiędzy nimi są niepewne. Co więcej, polityka pieniężna kierująca się wąskim zestawem wskaźników niekoniecznie gwarantuje zapewnienie stabilności cen. Reagując na zagrożenia i wstrząsy bank centralny musi wyważyć szereg czynników, takich jak charakter i rodzaj szoku, moment cyklu koniunkturalnego, skumulowane w gospodarce stany nierównowagi, stabilność systemu finansowego czy kształtowanie się cen aktywów.

Na koniec należy podkreślić kluczową rolę, jaką w podnoszeniu przewidywalności pełni polityka komunikacyjna, pozwalająca opinii publicznej zrozumieć decyzje w sprawie polityki pieniężnej. Z uwagi na fakt, że w sposób nieunikniony decyzje są oparte na subiektywnym osądzie i nie można ich podejmować w sposób automatyczny, bez dodatkowych wyjaśnień mogą być zrozumiałe tylko do pewnego stopnia dla szerokiego ogółu odbiorców. Bank centralny musi zatem informować o celach swojej polityki i przesłankach podejmowanych decyzji w sposób otwarty i przejrzysty. Zamiast prezentowania bezwarunkowych prognoz przyszłych stóp procentowych w średnim

² Zob. artykuł szczegółowo omawiający to zagadnienie pt. *Issues related to monetary policy rules* w Biuletynie Miesięcznym z października 2001 r.

i długim okresie bank centralny powinien raczej ułatwić opinii publicznej zrozumienie, w jaki sposób polityka pieniężna systemowo reaguje na różne uwarunkowania gospodarcze i monetarne oraz ich zmiany w przyszłości. Połączenie przejrzystych celów i konsekwentnego prowadzenia polityki pieniężnej, wiarygodnie objaśnianej opinii publicznej dzięki przekonującej argumentacji, wytwarza praktykę stanowiącą podstawę wysokiej przewidywalności polityki pieniężnej.

3. ZASADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ EBC I JEJ PRZEWIDYWALNOŚĆ

Każdy bank centralny musi wypracować własny sposób na zapewnienie zgodności swoich słów z czynami, który podnosi przewidywalność polityki pieniężnej. Wybrane podejście nierozzerwalnie wiąże się z historią danego banku centralnego oraz uwarunkowaniami jego otoczenia gospodarczego i instytucjonalnego. Chociaż w 1999 r. EBC mógł korzystać z doświadczeń krajowych banków centralnych Eurosystemu, jako nowo powstały bank centralny nie miał na swym koncie żadnych osiągnięć w zakresie konsekwentnego prowadzenia polityki pieniężnej. Jednocześnie musiał działać w warunkach znaczącej niepewności wynikającej z dostępnych danych, parametrów strukturalnych oraz konieczności zidentyfikowania właściwego modelu do analizy gospodarki obszaru euro. Uwarunkowania te stanowiły poważne wyzwanie dla prowadzenia przewidywalnej polityki pieniężnej.

Od początku swego funkcjonowania EBC za jeden z priorytetów uznawał sformułowanie strategii, która mogłaby stać się podporą wiarygodnego i przewidywalnego kursu jego polityki pieniężnej³. Po pierwsze, ogłaszając swą strategię pod koniec 1998 r. Rada Prezesów EBC, działając zgodnie ze swymi uprawnieniami, określiła wartość liczbową podstawowego celu, czyli stabilności cen. W ten sposób wyznaczyła punkt odniesienia dla oceny polityki pieniężnej EBC, zwiększając tym samym jego publiczną

odpowiedzialność oraz ustanawiając wartość referencyjną dla długoterminowych oczekiwań inflacyjnych⁴. Chociaż empiryczny pomiar takich oczekiwań wymaga pewnej ostrożności, istniejące miary odwołujące się do indeksowanych obligacji oraz badań ankietowych sugerują, że Europejskiemu Bankowi Centralnemu udało się z powodzeniem ustabilizować oczekiwania inflacyjne w obszarze euro⁵.

Po drugie, EBC utrzymuje średnioterminową orientację swojej polityki pieniężnej. Jakkolwiek bowiem bank centralny kształtuje politykę pieniężną w odpowiedzi na wstrząsy, którym podlega gospodarka oraz na aktualne struktury i oczekiwania, musi również brać pod uwagę fakt, że formułując swe oczekiwania rynki finansowe i opinia publiczna starają się zrozumieć ogólny kierunek polityki pieniężnej. Kierunek ten łatwiej jest wskazać, jeśli bank centralny działa metodą „małych kroków” i nie próbuje wpływać na przebieg krótkoterminowych zmian gospodarczych, zwłaszcza biorąc pod uwagę problem pomiaru stanu gospodarki oraz długie i zróżnicowane opóźnienia w procesie transmisji⁶. Średnioterminowa orientacja kursu polityki pieniężnej przyjęta przez EBC pomaga opinii publicznej zrozumieć reakcje banku centralnego na przebieg ogólnych trendów gospodarczych, przyczyniając się w ten sposób do zmniejszenia ogólnej niestabilności i uniknięcia zakłóceń, jakie mogłaby powodować niekonsekwentna polityka w zakresie stóp procentowych.

EBC podejmuje również aktywne działania na rzecz przejrzystości i stałej komunikacji z opinią publiczną. W tym kontekście przejrzystość można zdefiniować jako sytuację, w której bank centralny w sposób otwarty, jasny i terminowy udostępnia rynkom i opinii publicznej wszelkie informacje na temat swo-

³ Zob. EBC (2004): *The Monetary Policy of the ECB*.

⁴ Zob. A.T. Levin, F.M. Natalucci i J.M. Piger (2004): *Explicit Inflation Objectives and Macroeconomic Outcomes*, ECB Working Paper No 383.

⁵ Zob. w szczególności wystąpienie Jeana-Claude'a Tricheta, prezesa EBC, pt. *Monetary Policy and "Credible Alertness"*, podczas dyskusji panelowej na konferencji w Jackson Hole, 27 sierpnia 2005 r.

⁶ Zob. Issing, O. et al. (2003): *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*. EBC.

jego mandatu, strategii, ocen i decyzji⁷. EBC postrzega przejrzystość nie tylko jako obowiązek w ramach swej demokratycznej odpowiedzialności przed społeczeństwem, ale również jako okazję do przekazania informacji umożliwiających podniesienie poziomu wiedzy sektora prywatnego i ułatwiających formułowanie jego oczekiwań⁸. W szczególności systematyczne podejście EBC do polityki pieniężnej zostało wyjaśnione w szeregu wystąpień, studiów i artykułów w Biuletynach Miesięcznych. Jednocześnie należy odnotować, że dążenie do przejrzystości oznacza, że informacje udostępniane opinii publicznej są przedstawione w sposób logiczny i uporządkowany, w przeciwnym razie bowiem mogą okazać się mylące i zamiast ułatwiać, utrudniać proces skutecznego formułowania oczekiwań.

Kolegialność procesu podejmowania decyzji przez Radę Prezesów znajduje swoje odbicie w oświadczeniu wstępnym wygłaszanym na konferencjach prasowych po posiedzeniach Rady Prezesów, na których decyzje w sprawie polityki pieniężnej są objaśniane opinii publicznej niezwłocznie po ich podjęciu. Ponadto studia empiryczne potwierdzają pogląd, że udostępniane przez Eurosystem informacje o sytuacji gospodarczej są generalnie spójne z nastawieniem polityki pieniężnej⁹.

4. PRZEWIDYWALNOŚĆ POLITYKI PIENIĘŻNEJ EBC – DANE EMPIRYCZNE

Mimo stosunkowo krótkiej historii obszaru euro istnieje już pewna liczba studiów analizujących przewidywalność polityki pieniężnej EBC. Głównie ze względu na możliwość pomiaru i wykonalność, większość tych analiz skupiała się na węższej definicji przewidywalności, czyli na przewidywalności krótkotermi-

nowej. Mimo wykorzystania nieco odmiennych metod i danych studia te na ogół kończą się wnioskiem, że rynki finansowe trafnie przewidywały decyzje EBC w sprawie polityki pieniężnej. W tej części artykułu przedstawiono i uaktualniono uzyskane wyniki¹⁰.

W związku z tym, że nie istnieje jedna metoda pomiaru przewidywalności krótkoterminowej, wyniki studiów empirycznych wykorzystujących odmienne metody mogą się w pewnym stopniu różnić. Pomiar przewidywalności może na przykład opierać się na informacjach dotyczących różnych cen aktywów rynku pieniężnego lub pochodzących z badań ankietowych uczestników rynku finansowego. Istotny jest również horyzont czasowy – krótszy horyzont powoduje, że analiza skupia się na decyzjach w sprawie polityki pieniężnej podjętych w danym dniu i uwzględnia wówczas dostępne informacje, podczas gdy dłuższy horyzont pozwala uwzględnić dodatkowe informacje o przyszłej ścieżce polityki pieniężnej.

Przewidywalność krótkoterminową mierzy się najczęściej wykorzystując zmiany stóp procentowych rynku pieniężnego w okresie tuż przed i tuż po podjęciu decyzji w sprawie polityki pieniężnej¹¹. Rynki finansowe bardzo pilnie śledzą decyzje banku centralnego, a zatem rynkowe stopy procentowe uwzględniają wszelkie dostępne rynkom informacje na temat perspektyw gospodarczych i nastawienia w polityce pieniężnej w danym momencie. W efek-

⁷ Zob. artykuł pt. *Transparency in the monetary policy of the ECB* w Biuletynie Miesięcznym z listopada 2002 r. Zob. też Issing, O. et al. (2005): *Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the 21st Century*, [w] Federal Reserve Bank of St. Louis Review 87 (2, cz. 1), str. 65-83.

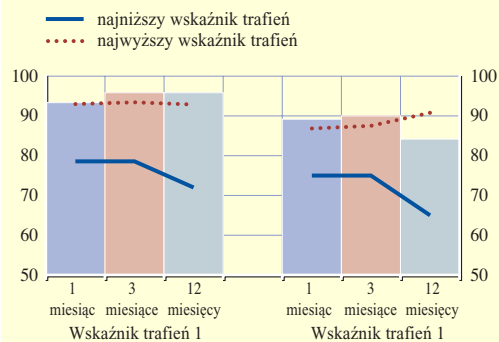
⁸ Zob. artykuł pt. *The external communication of the European Central Bank* w Biuletynie Miesięcznym z lutego 2001 r.

⁹ Zob. M. Ehrmann, i M. Fratzscher (2005): *Communication and decision-making by central bank committees: different strategies, same effectiveness*, ECB Working Paper No 488.

¹⁰ Artykuł korzysta z metod badawczych przedstawionych w pracy B.-R. Wilhelmsena i A. Zaghini (2005): *Monetary policy predictability in the euro area: an international comparison*. ECB Working Paper No 504, uwzględniającej dane do 18 listopada 2005 r. Przykłady innych niedawnych studiów, zawierających również porównanie międzynarodowe obejmują: E. Connolly, i M. Kohler (2004): *News and Interest Rate Expectations: A Study of Six Central Banks*. Reserve Bank of Australia Working Paper, oraz Ehrmann i Fratzscher (2005). Zob. bibliografie w tych publikacjach zawierające bardziej wyczerpującą listę studiów.

¹¹ W niniejszym artykule skoncentrowano się na stosunkowo prostych, ilustracyjnych wskaźnikach przewidywalności krótkoterminowej, które umożliwiają łatwe porównanie różnych obszarów walutowych. Wskaźniki te wykorzystano po raz pierwszy dla pomiaru przewidywalności EBC w pracy J. Sicilia i G. Pérez-Quiros (2002): *Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?* w ECB Working Paper No 192. W ostatnim okresie korzystali z nich Wilhelmsen i Zaghini (2005) w analizie kilku innych banków centralnych.

Wykres 2 Wskaźniki trafień EBC w porównaniu z innymi bankami centralnymi



Źródła: obliczenia EBC w oparciu o dane Reutersa, Banku Rozrachunków Międzynarodowych i Global Financial Data. Uwagi: słupki pokazują wskaźniki trafień dla ECB, natomiast krzywe ilustrują przedział wskaźników trafień dla grupy ważniejszych banków centralnych, tj. Federal Reserve of the United States, Bank of England, Bank of Canada, Reserve Bank of Australia, Swiss National Bank i Reserve Bank of New Zealand. Opis metodologii zob. Wilhelmsen i Zaghini (2005). Próba obejmuje okres od 1 stycznia 1999 r. do 30 września 2005 r. (ze względu na brak danych długość okresu objętego próbą dla niektórych aktywów użytych do obliczenia wartości porównawczych jest nieco krótsza). Dane bazowe opierają się stopach międzybankowych dla różnych terminów zapadalności (dla strefy euro – EURIBOR).

