

Anna Krześniak

Od niepłynnego instrumentu do załamania rynku – wybrane uwarunkowania kryzysu kredytowego

Słowa kluczowe: *rynki finansowe, kryzys finansowy, kryzys kredytowy, płynność, instrumenty pochodne*

Abstrakt: Obserwowany przed ostatnie dwa lata kryzys na rynkach kredytowych po raz kolejny udowadnia rolę płynności w systemie finansowym – po raz pierwszy jednak to niepłynność jednego instrumentu stała się iskrą zapalną utraty płynności przez znaczną część systemu finansowego. Choć kryzys praktycznie nie dotknął bezpośrednio Polski, zrozumienie jego uwarunkowań jest istotne dla analizy stabilności systemu finansowego w przyszłości, gdy polski system finansowy będzie jeszcze silniej zintegrowany z systemem unijnym i globalnym. Artykuł przedstawia wybrane mechanizmy kryzysu, koncentrując się na przedstawieniu tych uwarunkowań rynków finansowych, które doprowadziły do gwałtownego załamania w globalnym systemie finansowym. Zwrócono szczególną uwagę na dwa kluczowe uwarunkowania rynkowe: rolę płynności rynków poszczególnych instrumentów dla zapewnienia wiarygodności wyceny *mark-to-market* i możliwości oceny ryzyka podejmowanego przez poszczególne instytucje oraz znaczną koncentrację obrotów na wybranych rynkach finansowych u stosunkowo niewielkiej liczbie podmiotów, co przekłada się na wzrost ryzyka partnera transakcji (*counterparty risk*). Artykuł akcentuje, że brak transparentności rynku instrumentów będących innowacjami finansowymi (służących do transferu ryzyka kredytowego) oraz ograniczona płynność nowych instrumentów spowodowały załamanie na rynku pochodnych kredytowych, natomiast wysokie zaangażowanie czołowych instytucji finansowych na tym rynku było impulsem do rozprzestrzenienia się kryzysu w całym systemie.

Wprowadzenie

„Tyle wiemy o sobie, ile nas sprawdzono”. Gdyby rynki finansowe umiały mówić, zapewne chętnie cytowałyby słowa Wisławy Szymborskiej. Każde załamanie rynkowe „sprawdza” naszą wcześniejszą wiedzę o rynkach finansowych. Co nowego wniósł do niej obecny kryzys finansowy?

Z pewnością uwypuklił znaczenie dwóch rodzajów ryzyka, które były wprawdzie brane wcześniej pod uwagę, ale – w świetle doświadczeń obecnego kryzysu – okazało się, że były niedoceniane. Chodzi tu o zagrożenia związane z niedostateczną płynnością rynków finansowych, które zmateriałyzowały się w postaci zaskakująco gwałtownych spadków cen, jak na przykład na rynku CDO, oraz o zagrożenia związane z koncentracją obrotów, które tak wyraziście ujawniły się na rynku CDS. Oba rodzaje ryzyka były wprawdzie wcześniej brane pod uwagę, ale – jak się obecnie okazuje – nie były dostatecznie analizowane, a to one wpłynęły na skalę i szybkość rozprzestrzenienia się kryzysu.

Zawarte w artykule rozważania prowadzą do wniosku, że brak transparentności rynków innowacyjnych instrumentów finansowych oraz ich ograniczona płynność spowodowały ogólne załamanie na rynku pochodnych kredytowych, natomiast duże zaangażowanie czołowych instytucji finansowych na tym rynku, jak AIG i Lehman Brothers, było impulsem do rozprzestrzenienia się kryzysu w całym systemie.

Obecny kryzys wniósł nowy wymiar do rozważań o stabilności finansowej. Dotąd mówiło się, że pewne instytucje finansowe są „zbyt duże, by upaść”. Doświadczenia obecnego kryzysu pokazują, że są instytucje nie tylko zbyt duże, ale także zbyt powiązane z innymi uczestnikami rynku, by władze monetarne lub nadzorcze mogły pozwolić im upaść bez wywołania tym ryzyka powstania poważnych zaburzeń na globalnym rynku finansowym.

Struktura artykułu odzwierciedla przedstawiony w nim tok rozumowania. W kolejnej części opracowania analizowane są ryzyka, jakie niesie ze sobą stosowanie wycen *mark-to-market* na rynkach, które nie są płynne. Następnie uwypuklone jest znaczenie koncentracji obrotów i wzajemnych powiązań pomiędzy instytucjami finansowymi, jako potencjalnego kanału szybkiego rozprzestrzeniania się kryzysu kredytowego. Kolejno omawiane są przyczyny załamania się wzajemnego zaufania instytucji operujących na rynku międzybankowym. Na zakończenie przedstawione są wnioski, dotyczące kierunku zmian instytucjonalnych, które sprzyjałyby przyszłemu zwiększeniu stabilności rynków finansowych.

