

Marek Pauka

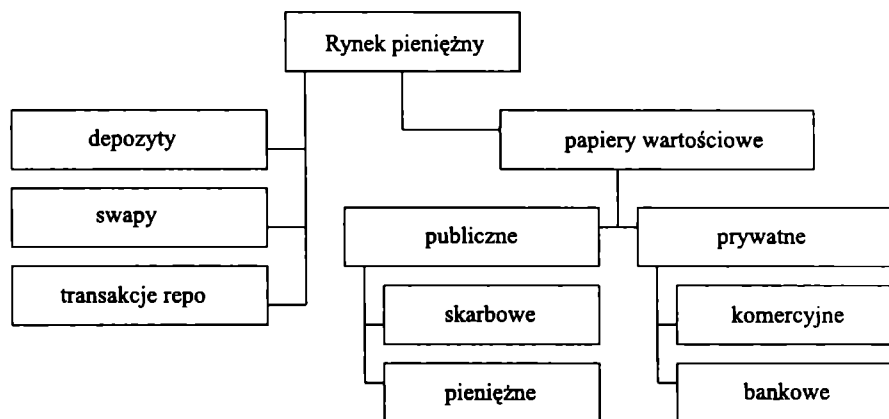
UWARUNKOWANIA SPRAWNEGO FUNKCJONOWANIA RYNKU PIENIĘŻNEGO

Pojęcie rynku pieniężnego odnosi się do rynku instrumentów dłużnych o stosunkowo niskim ryzyku, wysokiej płynności i krótkim okresie zapadania (por. [Stigum 1990, s. 1]). Różni się on znacznie od pozostałych rynków papierów wartościowych, gdyż ma charakter hurtowy, co wynika z wartości transakcji na nim dokonywanych, a głównymi jego uczestnikami i kreatorami są banki.

Na potrzeby ujednolicenia danych statystycznych zbieranych przez instytucje w Unii Europejskiej oraz przy okazji definiowania kierunków inwestycyjnych specjalistycznych funduszy rynku pieniężnego zostały określone cechy instrumentów finansowych mogących być przedmiotem obrotu na tym rynku, a co za tym idzie, przedmiotem zainteresowania tych funduszy [Regulation (EC)... 2001]. Mianowicie rynek pieniężny tworzą grupy instrumentów finansowych przenoszące dług, charakteryzujące się następującymi cechami:

- płynnością, co oznacza, że możliwe jest ich odsprzedawanie, umarzanie albo sprzedawanie po ustalonym koszcie, przy niskich opłatach i wąskim spreadzie (różnicy między ofertą kupna i sprzedaży) oraz przy bardzo krótkim okresie rozliczenia,
- dużą „głębokością” rynku, pozwalającą na absorpcję znacznych ilości płynności, przy czym transakcje takie nie zaburzają cen na rynku,
- pewnością co do wartości, czyli że wartość instrumentów będzie dokładnie określana w każdej chwili, a przynajmniej raz na miesiąc,
- niskim ryzykiem stopy procentowej – okres pozostały do wykupu nie będzie dłuższy niż rok albo przynajmniej raz na rok rentowność będzie dostosowywana do stóp rynkowych,
- niskim ryzykiem kredytowym – instrumenty są notowane na giełdowym rynku publicznym albo na innym rynku regulowanym (pozagiełdowym), który przeprowadza sesje regularnie i jest otwarty dla szerokiego kręgu inwestorów, albo emitowane zgodnie z regulacjami chroniącymi prawa inwestorów lub też

emitowane przez centralne, regionalne i lokalne władze, m.in. poszczególnych krajów członkowskich UE, Unii Europejskiej, Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Banku Inwestycyjnego, albo których podstawą są papiery wartościowe dopuszczone do obrotu publicznego.



Rys. 1. Segmenty rynku pieniężnego

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Santillan, Bayle, Thygesen 2000, s. 11].