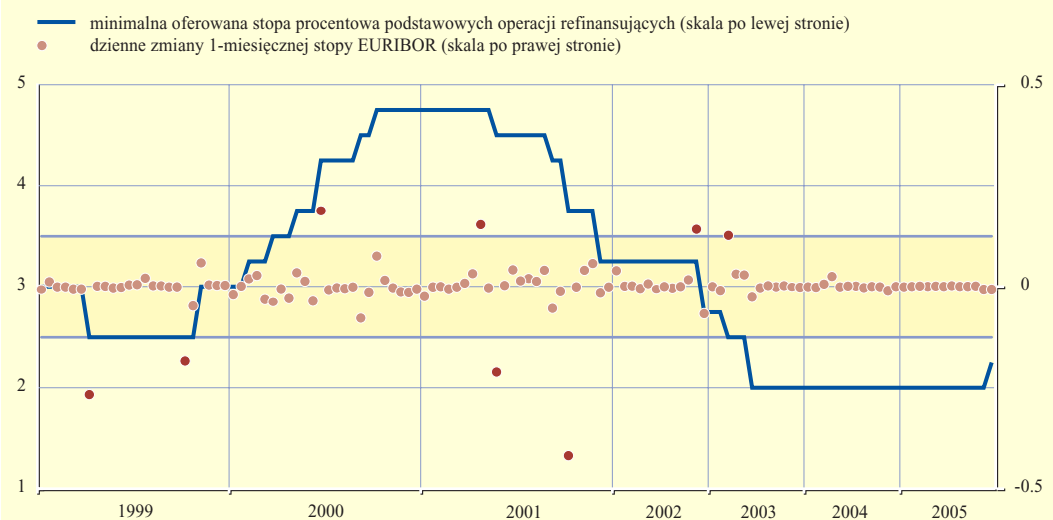
cie zmiany rynkowych stóp procentowych w okresie wokół momentu podjęcia decyzji w sprawie polityki pieniężnej można interpretować

jako miarę „zaskoczenia” ogłoszonymi decyzjami. W tym kontekście zarówno nieoczekiwane zmiany stóp procentowych, jak i brak takich zmian w sytuacji, gdy ich oczekiwano, stanowią niespodziankę. Na podstawie tych danych oblicza się tzw. wskaźnik trafień, stanowiący iloraz liczby dni, w których podjęto decyzje w sprawie polityki pieniężnej zawierające element „zaskoczenia” niższy niż określona wartość progowa oraz liczby wszystkich dni, w których podjęto decyzje w sprawie polityki pieniężnej (zob. wykres 2). Wyższy wskaźnik trafień oznacza wyższą przewidywalność. Liczba dni, w których podjęto decyzje w sprawie polityki pieniężnej obejmuje wszystkie daty planowych posiedzeń organów decyzyjnych, jak również te spośród pozaplanowych posiedzeń, na których podjęto decyzje w sprawie stóp procentowych. W przypadku EBC liczba ta obejmuje comiesięczne posiedzenia Rady Prezesów, na których zazwyczaj omawiane są decyzje w sprawie polityki pieniężnej¹².

¹² Do listopada 2001 r. posiedzenia te odbywały się dwa razy w miesiącu. Daty podjęcia decyzji w sprawie polityki pieniężnej obejmują pozaplanowe posiedzenie w dniu 17 września 2001 r., na którym podjęto decyzje o obniżeniu stóp procentowych.

Wykres 3 Minimalna oferowana stopa procentowa a dzienne zmiany 1-miesięcznej stopy EURIBOR

(w procentach rocznie, w punktach procentowych)



Źródła: Reuters i obliczenia EBC.

Uwagi: Cienka linia obrazuje progowe wartości +/- 12,5 punktu bazowego. Kółka oznaczają dzienną zmianę 1-miesięcznej stopy EURIBOR w okresie wokół ogłoszenia decyzji w sprawie polityki pieniężnej.

W badaniu analizowanym w niniejszym artykule zastosowano dwie wartości progowe dla wskaźnika trafień. Pierwszą (wskaźnik trafień 1) zdefiniowano jako dzienną zmianę o 12,5 punktów bazowych, odpowiadającą 50-procentowemu prawdopodobieństwu zmiany stóp procentowych przez bank centralny o 25 punktów bazowych, zaś drugą (wskaźnik trafień 2) jako dwukrotność normalnej zmienności dziennych wahań stóp procentowych. Mimo że wartości progowe i wskaźniki trafień wybrano do pewnego stopnia uznaniowo, stanowią one jednak użyteczne narzędzie porównywania krótkoterminowej przewidywalności różnych banków centralnych. Wskaźniki trafień obliczono wykorzystując rynkowe stopy procentowe dla aktywów o trzech różnych terminach zapadalności (1, 3 i 12 miesięcy). Jak widać na wykresie 2, wskaźniki trafień dla różnych terminów zapadalności i wartości progowych wskazują na wysoki stopień przewidywalności decyzji EBC. W przypadku EBC wskaźniki trafień są wysokie w wartościach bezwzględnych i mieszczą się w przedziale od 84% do 96%, a we wszystkich przypadkach są bliskie górnej granicy przedziału, w którym mieszczą się wskaźniki trafień szeregu innych większych banków centralnych. Oba wskaźniki trafień dostarczają podobnych informacji, przy czym wskaźnik trafień 2 stanowi nieco bardziej surowy test przewidywalności krótkoterminowej.

Ilustruje to wykres 3, pokazujący przebieg minimalnej oferowanej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu oraz dzienne zmiany jednomiesięcznej stopy EURIBOR. Jasne kółka bliskie zera (na skali po prawej stronie) odpowiadają dniom, kiedy całkowita dzienna zmiana stóp rynkowych była niższa niż 12,5 punktów bazowych, tj. dniom, kiedy rynki finansowe trafnie przewidywały decyzje w sprawie polityki pieniężnej EBC. Ciemne kółka poza pasmem wskazują na dni, w których decyzje banku centralnego były zaskoczeniem dla rynków finansowych.

Wykres ilustruje również wysoką krótkookresową przewidywalność decyzji EBC – w więk-

szości przypadków rynki finansowe trafnie przewidywały decyzje w sprawie polityki pieniężnej. Wyniki te pokazują, że spośród łącznej liczby 120 dat posiedzeń Rady Prezesów jej decyzje były tylko w ośmiu przypadkach zaskoczeniem (zgodnie z przyjętą definicją) dla rynków finansowych. Największą niespodzianką był 17 września 2001 r., kiedy to EBC obniżył stopy procentowe na pozaplanowym posiedzeniu w reakcji na nieoczekiwane wydarzenia 11 września 2001 r. Liczba dni, kiedy niespodzianką była zmiana polityki pieniężnej jest zasadniczo równa liczbie dni, kiedy było nią utrzymanie dotychczasowej polityki. W każdym przypadku, gdy zaskoczeniem dla rynków było utrzymanie dotychczasowych stóp procentowych, stopy procentowe zostały zmienione miesiąc później, co sugeruje, że niespodzianki dotyczyły tego, kiedy dokładnie stopy zostaną zmienione, a nie samego faktu ich zmiany. Można również przypuszczać, że w niektórych przypadkach zaskoczeniem była skala zmiany stóp, zwłaszcza wówczas, gdy niespodzianka wystąpiła w trakcie dłuższego okresu stopniowego zacieśniania lub rozluźniania polityki pieniężnej (np. na początku 2000 r. lub na początku 2003 r.). Należy na koniec podkreślić, że największe niespodzianki miały miejsce w pierwszych trzech latach funkcjonowania UGW, co świadczy o tym, że krótkoterminowa przewidywalność EBC z czasem się poprawiła. Może to wynikać z faktu, że rynki finansowe nauczyły się stopniowo coraz lepiej rozumieć ramy polityki pieniężnej EBC oraz jego komunikaty¹³.

Po ogłoszeniu przez EBC decyzji w sprawie polityki pieniężnej odbywa się konferencja prasowa, na której prezes szczegółowo omawia perspektywy gospodarcze strefy euro oraz zagrożenia dla stabilności cen. Ma to na celu przybliżenie aktualnych decyzji oraz możliwego kursu stóp procentowych w przyszłości.

¹³ Bank Rozrachunków Międzynarodowych dokumentuje ogólną poprawę przewidywalności ważniejszych banków centralnych od połowy lat 80. (zob. BIS (2004): *Raport roczny*). W przypadku EBC poprawa przewidywalności może się również wiązać z faktem, że od listopada 2001 r. decyzje w sprawie polityki pieniężnej są zazwyczaj podejmowane tylko raz w miesiącu.

W związku z tym odrębna analiza zmienności rynkowych stóp procentowych w krótkim oknie czasowym pomiędzy ogłoszeniem decyzji a konferencją prasową stanowi użyteczny punkt wyjścia dla pomiaru wpływu tych wydarzeń na rynki finansowe. Dane zaprezentowane w Ramce 1 sugerują, że zmienność cen kontraktów futures na obligacje długoterminowe rośnie w czasie, kiedy EBC ogłasza swoje decyzje w sprawie polityki pieniężnej i odbywa konferencję prasową, co wskazuje, że oba te wydarzenia stanowią informację istotną

z punktu widzenia rynku obligacji. Wzrost zmienności jest jednak stosunkowo ograniczony i krótkotrwały, co potwierdzałoby interpretację, że decyzje i komunikaty EBC są zasadniczo przewidywalne¹⁴.

¹⁴ Zob. omówienie odrębnego wpływu decyzji i komunikatów w sprawie polityki pieniężnej dla Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych w: R. Gürkaynak, B. Sack i T. Swanson (2005): *Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements*. International Journal of Central Banking 1(1), str. 55-93. Wyniki komplementarnych badań opartych na komunikatach EBC pomiędzy posiedzeniami Rady Prezesów przedstawiają Ehrmann i Fratzscher (2005).

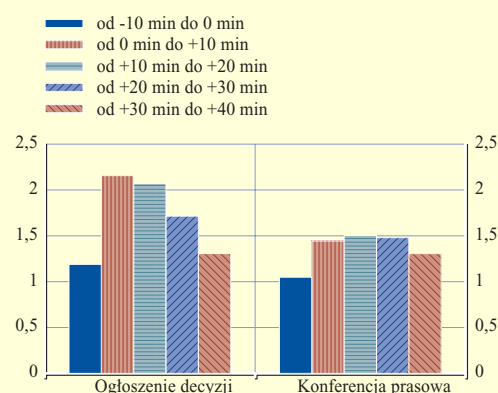
Ramka 1

WPLYW DECYZJI I KOMUNIKATÓW EBC W SPRAWIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA RYNKI OBLIGACJI DŁUGOTERMINOWYCH

Długoterminowe stopy procentowe odzwierciedlają, wśród innych czynników, opinie uczestników rynku co do przyszłej ścieżki stóp procentowych ustalanych przez bank centralny. Dzięki temu, poprzez swoje decyzje i komunikaty w sprawie polityki pieniężnej bank centralny może mieć niemały wpływ na długoterminowe stopy procentowe. W tej ramce przeanalizowano, w jakim stopniu decyzje i komunikaty EBC w sprawie polityki pieniężnej wpływają na ruchy długoterminowych obligacji w strefie euro. W tym celu oceniono przebieg zmienności kontraktów futures na niemieckie dziesięcioletnie obligacje skarbowe (Bund) w krótkim śródziennym oknie czasowym pomiędzy ogłoszeniem przez EBC decyzji w sprawie polityki pieniężnej a konferencją prasową, na której są one szerzej objaśniane przez prezesa EBC.

Zmienność cen kontraktów futures na obligacje Bund wskazuje, czy i w jakim stopniu wydarzenia te (ogłoszenie decyzji i konferencja prasowa) dostarczyły uczestnikom rynków nowych wiadomości prowadzących do rewizji ich wcześniejszych oczekiwań co do przyszłego kursu polityki. Jeśli wydarzenia te wpłynęły na oczekiwania rynku, zmienność powinna wzrosnąć w porównaniu z okresami pozbawionymi tych „wydarzeń”. Nawet jeśli polityka pieniężna jest w dużym stopniu przewidywalna, mimo wszystko można oczekiwać pewnej reakcji rynku na wydarzenia z tej dziedziny, powodującej wzrost zmienności. Po pierwsze, ton komunikatów banku centralnego przekazanych opinii publicznej może różnić się od stosowanego wcześniej. Po drugie, nawet jeśli decyzje i komunikaty w sprawie polityki pieniężnej są w pełni zgodne z oczekiwaniami i całkowicie zrozumiałe dla przeciętnego uczestnika rynku, wydarzenia te mogą uruchomić korektę portfeli tych pod-

Zmienność cen obligacji w okresie wokół ogłoszenia decyzji w sprawie polityki pieniężnej EBC i konferencji prasowych



Źródła: Tick Data Inc. oraz obliczenia EBC.
Uwaga: Słupki obrazują iloraz średniej zrealizowanej zmienności cen obligacji wokół momentu ogłoszenia decyzji w sprawie polityki pieniężnej i konferencji prasowej do zmienności w odpowiadających im dniach bez posiedzenia Rady Prezesów.

miotów, których przewidywania odbiegały od zasadniczo trafnych przewidywań ogółu. W każdym przypadku wzrost zmienności rynku powinien być stosunkowo umiarkowany i krótkotrwały. Oznacza to, że jeśli decyzje i komunikaty w sprawie polityki pieniężnej są zwykle w znacznym stopniu oczekiwane i dobrze rozumiane, nie powinny powodować utrzymującej się podwyższonej niepewności na rynkach finansowych.

Aby zbadać przebieg zmienności w analizowanych okresach obliczono średnią procentowych zmian cen (w ujęciu bezwzględnym) w kolejnych dziesięciominutowych oknach czasowych wokół każdego z „wydarzeń” w okresie od stycznia 1999 r. do sierpnia 2005 r. Pierwsze okno obejmuje okres dziesięciu minut tuż przed ogłoszeniem decyzji, drugie – dziesięć minut tuż po ogłoszeniu decyzji, ostatnie trzy okna obrazują przeciętną zmienność w okresie do 40 minut po ogłoszeniu decyzji. Średnia zmienności służy następnie do skonstruowania współczynnika będącego ilorazem zmienności w dniach posiedzeń w sprawie polityki pieniężnej i zmienności w odpowiadających im dniach, kiedy posiedzenia takie nie miały miejsca. Wartość współczynnika większa niż 1 oznacza, że decyzje i komunikaty w sprawie polityki pieniężnej spowodowały większe ruchy na rynku niż można by uznać za „normalne”, gdyby decyzji nie było. Im większą „nowinę” stanowiła decyzja, tym silniejsza powinna być reakcja rynku. Wyniki dla całej próby okresów pokazuje wykres.

Wpływ rynkowy ogłoszenia decyzji EBC w sprawie polityki pieniężnej (zob. słupek odpowiadający dziesięciominutowemu okresowi po ogłoszeniu decyzji) przejawia się we wzroście zmienności, która pozostaje na podwyższonym poziomie w trzecim dziesięciominutowym okresie (od 10 do 20 minut po ogłoszeniu decyzji), by następnie szybko powrócić do stanu normalnego. Sugeruje to, że decyzje w sprawie polityki pieniężnej w badanej próbie okresów zwykle zawierały pewien element nowości dla rynku i że inwestorzy potrzebowali pewnego czasu na pełne uwzględnienie tych nowych informacji. Niemniej jednak, choć natychmiastowy wzrost zmienności jest statystycznie znaczący, jego wpływ można nadal uznać za stosunkowo ograniczony i krótkotrwały.

Podobnie można zaobserwować ponadprzeciętną zmienność po konferencji prasowej – zmienność w trzecim analizowanym okresie pozostaje podwyższona, by następnie stopniowo spaść. Po części skok zmienności po konferencji prasowej może wynikać z reakcji na dane makroekonomiczne ogłaszane w tym samym czasie.

Ogólnie rzecz biorąc decyzjom w sprawie polityki pieniężnej i konferencjom prasowym EBC towarzyszy ponadprzeciętna zmienność rynku obligacji. Świadczy to o uwzględnianiu przez inwestorów nowych informacji zawartych w komunikatach EBC. Wzrost zmienności jest jednak umiarkowany i krótkotrwały, co potwierdza pogląd, że działania w zakresie polityki pieniężnej podejmowane przez EBC są zasadniczo przewidywalne.

Mówiąc bardziej ogólnie, chociaż na zmienność cen aktywów wpływa szereg czynników, oceniana w dłuższym okresie stanowi ona również miarę ogólnego poziomu trwałej niepewności na rynkach finansowych. Niepewność ta po części może mieć swoje źródło w słabym rozumieniu ram polityki pieniężnej. Przebieg zmienności na rynku w czasie może również

dostarczyć informacji o możliwych zmianach poziomu przewidywalności polityki pieniężnej w jej szerszym, bardziej długoterminowym rozumieniu. Ramka 2 przedstawia wyniki studiów dotyczących obniżenia się poziomu niepewności na rynku w ostatnim okresie, z których wynika, że zmiana ta wskazuje na wzrost przewidywalności polityki pieniężnej EBC.

PRZEWIDYWALNOŚĆ BANKU CENTRALNEGO A ZMIENNOŚĆ IMPLIKOWANA WYZNACZANA NA PODSTAWIE OPCJI NA KONTRAKTY FUTURES NA KRÓTKOTERMINOWE STOPY PROCENTOWE

Bank centralny może zmniejszyć niepewność co do przyszłego poziomu krótkoterminowych stóp procentowych, podnosząc przewidywalność swoich przyszłych działań. Szeroko stosowaną miarą niepewności jest zmienność implikowana wyznaczana na podstawie opcji na kontrakty futures na trzymiesięczne stopy procentowe rynku pieniężnego. W tej ramce przeanalizowano przebieg zmienności implikowanej wyznaczonej na podstawie kontraktów futures na trzymiesięczną stopę EURIBOR.

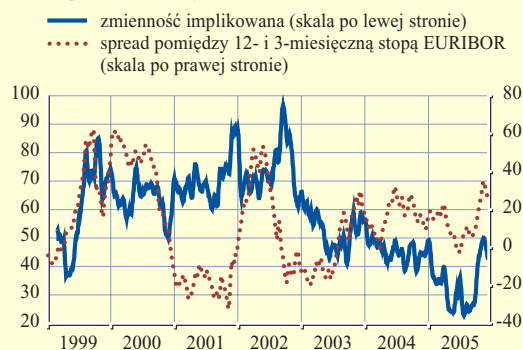
Zmienność implikowaną oblicza się zazwyczaj korzystając z modeli wyceny opcji, które pozwalają oszacować (w procentach rocznie) oczekiwany rozrzut przyszłych zmian krótkoterminowych stóp procentowych. Tak oszacowana wartość może jednak kryć różne poziomy zmienności przyszłych stóp procentowych, jako że sama zależy od implikowanego poziomu stóp procentowych. Trudność tę pokonuje się wając zmienność implikowaną mierzoną w procentach rocznie poziomem implikowanej stopy procentowej. Dla przykładu zmienność implikowana równa 20% odpowiada rocznemu oczekiwanemu odchyleniu zmiany stóp procentowych o 40 punktów bazowych przy stopie procentowej implikowanej przez kontrakty futures w wysokości 2%. W tej ramce użyto pochodnej miary stałego terminu do wygaśnięcia uzyskanej za pomocą interpolacji krzywej wyrazu zmienności implikowanej ważonej odpowiadającą jej miarą implikowanej stopy procentowej¹.

W okresie od lutego 1999 r. do września 2005 r. zmienność implikowana przy sześciu miesiącach do terminu wygaśnięcia wyznaczona na podstawie kontraktów futures na stopę EURIBOR wynosiła średnio 58 punktów bazowych (zob. wykres). Od drugiej połowy 1999 r. do końca 2002 r. zmienność implikowana wahała się wokół poziomu 70 punktów bazowych, a w pierwszej połowie 2003 r. spadła do około 50 punktów bazowych. Należy zauważyć, że poziom podstawowych stóp procentowych EBC od czerwca 2003 r. do listopada 2005 r. pozostawał niezmienny. W 2005 r. zmienność implikowana wynosiła średnio 33 punkty bazowe.

Ogólnie rzecz biorąc wysoka zmienność kojarzona jest często z okresami znaczącej zmiany nachylenia krzywej rentowności rynku pieniężnego zobrazowanej poprzez spread pomiędzy trzymiesięcznymi i dwunastomiesięcznymi stopami procentowymi. W szczególności, wysokie poziomy zmienności implikowanej towarzyszyły dużej zmianie nachylenia krzywej rentowności w 2002 r. Zmiany nachylenia krzywej rentowności odnotowane w 2004 r. i w 2005 r. są porównywalne z poprzednimi epizodami odnotowywanymi przez większą część roku 2001 i 2003. Obecnie poziom zmienności implikowanej jest natomiast

Zmienność implikowana w obszarze euro wyznaczona na podstawie opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR przy sześciu miesiącach do terminu wygaśnięcia

(w punktach bazowych, 10-dniowa średnia krocząca)



Źródła: Bloomberg i obliczenia EBC.

znacząco niższy niż wartości dla tamtych okresów. Odnotowywany od października 2005 r. wzrost zmienności implikowanej odzwierciedla w znacznej mierze niepewność co do przyszłej ścieżki stóp procentowych. Jednakże w porównaniu z poprzednimi podwyżkami stóp procentowych pod koniec 1999 r. poziom zmienności implikowanej pozostaje bardzo niski. Wszystkie te czynniki razem wydają się potwierdzać pogląd, że z czasem EBC stał się bardziej przewidywalny. Jednocześnie na odnotowany spadek zmienności implikowanej mogło również wpłynąć środowisko makroekonomiczne.

¹ Zob. ramka pt. *Measures of implied volatility derived from options on short-term interest rate futures* w Biuletynie Miesięcznym z maja 2002 r., która zawiera bardziej szczegółowe omówienie analizy implikowanej zmienności w dłuższych okresach.

Podsumowując, wyniki przedstawionych w tej części artykułu analiz przewidywalności krótkoterminowej potwierdzają wniosek, że w krótkim okresie rynki finansowe zazwyczaj trafnie przewidują decyzje EBC w sprawie polityki pieniężnej. Wyniki te pokazują również, że – obok samego ogłoszenia decyzji w sprawie polityki pieniężnej – również konferencja prasowa EBC w dniu ogłoszenia decyzji wpływa na rynki finansowe poprzez dostarczenie dodatkowych informacji o obecnych i przyszłych decyzjach banku w tej dziedzinie. Niższa zmienność na rynkach w ostatnich latach potwierdza pogląd, że z czasem rozumienie ram polityki pieniężnej EBC poprawiło się.

5. WNIOSKI

W 1999 r. EBC, jako nowo utworzony bank centralny, musiał się zmierzyć z poważnym wyzwaniem, jakim było określenie takich zasad polityki pieniężnej i komunikacyjnej, które sprzyjałyby budowaniu przewidywalności. Z tego względu już na samym początku swej działalności EBC ogłosił zorientowaną na średni okres strategię polityki pieniężnej, obejmującą kwantyfikację pojęcia stabilności cen oraz

określenie ram analitycznych dostarczających wskazówek przy podejmowaniu decyzji. Ponadto, poprzez regularne komunikaty EBC stara się wyjaśnić opinii publicznej swoją ocenę sytuacji gospodarczej, ewentualnych zagrożeń stabilności cen w średnim okresie oraz sposobu, w jaki zagrożenia te wpływają systemowo na decyzje w sprawie polityki pieniężnej.

Badania empiryczne potwierdzają, że po siedmiu latach prowadzenia polityki pieniężnej strefy euro, stosując opisane wyżej podejście EBC osiągnął wysoki stopień przewidywalności krótkoterminowej. Jest to naturalny skutek strategii polityki pieniężnej podkreślającej wagę wysokiej przewidywalności zachowań banku centralnego, której podbudowę stanowi przejrzysta, obszerna i terminowa komunikacja. W nadchodzących latach EBC będzie nadal dążyć do zwiększenia rozumienia jego polityki pieniężnej. Jest to niezbędne, by polityka ta była skuteczna, a poza tym stanowi element społecznej odpowiedzialności EBC. Należy jednak pamiętać, że krótkoterminowa przewidywalność sama w sobie nie jest celem polityki pieniężnej, oraz że istnieją granice jej dalszego podnoszenia.

FUNDUSZE HEDGINGOWE: ROZWÓJ I IMPLIKACJE PRAWNE

ARTYKUŁY

Fundusze hedgingowe: rozwój i implikacje prawne

Znalezienie się funduszu Long-Term Capital Management na krawędzi bankructwa w 1998 r. podkreśliło znaczenie branży funduszy hedgingowych dla całego globalnego systemu finansowego. Od tej pory branża ta nieprzerwanie się rozwija, pozostając wskutek tego ośrodkiem zainteresowania władz i społeczności finansowej. Ten artykuł przedstawia charakterystykę branży funduszy hedgingowych – ze szczególnym uwzględnieniem funduszy europejskich – oraz ich aktualną sytuację. Przybliży także trwającą obecnie debatę polityczną w sprawie regulacji branżowych, która koncentruje się na konsekwencjach rosnącej roli funduszy hedgingowych dla systemu finansowego oraz możliwych inicjatywach publicznych i prywatnych w tym obszarze.