Uniwersalny charakter podanych wyżej cech może posłużyć do opisu rynków pieniężnych nie tylko w państwach Unii Europejskiej, lecz również w innych krajach. Duży stopień ogólności pozwala zakwalifikować do instrumentów rynku pieniężnego wiele instrumentów znacznie się od siebie różniących, co sprawia, że rynek pieniężny jest bardzo niejednorodny i można na nim wydzielić (rys. 1) między innymi następujące segmenty (por. [Santillan, Bayle, Thygesen 2000, s. 11]):

- niezabezpieczone depozyty (instytucje kredytowe zamieniają płynność krótkoterminową bez gwarantowania zabezpieczeń),
- rynek transakcji repo (uczestnicy rynku wymieniają płynność w zamian za zabezpieczenia),
- rynek transakcji swapowych (stałe płatności odsetkowe są zamieniane na płatności odsetkowe według zmiennej stopy procentowej),
- rynek terminowy instrumentów krótkoterminowych,
- rynek papierów krótkoterminowych (por. [The Euro Money Market, ECB lipiec 2001, s. 14], obejmujący w szczególności:
 - a) papiery publiczne:
 - skarbowe (bony skarbowe, emitowane przez rządy),
 - pieniężne (bony pieniężne, emitowane przez banki centralne);
 - b) papiery prywatne (emitowane przez prywatnych emitentów):
 - papiery komercyjne (zwykle emitowane przez korporacje niefinansowe),
 - bankowe certyfikaty depozytowe (krótkoterminowe papiery emitowane przez banki).

Każdy segment rynku charakteryzuje się odmiennym dostępem dla poszczególnych grup inwestorów i emitentów. Powstają segmenty służące nie tylko bankom, ale i podmiotom niefinansowym, prywatnym i publicznym, co sprawia, że rynek ten pełni bardzo wiele funkcji. Do najważniejszych należą:

- funkcja stabilizacji i ułatwiania utrzymywania płynności,
- funkcja efektywnego zarządzania wolnymi nadwyżkami pieniędzmi,
- funkcja efektywnego kanału transmisji impulsów monetarnych,
- funkcje pełnione przez indeksy rynku pieniężnego,
- zaplecze rynku kapitałowego.

Pierwotny podział rynków finansowych na kapitałowy i pieniężny został stworzony właśnie dlatego, iż tylko ten drugi był przeznaczony do stabilizowania poziomu płynności w podmiotach gospodarczych. Funkcja ta łączy się z drugą, równie ważną funkcją – efektywnego zarządzania środkami pieniężnymi. Dostęp do rynku pieniężnego pozwala na uzupełnianie płynności w sytuacji, kiedy w krótkim okresie podmiot odczuwa chwilowy brak wolnych środków finansowych. Mowa jest tu o poprawie płynności podmiotu gospodarującego. Z drugiej strony, kapitałodawcami stają się te podmioty, które w krótkich okresach wykazują nadwyżki środków finansowych i które chcą te nadwyżki efektywnie ulokować w taki sposób, aby możliwie szybko i po relatywnie niskim koszcie można było je ponownie zamienić na gotówkę. Tu zaś chodzi o płynność rynku. Zatem rynek pieniężny to miejsce, gdzie bardzo mocno współoddziałują na siebie płynność rynku i płynność podmiotów gospodarczych. Ostatecznym celem zarządzania płynnością (w sensie podmiotowym) jest więc utrzymywanie właściwego poziomu zapasów środków płatniczych oraz odpowiedniej ilości płynnych aktywów, które mogą być w razie potrzeby łatwo spieniężone. Te aktywa to zwykle instrumenty rynku pieniężnego. Na rynku pieniężnym zatem pojawiają się podmioty, chcące aktywnie zarządzać gotówką, aby [Pietrewicz, Sławiński 1995, s. 49]:

- zabezpieczyć się przed konsekwencjami niemożności dokładnego przewidzenia ostatecznego ukształtowania się salda wpłat i wypłat, zwłaszcza jeśli dany podmiot nie ma istotnego wpływu na takie ruchy środków pieniężnych (problem ten dotyczy zwłaszcza banków, które mogą tylko w przybliżeniu oczekiwać efektów transakcji dokonywanych przez swoich klientów),
- zabezpieczyć się przed możliwością wystąpienia niespodziewanego pogorszenia struktury bilansu, np. w wyniku wycofania znacznej części wkładów klientów (jedną z przyczyn obecności banków na rynku pieniężnym – bilans banku może ulec znacznie szybszemu pogorszeniu niż w przypadku podmiotów niebankowych),
- przygotować się na skutki braku synchronizacji między wpływami i wypłatami środków pieniężnych (skutki wynikające z normalnej działalności gospodarczej danej instytucji),

- dostosowywać wielkość posiadanego zapasu środków płatniczych do zmian wysokości stopy procentowej¹.

Rosnąca świadomość konieczności, ale i korzyści wynikających z zarządzania płynnością wśród przedsiębiorstw (dla banków w Polsce, już od początku okresu transformacji rynek ten jest podstawowym miejscem wykorzystywanym do sterowania płynnością), przyczynia się do osiągania korzyści w innych segmentach rynku finansowego, odczuwanych bezpośrednio przez bank, a mianowicie: do zmniejszenia ryzyka płynności i ryzyka kredytowego, do poprawy jakości portfela kredytowego, zmniejszenia rezerw celowych, możliwości efektywnego planowania i zarządzania posiadanymi aktywami i pasywami. Po stronie konsekwencji negatywnych wymienić można ograniczanie ilości środków pieniężnych przetrzymywanych na rachunkach bieżących w bankach, co dla instytucji kredytowych oznacza automatycznie spadek dostępu do tanich kapitałów i w konsekwencji wzrost kosztów pozyskania pieniądza.

Opisane funkcje (stabilizacji i ułatwiania utrzymywania płynności oraz efektywnego zarządzania wolnymi nadwyżkami pieniężnymi) dotyczą wszystkich podmiotów występujących na rynku pieniężnym. Pozostałe obejmują już tylko wybrane grupy uczestników rynku pieniężnego, co nie oznacza, że nie mają one wpływu na pozostałe podmioty występujące na tym rynku. Ten wpływ często jest bardzo duży, ale ma charakter pośredni. Na przykład bardzo ważne dla prawidłowego funkcjonowania gospodarki jest to, aby rynek pieniężny był efektywnym kanałem transmisji impulsów monetarnych, wysyłanych przez bank centralny². Aktywność władz monetarnych na rynku pieniężnym³ wynika przede wszystkim z krótkiego horyzontu czasowego oraz z relatywnie małej ilości instrumentów. Poprzez odpowiednie zachowania – których celem jest albo kontrolowanie poziomu stóp procentowych, albo monitorowanie rezerw pieniężnych banków komercyjnych na rachunkach w banku centralnym⁴ – polegające na przeprowadzaniu operacji otwartego rynku⁵, ale również utrzymywaniu na pożądanym poziomie podstawowych stóp procentowych oraz właściwym kształtowaniu wymogów związanych z utrzymywaniem rezerw obowiązkowych, banki centralne wskazują uczestnikom rynków finansowych swoje oczekiwania co do przyszłej sytuacji w gospodarce. Najważniejszym celem tych działań jest utrzymywanie siły nabywczej krajowego pieniądza oraz kursów walutowych na stabilnym poziomie, a

¹ Ten zapas może wynikać z motywu transakcyjnego opisanego przez J.M. Keynesa [2003, s. 175 i nast.].

² Więcej o kanałach transmisji impulsów monetarnych pisze D. Duwendag [1995, s. 137-218].

³ O konieczności interweniowania banku centralnego na rynku pieniężnym pisze A. Sławiński [1993, s. 8].