I. WPROWADZENIE

Znalezienie się funduszu Long-Term Capital Management (LTCM) na krawędzi bankructwa we wrześniu 1998 r. i echa tego zdarzenia w globalnym systemie finansowym sprawiły, że zarówno władze, jak i społeczność finansowa zaczęły bardzo uważnie przyglądać się funduszom hedgingowym. Jednak przypadek LTCM okazał się jedynie przejściową przeszkodą w długofalowym rozwoju branży, który od tej pory trwa nieprzerwanie. Od grudnia 1998 r. do września 2005 r. kapitał zarządzany przez fundusze hedgingowe rósł w tempie 28% rocznie i według szacunków przekroczył bilion USD¹. Początkowo usługi funduszy hedgingowych zarezerwowane były dla bardzo bogatych inwestorów, ale z czasem fundusze stały się ważnymi inwestycjami alternatywnymi zarówno dla inwestorów instytucjonalnych, jak i – bezpośrednio lub pośrednio – indywidualnych.

Niniejszy artykuł opisuje rozwój branży funduszy hedgingowych i wywołaną przezeń debatę polityczną. Branża ta ma zasadniczo charakter globalny, ale starano się opisać także jej aspekty europejskie. W tym celu artykuł podzielono na części, z których dwie przedstawiają fakty dotyczące branży funduszy hedgingowych, a trzy poświęcone są trwającej debacie politycznej.

¹ Liczba ta nie uwzględnia kont zarządzanych (*managed accounts*), dla których stosuje się takie same strategie, jak w funduszach hedgingowych. Według Tremont Capital Management suma aktywów na tych kontaktach wynosiła na koniec czerwca 2005 r. 325 mld USD.

Część 2 przedstawia typowe cechy funduszu hedgingowego i opisuje, czym różni się on od tradycyjnego funduszu inwestycyjnego. Część 3 omawia najważniejsze zmiany, jakie zaszły w tej branży w ostatnich latach. W części 4 omówiono główne konsekwencje działalności funduszy hedgingowych dla całego systemu finansowego, zwłaszcza z perspektywy ochrony stabilności. Część 5 omawia debatę w sprawie funduszy hedgingowych i możliwości wprowadzenia regulacji w tej branży, bezpośrednio lub za pośrednictwem relacji z bankami. Część 6 rozwija to zagadnienie, omawiając konsekwencje dla nadzoru bankowego związane z praktykami zarządzania ryzykiem i wymogami kapitałowymi. W ostatniej części przedstawiono wnioski płynące z debaty politycznej.

2. CHARAKTERYSTYKA FUNDUSZY HEDGINGOWYCH

DEFINICJA

Nazwa „fundusz hedgingowy” sięga początku lat 50. ubiegłego wieku, kiedy działały pierwsze instytucje tego rodzaju², prowadzące kupno i krótką sprzedaż papierów na rynku kapitałowym w celu ograniczenia (*hedge*) ryzyka wahań obejmujących zasięgiem cały rynek.

² Za twórcę jednego z pierwszych funduszy hedgingowych uważany jest Alfred Winslow Jones. Utworzony przez niego w 1949 r. fundusz (w formie spółki cywilnej) wykorzystywał krótką sprzedaż i dźwignię finansową dla zabezpieczenia się przed wahaniami rynku akcji. Krótka sprzedaż oznacza sprzedaż pożyczonych aktywów nienależących do sprzedającego. Dźwignia finansowa obejmuje finansowanie długiem lub środkami pożyczonymi od brokera (ang. *investing on margin*).

Od tej pory fundusze hedgingowe stosują coraz bardziej złożone strategie inwestycyjne, które nie zawsze obejmują tradycyjny hedging. Dlatego obecnie nie ma jednej powszechnie przyjętej definicji funduszu hedgingowego. W dodatku czasem stosuje się zamiennie takie nazwy jak „lewarowane fundusze inwestycyjne” (*leveraged investment funds*), „instytucje o wysokiej dźwigni” (*highly leveraged institutions*) czy „złożone inwestycje alternatywne” (*sophisticated alternative investment vehicles*), które również wymykają się definicji.

Zamiast szukać cech wyróżniających można spróbować zdefiniować fundusze hedgingowe przez wyłączenie z ich sfery działania różnych rodzajów funduszy wspólnych (*pooled investment vehicles*). W ten sposób można wykluczyć tradycyjne fundusze inwestycyjne (np. UCITS³) i inne fundusze alternatywne (np. fundusze nieruchomości, *private equity* czy *venture capital*). Pozostałe fundusze można by wtedy określić jako hedgingowe. Jednak takie podejście nie nadaje się ani do celów statystycznych, ani prawnych i koniec końców niewiele wyjaśnia.

Analizując cechy typowego funduszu hedgingowego (zob. ramka 1) można lepiej zrozumieć niektóre różnice w zestawieniu z innymi

przedsięwzięciami wspólnego inwestowania. Można zatem wnosić, że fundusze hedgingowe stanowią raczej elastyczny model działalności niż kategorię aktywów alternatywnych.

Jak widać główne różnice między funduszami hedgingowymi a innymi przedsięwzięciami wspólnego inwestowania polegają na tym, że fundusze hedgingowe zwykle mają szersze upoważnienia inwestycyjne, nie obowiązują ich żadne (lub tylko niewielkie) ograniczenia regulacyjne co do rodzaju instrumentów i strategii oraz że na szeroką skalę stosują krótką sprzedaż, dźwignię finansową i instrumenty pochodne. Możliwość stosowania bez ograniczeń strategii inwestycyjnych opartych na dźwigni stanowi sedno działalności funduszy hedgingowych i pozostanie ich stałą cechą, podczas gdy inne drugorzędne właściwości – w tym regulacje, baza inwestorów i obowiązek ujawniania informacji – będą prawdopodobnie ewoluować.

Dla potrzeb tego artykułu fundusz hedgingowy można zatem opisać jako fundusz, którego zarządzający otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników i mają swobodę stosowania różnych strategii aktywnego inwestowania w celu

³ Ang. Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe.

Tabela 1 Charakterystyka typowego funduszu hedgingowego

Strategie inwestycyjne	Zajmowanie pozycji na rozmaitych rynkach. Swoboda wyboru różnych technik inwestycyjnych, w tym krótkiej sprzedaży, dźwigni i derywatów.
Docelowa stopa zwrotu	Dodatnia stopa zwrotu niezależnie od warunków rynkowych. Zarządzający angażują zwykle również środki własne, zatem istotne jest zachowanie kapitału.
System motywacyjny	Zwykle 2-procentowe wynagrodzenie za zarządzanie i 20-procentowe wynagrodzenie za wyniki. Dość często wypłatę wynagrodzenia za wyniki uzależnia się od osiągnięcia określonego zysku (<i>high watermark</i>) kompensującego ewentualne wcześniejsze straty lub wyznacza się uprzywilejowaną stopę zwrotu dla inwestorów (<i>hurdle rate</i>), poniżej której wynagrodzenie nie jest wypłacane.

	Ryzyko moralne związane z asymetryczną strukturą wynagrodzeń za wyniki jest do pewnego stopnia ograniczone przez <i>high watermarks</i> i fakt współinwestowania przez zarządzających również własnych środków.
Subskrypcja/wykup	Z góry określony harmonogram, subskrypcje i wykup w cyklach kwartalnych lub miesięcznych. Przed pierwszym wykupem okres blokady środków (<i>lock-up</i>) do jednego roku. Niektóre fundusze hedgingowe zastrzegają sobie prawo do zawieszenia wykupu w wyjątkowych okolicznościach.
Siedziba	Centra finansowe typu <i>offshore</i> w rajach podatkowych z liberalnymi przepisami regulacyjnymi oraz niektóre centra finansowe typu <i>onshore</i> .
Forma prawna	Prywatna spółka inwestycyjna, w której dochód lub strata generowane przez spółkę są odzwierciedlone w dochodzie osobistym udziałowców (opodatkowanie <i>pass-through</i>) bądź spółka kapitałowa typu <i>off-shore</i> .
Zarządzający	Nie zawsze dotyczy ich wymóg rejestracji i regulacja ze strony organów nadzoru finansowego. W umowie spółki osobowej zarządzający występują jako komplementariusze.
Baza inwestorów	Inwestorzy instytucjonalni i zamożni inwestorzy indywidualni (<i>high-net-worth individuals</i>). Fundusze nie są powszechnie dostępne. Papiery wartościowe emitowane w trybie emisji niepublicznej.
Regulacje	Nadzór regulacyjny zwykle minimalny lub żaden z uwagi na siedzibę w raju podatkowym lub liberalne podejście organów regulacyjnych w przypadku spółek typu <i>onshore</i> ; zwolnienie z wielu wymogów ochrony inwestorów.
Ujawnianie informacji	Wymagania dotyczące ujawniania informacji bardzo ograniczone lub oparte na zasadzie dobrowolności.

uzyskania zysku niezależnie od koniunktury (*absolute return*), w tym wszelkich kombinacji dźwigni, derywatów oraz długich i krótkich pozycji w papierach wartościowych i każdych innych aktywach na rozmaitych rynkach.

RODZAJE STRATEGII

Styl inwestowania funduszu hedgingowego jest bardziej istotny dla jego profilu zysku i ryzyka niż wybór kategorii aktywów czy ukierunkowanie branżowo-geograficzne. Można zasadniczo wyróżnić cztery główne grupy strategii.

– Fundusze hedgingowe inwestujące zgodnie z trendem (*directional*) zwykle starają się uprzedzić ruchy rynku i oferują zyski odpowiednio do ponoszonego wysokiego ryzyka

i stosowanej dźwigni. Najbardziej typowym przykładem tego stylu inwestowania są fundusze hedgingowe typu makroekonomicznego, stosujące podejście syntetyczne (*top-down*) i starające się wykorzystać główne trendy i zdarzenia gospodarcze. Natomiast fundusze hedgingowe ukierunkowane na rynki wschodzące czy inne regiony wolą podejście analityczne (*bottom-up*), czyli raczej wyszukują aktywa na określonych rynkach i wykorzystują nieprzewidziane sytuacje na rynkach rozwijających się.

– Fundusze hedgingowe zajmujące przeciwstawne pozycje w skorelowanych aktywach (*market neutral*), zwane także funduszami arbitrażowymi, szukają okazji do zysku dzięki różnicom w wartości względnej i unikają narażenia na ryzyko ogólnorynkowe. Rentow-

ność takich strategii cechuje zwykle niższa zmienność, ale ich realizacja wymaga zastosowania średniej lub wysokiej dźwigni pozwalającej osiągnąć korzyści z tytułu niewielkich odchyleń cen, zwłaszcza na rynkach obligacji i innych rynkach kredytowych.

- Strategie koncentrujące się na spółkach znajdujących się w określonej sytuacji (*event-driven*) polegają na wyszukiwaniu spółek będących na przykład w trakcie fuzji i przejęć, reorganizacji czy bankructwa. Strategie te mieszczą się mniej więcej w połowie spektrum zmienności i opierają się na niskiej lub średniej dźwigni odpowiadającej średniej zmienności. Niektóre fundusze hedgingowe typu *event-driven*, które specjalizują się w papierach spółek będących w trudnej sytuacji, starają się wyciągnąć korzyści z faktu, że papiery takie są trudne do wycenienia, a inwestorom instytucjonalnym nie wolno w nie inwestować.
- Fundusze funduszy hedgingowych (*funds of hedge funds* – FOHF) inwestują w szereg różnych funduszy hedgingowych; z uwagi na większe zróżnicowanie oczekuje się od nich niższej zmienności i atrakcyjnej stopy zwrotu skorygowanej o ryzyko.

PODMIOTY

Większość funduszy hedgingowych ma siedziby w rajach podatkowych, a zatem korzysta z łagodnego reżimu regulacyjnego i podatkowego, chociaż ich zarządzający zwykle prowadzą działalność w głównych centrach finansowych. Większość europejskich funduszy hedgingowych zarządzana jest na przykład z Londynu.

Zarządzający funduszami hedgingowymi najczęściej skupiają się na realizacji wybranych strategii handlowych (z czym radzą sobie najlepiej), zlecając działania obsługowe administratorom funduszy. Administratorzy świadczą rozmaite usługi, od wyceny pozycji i obliczania wartości aktywów netto przez doradztwo prawne i wsparcie sprawozdawcze po przetwarzanie transakcji inwestorów. Wycena pozycji

i obliczanie wartości aktywów netto są z punktu widzenia inwestorów szczególnie istotnymi informacjami o wynikach i portfelu inwestycyjnym funduszu.

Strategie inwestycyjne funduszy hedgingowych zakładają zawieranie znacznej liczby transakcji, a zatem wymagają dużego wsparcia operacyjnego, usług brokerskich i finansowych ze strony tzw. *prime brokers*, czyli banków i firm zajmujących się obrotem papierami wartościowymi, które świadczą usługi brokerskie i inne usługi specjalistyczne na rzecz funduszy hedgingowych i innych dużych klientów instytucjonalnych. Platformy firm brokerskich ułatwiają finansowanie, zarządzanie ryzykiem, realizację, rozliczanie i rozrachunek transakcji. Oferują także inne usługi, na przykład powiernicze, dostęp do prac badawczych, konsultacje i przedstawianie zarządzających potencjalnym inwestorom. Główna część dochodów firm brokerskich pochodzi z prowizji handlowych, zabezpieczeń gotówkowych i pożyczania papierów wartościowych dla celów krótkiej sprzedaży.

Czasem zamiast w firmie brokerskiej fundusz hedgingowy deponuje aktywa w banku powierniczym. Rozwiązanie takie jest dla inwestorów funduszu dodatkowym zabezpieczeniem, gdyż bank powierniczy ma wobec nich określone zobowiązania, podczas gdy broker traktuje przechowywane aktywa głównie jako kapitał oraz zabezpieczenie własnych pozycji bazowych.

3. ROZWÓJ BRANŻY FUNDUSZY HEDGINGOWYCH

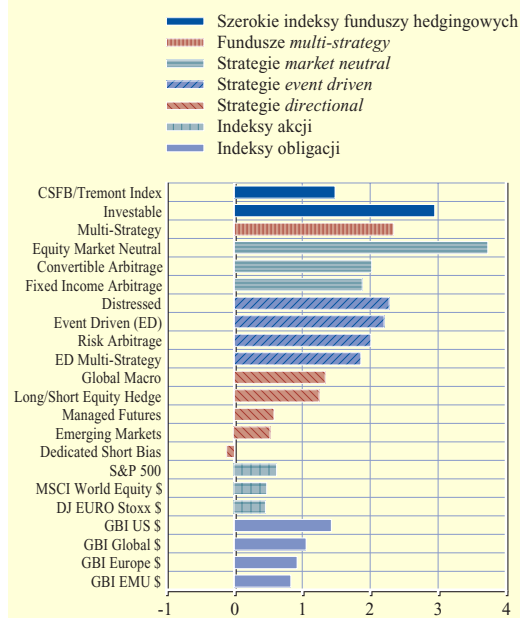
ZARZĄDZANY KAPITAŁ

Utrzymujący się niski poziom stóp procentowych i duże zapasy płynności doprowadziły do globalnego poszukiwania zyskownych inwestycji, które rozpoczęło się w 2003 r.⁴ W obliczu niezadowolających wyników z tytułu

⁴ Zob. EBC (2004): *Financial Stability Review*, grudzień; EBC (2005): *Financial Stability Review*, czerwiec; EBC (2005): *Financial Stability Review*, grudzień.

Wykres 1 Relacja stopy zwrotu do ryzyka

(iloraz zannualizowanej składanej stopy zwrotu przez zannualizowaną zmienność rentowności miesięcznych; styczeń 1994 – październik 2005; dane miesięczne)



Źródła: Datastream, Bloomberg i obliczenia EBC.

Uwagi: CSFB/Tremont Index i podindeksy od stycznia 1994 r., z wyjątkiem Multi-Strategy (od kwietnia 1994 r.) i Investable (od stycznia 2000 r.). Global Bond Index (GBI) EMU \$ od stycznia 1995 r.

łu tradycyjnych aktywów takich jak obligacje i akcje wielu inwestorów zwróciło się do funduszy hedgingowych w celu uzyskania wyższych stóp zwrotu skorygowanych o ryzyko. Szczególnie atrakcyjny dla inwestorów okazał się profil wyników funduszy hedgingowych (zob. wykres 1), które są zasadniczo nieskorelowane z wynikami innych aktywów.

Silny napływ kapitału do branży funduszy hedgingowych rozpoczął się w 2002 r. (zob. wykresy 2 i 3). Segment europejski, obejmujący fundusze mające siedzibę w Europie lub tu zarządzane, rósł szybciej niż całość branży; szacuje się, że przypada na niego co najmniej 20% kapitałów zarządzanych przez fundusze hedgingowe na całym świecie⁵. Nastąpił także wzrost udziału funduszy stosujących kilka

strategii, wynikający z faktu, że zarówno zarządzający, jak i inwestorzy chcą mieć możliwość dostosowania strategii do warunków panujących na rynku (zob. wykresy 4 i 5).

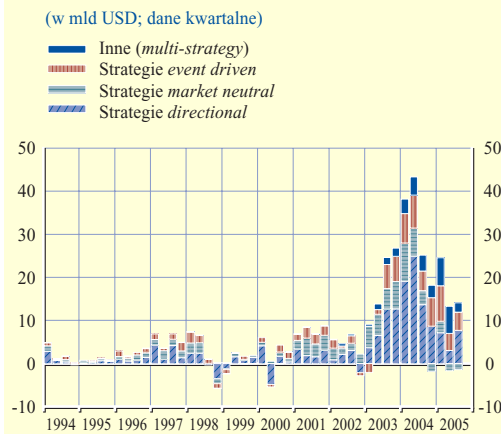
Pojawiły się jednak oznaki, że w następstwie nieszczerólnie dobrych wyników w ostatnim okresie napływ kapitału uległ spowolnieniu. Zrodziło to pytania o granice zdolności funduszy hedgingowych do dalszego generowania zysków niezależnie od koniunktury w warunkach ograniczania niedoskonałości rynków i wynikających z nich okazji do arbitrażu. Osiągnięcie tej granicy doprowadzi prawdopodobnie do większej presji związanej z podniesieniem opłat, co spowoduje wzrost wskaźnika rezygnacji (*attrition rate*), zwłaszcza że niektóre fundusze hedgingowe coraz częściej decydują się na ekspozycję na ogólne ryzyko rynkowe zamiast dążyć do uzyskania dodatkowych zysków przez aktywne zarządzanie. Przekroczenie tej granicy może także prowadzić do redystrybucji kapitału między samymi funduszami, gdyż aktywna działalność handlowa jednych funduszy będzie stwarzać okazje do inwestowania dla innych. Możliwy jest także inny scenariusz: różnice między branżą tradycyjnych funduszy inwestycyjnych i funduszy hedgingowych staną się mniej wyraźne, gdy te pierwsze zaczną stosować techniki inwestowania typowe dla funduszy hedgingowych, które z kolei zostaną przez to zmuszone do obniżenia opłat.

BAZA INWESTORÓW

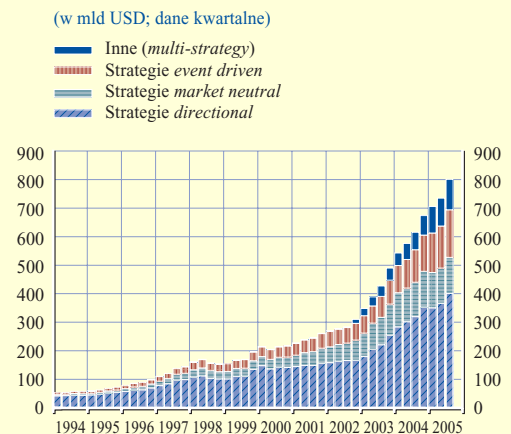
W latach 90. ubiegłego wieku głównymi inwestorami funduszy hedgingowych byli zamożni inwestorzy indywidualni (*high net worth individuals*) (zob. wykres 6). Fakt ten – pomimo kryzysu LTCM – nieco osłabiał obawy natury systemowej związane z tymi funduszami. Jednak w miarę wzrostu zainteresowania podmiotów instytucjonalnych profil inwestorów z czasem uległ zmianie, gdyż nawet przeciętne zyski bezwzględne z funduszy hedgingowych mogą poprawić ogólny profil zysku i ryzyka portfela instytucjonalnego dzięki niskiej korelacji między zyskowością funduszy hedgingowych i tradycyjnych instrumentów inwestycyjnych.

⁵ Zob. Garbaravicius, T., Dierick, F. (2005): *Hedge funds and their implications for financial stability*, [w] ECB: *Occasional Paper* No 34, sierpień.

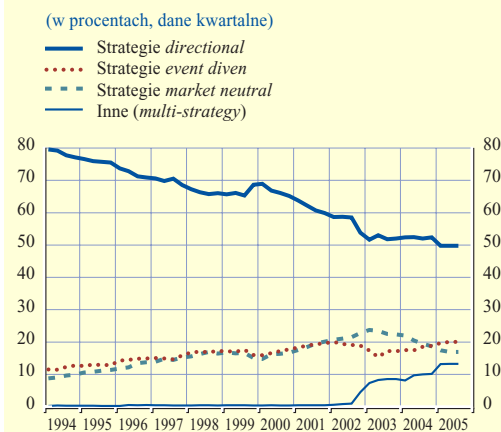
Wykres 2 Przepływy netto funduszy hedgingowych według strategii



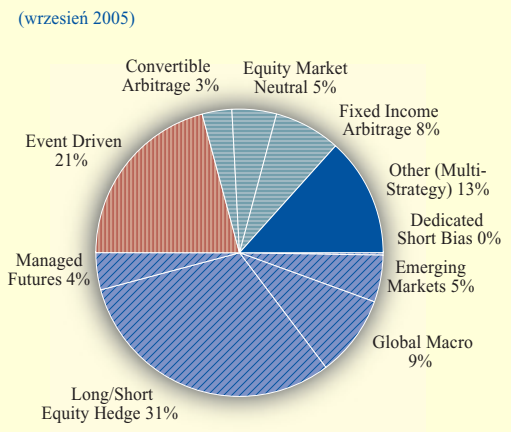
Wykres 3 Kapitał zarządzany przez fundusze hedgingowe według strategii



Wykres 4 Struktura kapitału funduszy hedgingowych według strategii



Wykres 5 Struktura kapitału funduszy hedgingowych według strategii

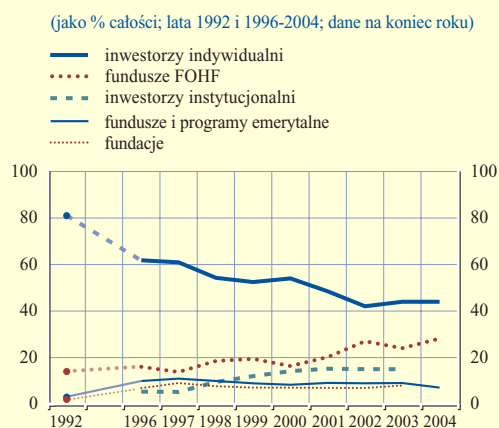


Źródło: Tremont Capital Management.

Uwagi: Nie obejmuje funduszy funduszy (FOHF). Strategie inwestowania zgodnie z trendem obejmują krótką sprzedaż akcji (*long/short equity hedge*), strategie makroekonomiczne (*global macro*), inwestycje na rynkach wschodzących (*emerging markets*), konta zarządzane na rynkach terminowych (*managed futures*) oraz strategie oparte na zajmowaniu głównie krótkich pozycji (*dedicated short bias*); strategie market neutral obejmują arbitraż rynku kapitałowego (*equity market neutral*) oraz arbitraż pomiędzy instrumentami odsetkowymi (*fixed income arbitrage*) i między akcjami a odpowiadającymi im instrumentami zamiennymi (*convertible arbitrage*).

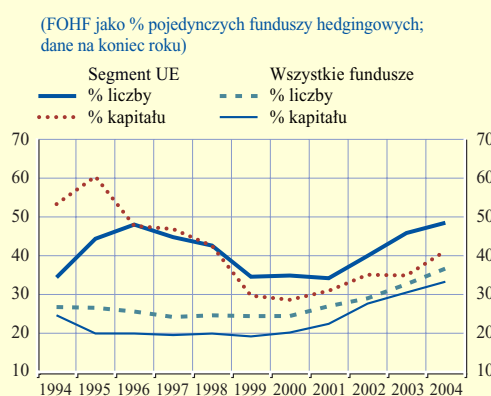
Kolejną tendencją wartą odnotowania jest rosnąca rola funduszy FOHF (zob. wykres 7), jako że nawet inwestorzy instytucjonalni często wolą polegać na ich doświadczeniu i odnosić korzyści ze zróżnicowania portfela, pomimo dodatkowych opłat naliczanych oprócz stawek pobieranych przez bazowe pojedyncze fundusze hedgingowe. Kolejnym powodem większej popularności funduszy FOHF wśród inwesto-

rów jest niższy wskaźnik rezygnacji w porównaniu z pojedynczymi funduszami. Ponadto inwestorów instytucjonalnych często obowiązuje dolny limit kwoty, jaką mogą zainwestować w kategoriach bezwzględnych lub w relacji do kapitału zarządzanego przez dany fundusz, z uwagi na wysokie koszty związane z badaniem *due diligence* i monitorowaniem większej liczby funduszy. Dlatego właśnie dla mniej-

Wykres 6 Inwestorzy funduszy hedgingowych

Źródło: Hennessee Group.