⁴ Więcej o polityce pieniężnej i instrumentach stosowanych przez Europejski Bank Centralny w [The Monetary Policy..., ECB 2001, rozdz. 2.6 i 4.] oraz w [The Single Monetary ..., ECB kwiecień 2002].

⁵ O roli operacji otwartego rynku piszą A. Sławiński i J. Osiński [1995].

przy okazji, co bardzo ważne, zapewnianie o wysokiej wiarygodności i skuteczności swoich działań. Zatem rynek pieniężny można uznać za medium, dzięki któremu przekazywane są wskazówki dla podmiotów gospodarczych dotyczące ich przyszłych zachowań w gospodarce realnej, ale również i ich obecności na rynkach finansowych, w tym na rynku kapitałowym, gdyż poprzez liczne powiązania, choćby tylko dzięki stosowaniu instrumentów pochodnych, rentowność na rynku pieniężnym jest ściśle powiązana z tą z rynku kapitałowego. A warunkiem wstępnym dla skutecznego prowadzenia tej polityki jest istnienie głębokiego (płynnego) i zintegrowanego (sygnał przekazywany w jednym segmencie tego rynku wywołuje reakcje w pozostałych segmentach) rynku pieniężnego i kapitałowego.

Dla rynku polskiego bardzo ważną jakościowo zmianą było rozpoczęcie przez Polski Bank Rozwoju w kwietniu 1991 r. podawania do publicznej wiadomości indeksów cen pożyczek na rynku międzybankowym, WIBOR-u (Warsaw InterBank Offered Rate), a od marca 1993 r. [Zatryb 1994, s. 30] WIBID-u (Warsaw InterBank Bid Rate)⁶. Waga tego zdarzenia wynikała z faktu, iż akceptacja przez środowisko bankowców konieczności regularnego kwotowania cen na rynku międzybankowym umożliwiła, jeśli nie dalszy rozwój tego rynku, to na pewno rozpoczęcie pełnienia przez niego funkcji oficjalnego benchmarku, wyznacznika poziomu stóp procentowych w Polsce. Średnie oprocentowanie, liczone na podstawie kwotowań podawanych przez 15 największych w Polsce uczestników rynku pieniężnego, stało się podstawą wielu decyzji inwestycyjnych, podejmowanych przez zarówno instytucje finansowe, jak i podmioty gospodarujące niefinansowe, w tym również przez gospodarstwa domowe. Rola indeksów rynku pieniężnego polega między innymi na tym, że:

- są one wyznacznikiem dochodowości dla innych instrumentów o podobnym horyzoncie czasowym i dla tych o dłuższym terminie zapadania,
- stanowią wyraz oczekiwań podmiotów gospodarczych co do wysokości stóp procentowych w przyszłości, a więc pośrednio świadczą o przewidywaniach stanu gospodarki w przyszłości,
- służą jako podstawa do obliczania kosztu korzystania z kapitałów, np. do wyliczania wysokości odsetek od udzielonych kredytów, pożyczek czy wyemitowanych obligacji (przy zastosowaniu konstrukcji: wybrany indeks + marża zależna od wiarygodności kredytowej kapitałobiorcy).

Zarówno wyznaczane indeksy cenowe, jak i będące w obrocie na rynku pieniężnym instrumenty stanowią podstawę konstrukcji licznych instrumentów pochodnych, i tych służących do zabezpieczania się przez zmianami stóp procentowych, i tych służących spekulacji. Dzięki obecności na rynkach tzw. arbitrażystów, którzy korzystają z instrumentów pochodnych, dochodowość różnych instrumentów rynku pieniężnego wyrównuje się. Jak już wspomniano, jest to wy-

⁶ Zasady obliczania indeksów określone są przez Forex Polska.

korzystywane również przez banki centralne przy budowaniu kanałów transmisji monetarnej – bank centralny oddziałuje przez wybrane instrumenty, a arbitrażyści „przenoszą” te impulsy na pozostałe segmenty.

Rynek pieniężny to również bardzo ważne zaplecze dla rynku kapitałowego. Po pierwsze, ze względu na krótki okres do wykupu i relatywnie niskie ryzyko niewykupienia długu w porównaniu do rynku kapitałowego, na rynku pieniężnym mogą zainicjować pozyskiwania kapitałów zewnętrznych podmioty nowe, nie znane szerzej. Dowodząc na tym rynku swojej wiarygodności i umiejętności radzenia sobie z generowaniem odpowiednich środków w krótkim czasie poprzez terminowe regulowanie płatności, podmioty te mogą przystąpić do pozyskania funduszy na rynku kapitałowym i być rozpoznawane przez inwestorów jako wiarygodne. Ale również dla podmiotów już znanych na rynkach finansowych segment instrumentów pieniężnych może stanowić źródło pozyskania środków do finansowania tzw. pomostowego, a więc może być elastycznym początkiem pozyskania środków potrzebnych na sfinansowanie długookresowych inwestycji. Wynika to z relatywnie szybszego wchodzenia podmiotów na rynek pieniężny w porównaniu do czasu, jaki jest potrzebny, aby pozyskać środki z rynku kapitałowego.

Liczne funkcje pełnione przez rynek pieniężny wymagają, aby w procesie rozwoju rynków finansowych ten właśnie rynek rozwijał się w największym stopniu, co potwierdzają fakty z najnowszej historii Polski, zwłaszcza działania inspirowane przez Narodowy Bank Polski, rozliczający m.in. transakcje na rynku bonów skarbowych oraz monitorujący depozytowy rynek międzybankowy. Do warunków, po których spełnieniu rynek pieniężny można uznać za sprawnie funkcjonujący, można zaliczyć:

- dużą liczbę uczestników po stronie podaży i popytu,
- kierowanie się rachunkiem ekonomicznym,
- istnienie podstaw prawnych, umożliwiających emitowanie i obrót instrumentami finansowymi,
- zaufanie do pieniądza.

Spełnienie pierwszego warunku oznacza, iż na rynku względnie łatwo znaleźć partnera do transakcji. Ponieważ banki są podmiotami, które w każdym segmencie rynku pieniężnego są stronami najistotniejszymi, ich aktywny udział na rynku pieniężnym w roli „market makerów” jest bardzo ważny. Warunek ten jest spełniany na zasadzie samonapędzającego się mechanizmu, co oznacza, że im więcej jest uczestników tego rynku, tym więcej nowych podmiotów jest skłonnych w tym rynku uczestniczyć i tym więcej nowych rodzajów instrumentów jest dostępnych na rynku.

Jeśli celem gospodarowania podmiotów jest optymalizowanie wyników ekonomicznych, konieczne jest efektywne zarządzanie wolnymi środkami. Przejaw spełniania tego warunku to również ustalanie optymalnych terminów, na jakie kapitały

są pożyczane (przy występowaniu niedoborów), ale również tego, na jaki są one lokowane (przy występowaniu nadwyżek).

Przejrzyste i stabilne przepisy prawne, regulujące kreowanie i obrót wtórny, w szczególności krótkoterminowymi papierami wartościowymi, zwiększają zaufanie do rynku, co obniża koszt uczestniczenia w tym rynku oraz sprawia, że możliwe jest wykorzystywanie rynku jako miejsca do efektywnej wymiany środków pieniężnych, do pozyskania kapitałów przez Skarb Państwa oraz do sterowania ilością pieniądza (lub stopami procentowymi) przez banki centralne.