Uwaga: Dane za 1992 r. z International Financial Services, London (uzyskane od Hennessee Group i analiz CQA).

Wykres 7 Znaczenie funduszy funduszy hedgingowych (FOHF)

Źródło: Lipper TASS database (wersja 30.06.2005).

Uwaga: Jedynie fundusze podające w sprawozdaniach (szacunkową) wartość zarządzanego kapitału.

szych funduszy hedgingowych – które są za małe dla inwestorów instytucjonalnych – głównym źródłem środków są fundusze FOHF. Fundusze funduszy są też istotnym produktem inwestycyjnym dla inwestorów indywidualnych pragnących uzyskać dostęp do funduszu hedgingowego z uwagi na niższe wymagania dotyczące minimalnej wartości inwestycji i mniejsze ograniczenia co do oferty publicznej obowiązujące w niektórych krajach.

W miarę jak coraz liczniejsza grupa inwestorów instytucjonalnych rozważa możliwość zainwestowania w fundusze hedgingowe, rosną wymagania potencjalnych inwestorów co do ładu korporacyjnego i zarządzania ryzykiem. Może to zapoczątkować konsolidację branży, jako że koszty prowadzenia funduszu hedgingowego stale rosną, a skala ich działalności jest często niewielka (w niektórych funduszach poniżej 100 mln USD zarządzanego kapitału). Konsolidacja może następować równocześnie z instytucjonalizacją branży funduszy hedgingowych, wynikającą ze zwiększania udziału banków wchodzących na ten rynek dzięki przejmowaniu lub zakładaniu funduszy w odpowiedzi na zapotrzebowanie inwestorów na poszerzenie oferty alternatywnych inwestycji.

4. KONSEKWENCJE DLA STABILNOŚCI FINANSOWEJ

ASPEKT POZYTYWNY

Często więcej mówi się o zagrożeniach związanych z działalnością funduszy hedgingowych niż o jej stronach pozytywnych. A te jak najbardziej istnieją. Fundusze hedgingowe przyczyniają się do utrzymania płynności rynku, gdyż są bardziej skłonne do narażania swojego kapitału na ryzyko w warunkach większej zmienności, co pozwala na amortyzację wstrząsów rynkowych. Obecność funduszy hedgingowych jako podmiotów aktywnie biorących na siebie ryzyko może też przyczynić się do rozwoju zarówno rynków dopiero raczkujących, jak i wysoce wyspecjalizowanych rynków pozagiełdowych (np. derywatów kredytowych) oraz poprawić rozkład ryzyka wśród uczestników rynku. Dążąc do uzyskania wyższych zysków fundusze hedgingowe niwelują – dzięki arbitrażowi – różnice w cenach, jakich żąda się za ten sam rodzaj ryzyka na różnych rynkach, co jest korzystne dla procesu wyznaczania cen (*price discovery*). Można więc uznać, że w ten sposób fundusze hedgingowe przyczyniają się także do integracji

rynków finansowych. Ich działalność może ponadto wzmagać dyscyplinujące oddziaływanie rynków. Fundusze hedgingowe dają także szersze możliwości różnicowania portfeli, uzupełniając w ten sposób działalność rynków finansowych, co w ostatecznym rozrachunku prowadzi do wzrostu dobrobytu społeczeństwa. Wszystkie te czynniki analizowane łącznie wskazują zatem, że fundusze hedgingowe mogą wywierać korzystny wpływ na stabilność globalnego systemu finansowego.

ASPEKT NEGATYWNY

Szybki rozwój branży funduszy hedgingowych rodzi szereg istotnych pytań o ich potencjalny niekorzystny wpływ na stabilność finansową. Fundusze hedgingowe oddziałują na funkcjonowanie rynków finansowych i banków, a za ich pośrednictwem mogą destabilizować cały sektor finansowy. Relacja między oboma kanałami jest bardzo ścisła; zajście w jednym z nich zdarzenia związanego z funduszem hedgingowym może przez wzajemne powiązania spowodować zwielokrotnione skutki.

(A) RELACJE Z RYNKAMI FINANSOWYMI

Kryzys LTCM we wrześniu 1998 r. stanowi najbardziej dobitny przykład możliwości sparaliżowania globalnych rynków finansowych przez fundusze hedgingowe. Kluczem do zapobiegania podobnym zdarzeniom jest stosowanie ostrożnościowych zasad zarządzania ryzykiem przez same fundusze hedgingowe oraz przez banki. W tym względzie szczególnie istotne jest, by nie zapominać o relacji między dźwignią finansową, ryzykiem kredytowym i ryzykiem płynności. Bez wystarczających rezerw płynności lub możliwości pożyczania środków zastosowanie dźwigni finansowej i wystawienie się i wystawienie się – w pogoni za zyskiem – na niezróżnicowane ryzyko rynkowe może spowodować, że fundusz nie będzie w stanie uzupełnić depozytu zabezpieczającego i wywiązać się z innych zobowiązań. Sytuację może dodatkowo pogorszyć brak płynności aktywów na rynkach będących w trudnej sytuacji, uniemożliwiający funduszom hedgingowym za-

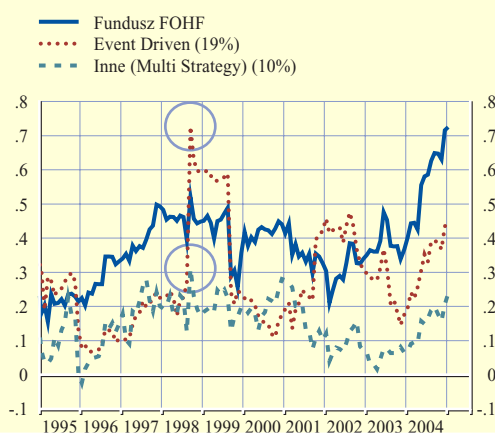
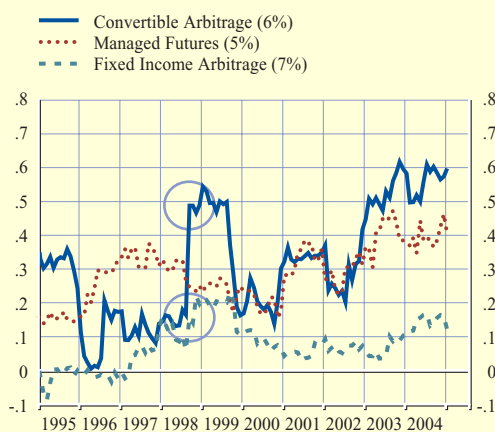
mknięcie otwartych pozycji po rozsądnych cenach i utrudniający bankom upłynnienie zabezpieczeń.

Wydaje się, że od czasu kryzysu LTCM większość funduszy hedgingowych ostrożniej stosuje dźwignię finansową, chociaż ograniczone wymagania w zakresie ujawniania informacji stawiane tej branży utrudniają dokonanie bardziej kompleksowej oceny. Szereg największych funduszy hedgingowych ma portfele zróżnicowane dzięki zastosowaniu różnych strategii, co uspokaja nieco obawy w tym zakresie. Istnieją jednak oznaki, że mniejsze możliwości generowania zysków w panujących obecnie warunkach (niskie stopy procentowe, niska zmienność i przekonanie o dużej płynności) popchnęły niektóre fundusze hedgingowe do zwiększenia zaangażowania w instrumenty niepłynne. Równocześnie wydaje się, że fundusze hedgingowe szukają obecnie bardziej stabilnych źródeł finansowania w bankach lub ustanawiają dłuższe okresy blokady dla ochrony przed nagłym wycofaniem się inwestorów. Jednak same okresy blokady nie dają pełnego obrazu ryzyka wykupu, gdyż należy w nim także uwzględnić częstotliwość wykupu, okresy wypowiedzenia i możliwość wcześniejszego wykupu (po uiszczeniu jednorazowej opłaty).

Wiele uwagi poświęca się także wpływowi działalności handlowej funduszy hedgingowych na zmienność rynku. Często obwinia się fundusze hedgingowe o stosowanie agresywnych krótkookresowych strategii, mogących prowadzić do nadmiernej zmienności i destabilizacji rynków finansowych. Nie jest jednak jasne, czy zarządzający funduszami hedgingowymi wolą stosować strategię inwestowania z trendem (*momentum*) czy wbrew trendowi (*contrarian*). Strategia inwestowania z trendem polega na kupowaniu instrumentów finansowych, gdy ich ceny rosną i sprzedawaniu, gdy spadną, co może zwiększyć wahania cen lub doprowadzić do powstania bańki spekulacyjnej. Istnieje bardzo ciekawe opracowanie na ten temat autorstwa amerykańskiej Komisji ds. Obrotu Towarowymi Kontraktami Terminowymi (*US Commodity Futures Trading Commission* – CFTC).

Wykres 8 Mediana korelacji par zwrotów funduszy hedgingowych w ramach poszczególnych strategii

(ruchome okno 12-miesięczne; dane miesięczne)



Źródło: Garbaravicius, T., Dierick, F. (2005): *Hedge funds and their implications for financial stability*, [w] ECB Occasional Paper No 34, sierpień.

Uwagi: Punkt w kółku odnosi się do wzrostów w sierpniu 1998 r. W poszczególnych ruchomych oknach 12-miesięcznych ujęto jedynie fundusze, dla których dostępne były dane za 12 miesięcy. Liczby w nawiasach po nazwie strategii wskazują udział w łącznej wartości zarządzanego kapitału (wyjąwszy FOHF) na koniec grudnia 2004 r. według danych Tremont Capital Management.

Na podstawie danych mikro o transakcjach Komisja stwierdziła, że fundusze hedgingowe typu managed futures⁶ raczej łagodzą niż zwiększają zmienność rynków energii poprzez dostarczanie płynności pozostałym uczestnikom rynku⁷.

⁶ Fundusze hedgingowe typu managed futures inwestują na finansowych i towarowych rynkach terminowych stosując strategię inwestowania z trendem.

⁷ Haigh, M.S., J. Hranaiova., Overdahl, J.A. (2005): *Price dynamics, Price Discovery and Large Futures Trader Interactions in the Energy Complex*. CFTC, kwiecień.

Kolejnym czynnikiem rodzącym obawy jest „tłok” panujący w branży funduszy hedgingowych. W miarę jak coraz więcej funduszy stara się wykorzystać okazje do wygenerowania zysku przy pomocy zbliżonych strategii, pozycje rynkowe poszczególnych funduszy mogą stać się bardzo podobne lub jednakowe. Gdyby uczestnicy rynku jednocześnie postanowili upłynnić swoje pozycje, naraziłoby to fundusze hedgingowe, banki inwestycyjne stosujące podobne do nich strategie oraz ich docelowe rynki na niebezpieczeństwo wystąpienia przeciwnej dynamiki rynku. Obawę tę częściowo uzasadnia fakt, że korelacje między stopami zwrotu funduszy hedgingowych w ramach niektórych strategii ostatnio zwiększyły się (zob. wykres 8). Ponadto korelacje te są najwyższe w przypadku strategii arbitrażu kredytowego oraz między akcjami i obligacjami zamiennymi, które zwykle opierają się na najwyższej dźwigni. Zamknięcie otwartych pozycji opartych na dźwigni może zakłócić działanie pewnych rynków, zwłaszcza gdyby występujący na nich poziom płynności okazał się zbyt niski.

(B) RELACJE Z BANKAMI

Zaangażowanie banków w fundusze hedgingowe można podzielić na bezpośrednie i pośrednie. Zaangażowanie bezpośrednie obejmuje finansowanie, obrót, inwestycje oraz zaangażowanie przynoszące bieżący dochód. Ryzyko pośrednie wynika z ekspozycji wobec kontrahentów, którzy z kolei są zaangażowani w fundusze hedgingowe i w rynki finansowe, na które fundusze te wpływają. Wśród zagrożeń bezpośrednich największym – bo najtrudniejszym do zarządzania – źródłem ryzyka są powiązania finansowe i transakcyjne z funduszami hedgingowymi.

W 2005 r. Komitet Nadzoru Bankowego ESBC przeprowadził sondaż w sprawie ekspozycji dużych banków UE w funduszach hedgingowych⁸. Sondaż dostarczył pewnych dowodów na istnienie znaczących różnic między zaangażowaniem dużych banków UE w poszczegól-

⁸ EBC (2005): *Large EU banks' Exposures to Hedge Funds*, listopad.

nych krajach. Ekspozycje te nie są znaczące w relacji do sumy bilansowej czy sumy przychodów banków i w większości obejmują papiery inwestycyjne. Wynika to przynajmniej częściowo z faktu, że światowy rynek *prime brokerage* jest zdominowany przez instytucje amerykańskie. Dostępne dane wskazują, że poziom zaangażowania szybko rośnie i sytuacja ta prawdopodobnie się utrzyma w miarę dalszej ekspansji branży funduszy hedgingowych i jej segmentu europejskiego.