Aby możliwe stało się pozyskiwanie kapitałów za pomocą emisji instrumentów finansowych, podmioty muszą wierzyć, że co najmniej w krótkim okresie nie zmieni się siła nabywcza pieniądza. Należałoby w tym miejscu zadać pytanie o to, którego kraju gospodarka ma szansę odnosić największe korzyści dzięki rynkowi pieniężnemu. Pierwszy i trzeci warunek wyraźnie preferują kraje o ustabilizowanej sytuacji, dobrze rozwinięte, w których funkcjonują instytucje finansowe, posiadające sprawdzoną wiedzę o rynkach finansowych. Musi to być też gospodarka, w której panują zasady konkurencyjności i walczy się o przetrwanie, gdyż dopiero taka zewnętrzna motywacja wymusza stosowanie rachunku ekonomicznego przez podmioty gospodarujące. Ostatniego warunku, jakim jest zaufanie do środka płatniczego obowiązującego w danym kraju, nie można spełnić w krótkim okresie. Poza tym uczestnicy rynków finansowych wymagają ciągłego potwierdzania, że mogą wierzyć w stabilność siły nabywczej pieniądza. Obecnie, kiedy rządy gospodarek będących w okresie transformacji są zmuszane do liberalizacji przepływów finansowych, aby przyciągnąć kapitały i dzięki nim móc się finansować, podważenie zaufania do pieniądza ma natychmiastowe skutki w przenoszeniu kapitałów do innego kraju.

Proces integracji rynków finansowych ciągle jeszcze się nie zakończył, jednak już teraz wyraźne staje się ograniczenie znaczenia instytucji takich jak banki centralne. Rosnące w siłę organizacje globalne zaczynają coraz mocniej wykorzystywać możliwość szybkiego przesuwania kapitałów z jednego rynku lokalnego na drugi, a w następstwie takich decyzji wywoływane zostają lawiny reakcji mniejszych inwestorów. Mimo rosnącej płynności pozostałych segmentów rynku finansowego rynek pieniężny zawsze pozostanie miejscem, gdzie przy relatywnie niewielkim ryzyku będzie można stosunkowo szybko pozyskać środki na uzupełnienie niedoborów płynności lub zainwestować nadwyżki. I nawet mimo wysokiej zmienności stóp procentowych na „krótkim końcu” krzywej dochodowości, wynikającej z dużej nerwowości uczestników gry rynkowej i ich nadreaktywności, rynek ten będzie zawsze wybierany w sytuacji dużej niepewności co do rozwoju zdarzeń w przyszłości. Wówczas maksymalizowanie stóp zwrotu będzie tracić na znaczeniu na korzyść zapewnienia bezpieczeństwa posiadanych środków finansowych.

Literatura

- Duwendag D., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa 1995.
- Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Pietrewicz J., Sławiński A., *Rola rynku pieniężnego w zarządzaniu płynnością*, „Bank i Kredyt”, czerwiec 1995.
- Regulation (EC) No 2423/2001 of The European Central Bank of 22 November 2001 concerning the consolidated balance sheet of the monetary financial institutions sector (ECB/2001/13) Annex 1 pkt. 7 L333 z 17.12.2001.
- Santillan J., Bayle M., Thygesen C., *The Impact of the Euro on Money and Bond Markets*, ECB Occasional Paper Series, No. 1, lipiec 2000.
- Sławiński A., *Konsekwencje powstania i rozwoju rynku papierów skarbowych*, „Bank i Kredyt” nr 1/1993.
- Sławiński A., Osiński J., *Operacje otwartego rynku banku centralnego*, Fundacja Edukacji i Badań Bankowych, Warszawa 1995.
- Stigum M., *The Money Market*, Dow Jones Erwin, Homewood-III 1990.
- The Euro Money Market*, European Central Bank, Frankfurt a/Main lipiec 2001.
- The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt a/Main 2001.
- The Single Monetary Policy in the Euro Area. General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, European Central Bank, Frankfurt a/Main kwiecień 2002.
- Zatryb G., *Funkcjonowanie rynku pieniężnego w Polsce*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Zarządzanie i Finanse, Warszawa 1994.

CONDITIONS OF EFFICIENT FUNCTIONING OF MONEY MARKET

Summary

Money market as an essential component of the financial system consists of many segments. Each one plays an important role in the economy. It runs efficiently if some conditions are fulfilled. This is the subject of the paper.

Mgr Marek Pauka jest asystentem w Katedrze Finansów Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.