Ogólnie rzecz biorąc w badanych bankach obowiązują rygorystyczne wymagania w odniesieniu do zaangażowania w fundusze hedgingowe, z silnym naciskiem na obowiązek złożenia zabezpieczenia. Większość banków zadeklarowała, że stosuje testy warunków skrajnych (*stress testing*) do oceny wpływu wysoce zmiennych lub nie płynnych rynków na własne ekspozycje. Sondaż ujawnił jednak szereg niedociągnięć. Na przykład testy warunków skrajnych stosuje się mniej powszechnie w odniesieniu do zabezpieczeń i ogranicza się głównie do pojedynczych ekspozycji. Niektóre banki miały problem z agregacją – na poziomie całej firmy – zaangażowania w poszczególne fundusze i grupy funduszy stosujące podobne strategie. Bankom sprawiała także trudność ocena ogólnego profilu ryzyka funduszu, zwłaszcza w przypadku dużych funduszy mających relacje finansowe i handlowe z wieloma kontrahentami. Ponadto, odnotowano pewnie niedociągnięcia w zakresie ilości, jakości i terminowości informacji przekazywanych bankom przez fundusze hedgingowe. Stwierdzono też istnienie presji na złagodzenie zasad stosowanych przez banki wobec kontrahentów z uwagi na panującą na rynku konkurencję. Funduszom hedgingowym, zwłaszcza tym większym, udawało się wynegocjować mniej rygorystyczne warunki kredytowania, w tym na przykład niższe marże, wyższe wartości limitu spadku wartości aktywów netto czy obrót jedynie z depozytem uzupełniającym.

Wnioski z sondażu wskazują, że większość założeń przedstawionych po kryzysie LTCM

(zob. część 6) jest nadal ważna. Banki powinny zatem dalej ulepszać zarządzanie ryzykiem i wywierać presję na fundusze hedgingowe w celu zwiększenia ich przejrzystości.

5. REGULACJE

Dynamiczny rozwój funduszy hedgingowych wywołał szereg obaw będących kluczowym argumentem w debacie o potrzebie i sposobie uregulowania ich działalności. Za wprowadzeniem regulacji przemawiają trzy argumenty: stabilność finansowa, ochrona inwestorów i integralność rynku. Rzadziej wymienia się czwarty argument, że wprowadzenie jednolitego (choć łagodnego) reżimu regulacyjnego sprzyjałoby integracji rynku. Argument ten podniesiono w debacie nad ewentualnym wprowadzeniem dla funduszy hedgingowych przepisów na szczeblu UE przyznających im „wspólny paszport”, tak jak ma to obecnie miejsce w przypadku UCITS.

Najważniejszym powodem wprowadzenia regulacji jest ochrona stabilności finansowej, ale – jak wspomniano w części 4 – trudno jest przesądzić, czy saldo korzyści przeważałoby nad skutkami negatywnymi. Kwestia ochrony inwestorów jest ściśle związana z pytaniem, w jakim zakresie należy zezwolić inwestorom indywidualnym na inwestowanie w fundusze hedgingowe i jak chronić ich przed takimi praktykami, jak niewłaściwa sprzedaż i ujawnianie niewystarczających informacji. W niektórych krajach fundusze hedgingowe bardziej otwierają się dla inwestorów indywidualnych. Proces „udetalicznienia” może nastąpić w sposób bezpośredni, ale często odbywa się za pośrednictwem funduszy FOHF lub instrumentów finansowych, których wyniki są powiązane z wynikami funduszy hedgingowych (np. pewne rodzaje bonów strukturyzowanych lub polisy ubezpieczeniowe powiązane z jednostkami funduszy). I wreszcie argument dotyczący integralności rynku opiera się na tezie, że z uwagi na swój międzynarodowy i nieuregulowany charakter branża funduszy hedgingowych jest szczególnie narażona na działania niedozwolone takie jak oszustwa, nadużycia

i pranie brudnych pieniędzy. Brak jednak definitywnych dowodów, by nadużycia takie występowały częściej w działalności funduszy hedgingowych niż innych, niepodlegających regulacjom pośredników.

Jeżeli chodzi o potencjalne sposoby uregulowania branży możliwe są całkowicie skrajne podejścia, od całkowitego braku uregulowań do pełnej bezpośredniej regulacji, oraz cały szereg rozwiązań pośrednich, w tym samoregulacja (np. przy pomocy kodeksów postępowania przyjętych przez branżę zarządzania aktywami), regulacje pośrednie (np. poprzez relacje między funduszami hedgingowymi i podlegającymi regulacjom kontrahentami) oraz łagodne regulacje pośrednie (np. obejmujące tylko niektóre aspekty działalności, takie jak ujawnianie informacji czy relacje z inwestorami indywidualnymi). Ponieważ branża funduszy hedgingowych jest z natury międzynarodowa i może z łatwością wymykać się regulacjom krajowym, do tej pory kładziono szczególnie nacisk na regulacje pośrednie, które w istocie należą do nadzoru bankowego. Jednak ostatnio amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) przyjęła regulację dotyczącą doradców (zarządzających) funduszy hedgingowych, którzy do lutego 2006 r. mają obowiązek zarejestrować się w SEC, po czym będą podlegać przepisom ustawy o doradcach inwestycyjnych (*Investment Advisers Act*).

ISTNIEJĄCE RAMY REGULACYJNE UE

Unijne ramy regulacyjne dla funduszy inwestycyjnych opierają się na przepisach dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania (UCITS)⁹. Przedsiębiorstwa UCITS zajmują się inwestowaniem środków uzyskanych od inwestorów indywidualnych. Korzystają z „paszportu europejskiego” – dopuszczenie do obrotu w jednym państwie członkowskim oznacza, że jednostki UCITS można oferować inwestorom indywidualnym we wszystkich

pozostałych państwach członkowskich po przedstawieniu zwykłego zawiadomienia. Przy tak ogromnym ułatwieniu obrotu międzynarodowego ograniczono ryzyko ponoszone przez inwestorów indywidualnych, wprowadzając ścisłe reguły dotyczące polityki inwestycyjnej UCITS, kapitału i ujawniania informacji, deponowania aktywów oraz nadzoru przez niezależnego depozytariusza. Przepisy w sprawie UCITS są dość restrykcyjne pod względem rodzajów produktów finansowych, w jakie można inwestować oraz zasad zróżnicowania ryzyka. Typowy fundusz hedgingowy nie spełnia tych przepisów. Z drugiej strony po wprowadzeniu dyrektyw UCITS III złagodzone ograniczenia dotyczące inwestycji. Na przykład przedsiębiorstwa UCITS mogą obecnie w większym zakresie korzystać z instrumentów pochodnych i dźwigni, a zatem mają większe możliwości stosowania strategii podobnych do funduszy hedgingowych. Obecnie w UE brak wspólnego reżimu regulacyjnego dotyczącego konkretnie funduszy hedgingowych i zarządzających tymi funduszami, natomiast wiele krajów wprowadziło własne przepisy. Na przykład Francja, Hiszpania, Irlandia, Luksemburg, Niemcy i Włochy wprowadziły krajowe przepisy dotyczące pojedynczych funduszy hedgingowych i funduszy FOHF. Wszystkie one skupiają się głównie na ochronie inwestorów, ale różnią się między sobą pod względem sposobu rozprawiania jednostek funduszy hedgingowych, ograniczeń subskrypcyjnych, zasad dotyczących zarządzania środkami oraz wymagań co do ujawniania informacji.

Istnieje też szereg bardziej ogólnych przepisów unijnych, które wprawdzie nie dotyczą konkretnie funduszy hedgingowych czy branży zarządzania aktywami, ale wpływają na ich działalność. Należą do nich dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (MIFID)¹⁰, dyrektywa w sprawie prospektu emisyjnego¹¹ i dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku¹². Na przykład zarządzający fundu-

⁹ Zob. dyrektywa 85/61/EWG zmieniona m.in. dyrektywami 2001/107/WE („dyrektywa w sprawie spółek zarządzających”) i 2001/108/WE („dyrektywa produktowa”), zwanymi łącznie dyrektywami UCITS III.

¹⁰ Dyrektywa 2004/39/WE.

¹¹ Dyrektywa 2003/71/WE.

¹² Dyrektywa 2003/6/WE.

szem hedgingowym, który świadczy usługi doradztwa inwestycyjnego i zarządzania portfelem, czyli podlegające przepisom MIFID, musi przestrzegać postanowień tej dyrektywy w takich dziedzinach jak realizacja zleceń, konflikt interesów, zarządzanie ryzykiem czy outsourcing.

NAJNOWSZE INICJATYWY UNIJNE

Różnice między krajami związane z brakiem ujednoczenia produktów zarządzania aktywami, do których należą fundusze hedgingowe, prowadzą do rozdrobnienia utrudniającego powstanie wspólnego rynku. Zwrócono uwagę na tę istotną kwestię w uchwale przyjętej przez Parlament Europejski w styczniu 2004 r., w której proponuje się przyjęcie łagodnego reżimu regulacyjnego dla złożonych inwestycji alternatywnych (w tym funduszy hedgingowych). Celem tej propozycji było ściągnięcie do UE funduszy zarejestrowanych w rajach podatkowych i umożliwienie im korzystania z paszportu europejskiego.

Zagadnienie uregulowania działalności funduszy hedgingowych na szczeblu unijnym jest także omawiane w ramach dyskusji nad ogólną strategią dla sektora usług finansowych na najbliższe pięć lat w związku z bliskim zakończeniem prac nad planem działania w zakresie usług finansowych (*Financial Services Action Plan – FSAP*). W maju 2004 r. grupa ekspertów powołana do pracy nad kwestią zarządzania aktywami przedstawiła zalecenie, by Komisja Europejska zrewidowała ramowe zasady dotyczące produktów niezharmonizowanych, takich jak fundusze hedgingowe, pod kątem stworzenia rynku paneuropejskiego. Ramowe zasady dotyczące funduszy UCITS uznano przy tym za przydatny dokument referencyjny, który można by dostosować do specyficznego charakteru takich produktów.

W maju 2005 r. Komisja opublikowała zieloną księgę przedstawiającą jej wstępne poglądy na politykę w sprawie usług finansowych na następne pięć lat; dokument ten nie zawiera jednak żadnych konkretnych inicjatyw doty-

czących funduszy hedgingowych. W lipcu tego samego roku Komisja rozpoczęła konsultacje społeczne w sprawie ulepszenia ramowych zasad działalności funduszy inwestycyjnych, w wyniku których stwierdzono, że obecnie brak istotnych argumentów za stworzeniem przepisów unijnych w sprawie funduszy hedgingowych. Komisja potwierdziła jednocześnie, że będzie nadal zajmować się postępującym „udetalicznieniem” funduszy hedgingowych oraz wpływem tego procesu na rynki finansowe i zaangażowanie banków inwestycyjnych. Komisja poinformowała o powołaniu w związku z tym branżowej grupy roboczej ds. alternatywnych strategii inwestycyjnych.

6. NADZÓR

Przeszkodą dla bezpośredniego uregulowania działalności funduszy hedgingowych jest globalny charakter tej branży i możliwość przeniesienia siedziby funduszu do innego państwa, aby nie podlegać przepisom krajowym. Jest to podstawowy powód, dla którego wszystkie inicjatywy międzynarodowe dotyczące funduszy hedgingowych podejmowane od czasu kryzysu LTCM starają się wpływać na działalność funduszy poprzez ich relacje z podmiotami podlegającymi regulacjom, w szczególności z bankami. Większość tych inicjatyw dotyczy właściwej praktyki zarządzania ryzykiem. Pierwsze wytyczne w tym zakresie wydały organy nadzoru bankowego, ale także w sektorze prywatnym podjęto szereg inicjatyw (zob. tabela 2). Drugą istotną kwestią związaną z nadzorem jest sposób traktowania zaangażowania w fundusze hedgingowe w świetle przepisów kapitałowych dotyczących banków.

ZARZĄDZANIE RYZYKIEM

(A) INICJATYWY SEKTORA PUBLICZNEGO

Podczas przeprowadzonego w 1999 r. przeglądu transakcji między bankami i funduszami hedgingowymi po kryzysie LTCM Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego wskazał szereg słabych punktów w zarządzaniu ryzykiem

Tabela 2 Główne inicjatywy organizacji międzynarodowych dotyczące funduszy hedgingowych

styczeń 1999	Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego, <i>Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions (HLIs)</i>
styczeń 1999	Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego, <i>Sound Practices for Banks' Interactions with HLIs</i>
czerwiec 1999	Risk Management Policy Group I, <i>Improving Counterparty Risk Management Practices</i>
listopad 1999	Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych IOSCO, <i>Report on Hedge Funds and Other HLIs</i>
styczeń 2000	<i>Banks' interactions with Highly Leveraged Institutions: Implementation of the BCBS Sound Practices Paper</i>
kwiecień 2000	Forum Stabilności Finansowej, <i>Report of the Working Group on HLIs</i>
marzec 2001	Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego/IOSCO, <i>Review of Issues Relating to HLIs</i>
sierpień 2002	Alternative Investment Management Association, <i>Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers</i>
lipiec 2005	Risk Management Policy Group II, <i>Toward Greater Financial Stability: a Private Sector Perspective</i>
sierpień 2005	Managed Funds Association, <i>Sound Practices for Hedge Fund Managers</i> (aktualizacja opracowań z lat 2000 i 2003)

kredytowym przez banki, w tym przywiązywanie zbyt małej wagi do szczegółowej analizy ryzyka kredytowego poszczególnych kontrahentów, nadmierne poleganie na zabezpieczeniach finansowych jako narzędziu ograniczania ryzyka kredytowego oraz braki w wycenie ekspozycji i zarządzaniu nimi. W rezultacie Komitet opracował szczegółowe wytyczne dotyczące relacji banków z instytucjami stosującymi wysoką dźwignię (*highly leveraged institutions – HLI*), czyli przede wszystkim funduszami hedgingowymi. Przedstawione w nich zalecenia uzupełniają ogólne wytyczne Komitetu Bazylejskiego w sprawie zarządzania ryzykiem, w tym ryzykiem kredytowym¹³. Następnie Forum Stabilności Finansowej (*Financial Stability Forum – FSF*) podkreśliło, że kompetentne zarządzanie ryzykiem kontrahenta i lepszy nadzór nad kredytodawcami instytucji stosujących wysoką dźwignię mają kluczowe znaczenie dla właściwej reakcji na zagrożenia systemowe, jakie niosą ze sobą te instytucje.

Zgodnie z wytycznymi Komitetu Bazylejskiego, w ramach ogólnego zarządzania ryzykiem banki winny opracować jasne zasady i procedury dotyczące ich relacji z instytucjami o wysokiej dźwigni, obejmujące gromadzenie informacji, badania *due diligence* oraz analizę kredytową. Należy właściwie wyceniać i uważnie monitorować zaangażowanie kredytowe, a w szczególności – jako że stosowane środki powinny być dostosowane do charakteru relacji z instytucjami o wysokiej dźwigni, które często obejmują obrót handlowy i transakcje na instrumentach pochodnych – szacować „potencjalne przyszłe ekspozycje kredytowe”¹⁴ oraz prowadzić testy warunków skrajnych. Aby ograniczyć potencjalne straty, zaangażowanie powinno mieścić się w formalnych limitach. Kolejnym sposobem ograniczenia strat jest lepsze dostosowanie zabezpieczenia i warunków umów do charakteru danej instytucji, na przykład przez żądanie złożenia depozytu.

¹³ Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (2000): *Principles of the Management of Credit Risk*, wrzesień.

¹⁴ Bieżące zaangażowanie kredytowe równe jest wartości niespłaconych kredytów lub kosztowi odtworzenia pozycji handlowych. Potencjalne przyszłe zaangażowanie kredytowe natomiast uwzględnia możliwe zmiany wartości bieżącego zaangażowania kredytowego do czasu zamknięcia pozycji handlowych.

zytu początkowego oraz dopuszczenie wcześniejszego zakończenia umowy w razie istotnego pogorszenia się wiarygodności kredytowej instytucji o wysokiej dźwigni. Komitet Bazylejski oraz Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) sprawdziły także, w jakim zakresie zasady dobrej praktyki są rzeczywiście stosowane. Okazało się, że wprawdzie banki poprawiły sposób zarządzania ryzykiem, ale można jeszcze wprowadzić dalsze ulepszenia w zakresie badań *due diligence*, wyceny zaangażowania i testów warunków skrajnych.

(B) INICJATYWY SEKTORA PRYWATNEGO

Uzupełnieniem inicjatyw sektora publicznego są działania podejmowane przez branżę finansową w celu podniesienia standardów zarządzania ryzykiem, do czego wzywały także odpowiednie władze w następstwie kryzysu LTCM¹⁵. Jedną z najważniejszych inicjatyw w tym zakresie było opracowanie zaleceń Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG)¹⁶, w skład której weszły największe banki komercyjne i inwestycyjne działające w skali międzynarodowej. W 1999 r. grupa opublikowała pierwszy raport dotyczący poprawy wewnętrznego zarządzania ryzykiem kredytowym i rynkowym kontrahenta. W 2005 r. ukazała się aktualizacja uwzględniająca m.in. szybki rozwój funduszy hedgingowych i złożonych instrumentów finansowych. Część zaleceń CRMPG (zwłaszcza w zakresie zarządzania ryzykiem) dotyczy pojedynczych podmiotów, inne całej branży (np. w obszarze jednostkowych i ramowych umów kompensacyjnych), a trzecia kategoria dotyczy organów władzy (np. badania informacji o dużych ekspozycjach przez podmioty działające na rynkach regulowanych).

Ponadto, zgodnie z zaleceniami Forum Stabilności Finansowej, również w branży zarządza-

nia aktywami podjęto szereg inicjatyw zmierzających do poprawy sposobu zarządzania ryzykiem przez zarządzających funduszami hedgingowymi. Zalecenia w tej dziedzinie przedstawiły na przykład stowarzyszenia Alternative Investment Management Association (AIMA) i Managed Funds Association (MFA).

WYMOGI KAPITAŁOWE

Ograny nadzoru wymagają, by kapitał regulacyjny banków odpowiadał podejmowanemu przez nie ryzyku. Obecnie wymogi kapitałowe opierają się na przybliżonych miarach ryzyka określonych w Umowie Kapitałowej z 1988 r. (Umowa Bazylejska I). W 1996 r. uzupełniono ją o zagadnienia ryzyka rynkowego. Zasadnicza zmiana w zasadach dotyczących kapitału nastąpiła w 2004 r. wraz z przyjęciem nowej, szerszej i w większym stopniu uwzględniającej ryzyko Nowej Umowy Kapitałowej (Umowa Bazylejska II), która będzie wdrażana przez poszczególne kraje w nadchodzących latach¹⁷. Umowa Bazylejska I określała jedynie minimalne wymogi kapitałowe, natomiast Nowa Umowa Kapitałowa opiera się na trzech filarach:

- Filar I – minimalne wymogi kapitałowe,
- Filar II – proces przeglądu nadzorczego,
- Filar III – dyscyplina rynkowa.

Nowością jest zasada, że w celu obliczenia minimalnego wymogu kapitałowego dla ryzyka kredytowego banki mogą przy ocenie ryzyka opierać się albo na opinii agencji ratingowych (metoda standardowa), albo na wewnętrznych ratingach według własnych modeli oceny ryzyka (*internal ratings based approach* – IRB).

Wymogi kapitałowe dotyczące banków nie przewidują specjalnego traktowania ekspozycji w funduszach hedgingowych, które

¹⁵ Zob. na przykład President's Working Group on Financial Market (1999): *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, kwiecień.

¹⁶ Grupa ds. polityki w zakresie zarządzania ryzykiem kontrahenta utworzona w styczniu 1999 r. po kryzysie LTCM (przyp. tłum).

¹⁷ Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (2004): *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, czerwiec.

w związku z tym należy wpasować w ogólne ramy badania wypłacalności. Umowa Kapitałowa II jest pod tym względem znacznie lepiej przystosowana do ryzyka, jakie niosą ze sobą fundusze hedgingowe.

Umowa Bazylejska I nie wprowadza dużego rozróżnienia wymogów kapitałowych z uwagi na poziom ryzyka. Umowa Kapitałowa II poświęca temu więcej uwagi, zarówno przy metodzie standardowej, jak i IRB, a zatem lepiej radzi sobie ze zwiększonym ryzykiem towarzyszącym zwykle funduszom hedgingowym wskutek stosowania wysokiej dźwigni finansowej, małej przejrzystości działania i dynamicznego profilu ryzyka.

Jednak nawet przy zastosowaniu Umowy Kapitałowej II banki mogą mieć znaczne trudności z oszacowaniem ryzyka związanego z ekspozycjami w funduszach hedgingowych na podstawie własnych modeli. Nie wiadomo na przykład, czy model ryzyka kredytowego opracowany z myślą o klientach korporacyjnych będzie odpowiedni w przypadku funduszy hedgingowych posiadających zupełnie inny i bardziej złożony profil ryzyka. W przypadku modeli ryzyka rynkowego trudności mogą łączyć się z rzadką aktualizacją danych o wartości aktywów netto (potrzebnych do obliczenia zmienności) oraz skośnym rozkładem stóp zwrotu przy stosowaniu pewnych strategii inwestycyjnych.

W ramach procesu przeglądu nadzorczego określonego w Umowie Kapitałowej II kierownictwo banku musi zapewnić, że dana instytucja posiada kapitał wystarczający na pokrycie ponoszonego ryzyka. W przeciwnym razie organy nadzoru powinny podjąć właściwe działania obejmujące wezwanie banku do poprawy zarządzania ryzykiem, poprawy kontroli wewnętrznej, zwiększenia rezerw, a w ostateczności – do podwyższenia kapitału. Filar II pełni zatem istotną rolę przy badaniu, czy bank właściwie radzi sobie z ponoszonym ryzykiem, również tym wynikającym z relacji z funduszami hedgingowymi.

7. WNIOSKI

W ostatnich latach nastąpił imponujący rozwój funduszy hedgingowych, które stały się ważnym alternatywnym instrumentem inwestycyjnym, w coraz większym stopniu dostępnym także dla inwestorów indywidualnych. Ten stan w połączeniu z międzynarodowym i w większości nieuregulowanym charakterem działalności funduszy hedgingowych stawia władze przed poważnymi problemami, które można podzielić na dwie zasadnicze grupy: potencjalny wpływ funduszy hedgingowych na stabilność systemu finansowego oraz możliwości ograniczenia przez sektor publiczny i prywatny ryzyka związanego z rosnącym znaczeniem funduszy hedgingowych w systemie finansowym.

Chociaż działalność funduszy hedgingowych kojarzy się zwykle ze zdarzeniami niekorzystnymi dla rynku, wyważona ocena powinna uwzględniać także ich dobroczynny wpływ na system finansowy, na przykład ich wkład w proces wyznaczania cen, płynność rynku, dyscyplinę rynkową, zróżnicowanie ryzyka i integrację finansową. Trudno jest jednoznacznie ocenić systemowy wpływ funduszy hedgingowych, między innymi z uwagi na brak wiarygodnych informacji i małą przejrzystość tej branży. Ważne jest, by zarówno sektor finansowy, jak i władze starały się osiągnąć dalsze postępy w tej dziedzinie i lepiej zbadać konsekwencje rozwoju funduszy hedgingowych dla całości systemu finansowego.

Głównymi argumentami przytaczanymi w debacie nad możliwością bezpośredniego uregulowania działalności funduszy hedgingowych są stabilność finansowa i ochrona inwestorów. Fundusze hedgingowe i związane z nimi produkty są coraz bardziej dostępne dla inwestorów indywidualnych, ale nie wiadomo dokładnie, w jakim stopniu stały się istotną alternatywą inwestycyjną dla gospodarstw domowych. Z zadowoleniem należy zatem przyjąć działania zmierzające do lepszego zbadania tej kwestii, takie jak niedawny sondaż IOSCO. Z drugiej strony gdyby

uznać, że należy wprowadzić regulacje w celu ochrony stabilności finansowej, można tego skutecznie dokonać – z uwagi na charakter działalności funduszy – jedynie w sposób wysoce skoordynowany na szczeblu międzynarodowym.

Pośredniemu uregulowaniu działalności funduszy hedgingowych (np. kontroli ryzyka za pośrednictwem banków) poświęcone są różne inicjatywy publiczne i prywatne, zwłaszcza

w zakresie zarządzania ryzykiem. Właściwe i elastyczne ramy traktowania ryzyka – także związanego z funduszami hedgingowymi – zapewnia reżim adekwatności kapitałowej banków, w szczególności zaś proces przeglądu nadzorczego wskazany w Umowie Kapitałowej II. Ważne jest zatem, by te najlepsze praktyki i zalecenia realizować w sposób efektywny i konsekwentnie je stosować, nie bacząc na naciski konkurencji.