Niepłynne instrumenty a wycena *MARK-TO-MARKET*

Do czasu wybuchu obecnego kryzysu finansowego wydawało się, że negatywnymi konsekwencjami ograniczonej płynności rynków instrumentów finansowych są przede wszystkim wydłużanie czasu i zwiększanie kosztu zawarcia transakcji, odzwierciedlonego w wielkości *spreadu*. Biorąc to pod uwagę, inwestorzy przy wycenie instrumentów finansowych uwzględniali tzw. premię za płynność. Obecny kryzys kredytowy uwypuklił dodatkową

korzyść osiąganą dzięki płynności rynków. Jest nią możliwość skutecznego stosowania wyceny rynkowej (*mark-to-market*).

Przypomnijmy, że regulacje rynków finansowych (w tym także Nowa Umowa Kapitałowa) nakładają na szereg instytucji finansowych konieczność wykazywania znacznej części aktywów według wartości rynkowej. U podstaw tych regulacji leży argumentacja, że wycena rynkowa odzwierciedla faktyczną wartość, jaką dana instytucja mogłaby uzyskać, sprzedając określone aktywa.

Jeżeli w bilansie określonej instytucji są instrumenty pochodne, to możliwość dokonania ich rynkowej wyceny zależy od stopnia płynności rynków, na których są sprzedawane i kupowane. Mało płynny rynek oznacza większą zmienność ceny danego instrumentu, a więc większą zmienność jego wartości wykazywanej w sprawozdaniach finansowych, a tym samym większe ryzyko skokowej zmiany ceny. Ograniczona płynność danego rynku (oznaczająca w praktyce, że transakcje zawierane są rzadko lub na niewielkie kwoty) powoduje, że inwestorzy nie zawsze mogą odwołać się do wiarygodnej ceny rynkowej. Jak pokazano w pracy BIS¹, instytucje finansowe w takich warunkach często odwoływały się do instrumentów podobnych bądź stosowały wewnętrzne modele wyceny². Wadą tego „środka zaradczego” jest jednak ryzyko, że gdy pojawi się cena rynkowa wycenianego tak instrumentu, instytucje zobligowane są wykazać nową wartość, często istotnie różną od wartości wynikającej z modelu³.

Wycena rynkowa ma szczególne konsekwencje dla banków i towarzystw ubezpieczeniowych, ponieważ oba rodzaje instytucji są zobowiązane do przestrzegania określonych wymogów kapitałowych. Spadek wartości aktywów, wykazywany jako strata, zmniejsza zasoby kapitałowe banku, co może powodować konieczność pozyskania dodatkowego kapitału z rynku, a gdy to okaże się niemożliwe – do sprzedaży części aktywów. Na mało płynnych rynkach powoduje to presję na dalsze spadki ceny rynkowej.

Podobne konsekwencje ma wycena rynkowa w przypadku szacowania wartości zabezpieczenia. Jeśli okazuje się, że wartość zastawu musi być zrewidowana w dół (i spadnie poniżej pewnego ustalonego wcześniej minimalnego

¹ Basel Committee on Banking Supervision, *Fair value measurements and modeling: An assessment of challenges and lessons learned from the market stress*, BIS 2008, s. 2

² Innym „środkiem zaradczym” jest próba odwołania się do indeksu danego rynku. Przykładem może być tu utworzenie indeksu ABX.HE, który umożliwiał przenoszenie ryzyka kredytowego powiązanego z 20 emisjami sekurytyzacyjnymi (M. Gibson, *Credit Derivatives and Risk Management*, „Finance and Economics Discussion Series”, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, FED 47/2007, s. 7).

³ Szerzej na temat niedoskonałości modeli instrumentów finansowych np. I. Fender, J. Kiff, *CDO rating methodology: some thoughts on model risk and its implications*, „BIS Working Paper” 163/2004, s. 9–13 lub T. Weithers, *Credit Derivatives, Macro and Systemic Risks*, „FED Bank of Atlanta Economic Review” 4/2007, s. 61–62.

poziomu), inwestor może zostać wezwany do uzupełnienia zastawu lub spłaty zobowiązania (tzw. *margin call*). W sytuacji gdy inwestor nie decyduje się bądź nie jest w stanie tego zrobić, jego pozycja zostaje zamknięta, a zastaw sprzedany. Gdy sytuacje takie stają się masowe, wywołuje to falę spadku cen na rynkach finansowych.

Opisane powyżej zależności powodują, że płynność rynków jest warunkiem koniecznym dla prawidłowego funkcjonowania systemu wycen *mark-to-market*. Przy braku odpowiedniej płynności rynków system wyceny *mark-to-market* – zamiast dostarczać obiektywnej informacji o sytuacji głównych uczestników obrotów – może wywołać kumulatywny proces wyprzedaży aktywów, który napędzają silne spadki cen na mało płynnym rynku. W swym zasadniczym mechanizmie proces ten jest więc podobny do masowej wyprzedaży aktywów, jaką uruchamiają zlecenia *stop-loss* w okresach załamania cen na rynkach rynkowych⁴.

Powiązania rynkowe

Cechą charakterystyczną większości międzybankowych rynków instrumentów pochodnych jest to, że relatywnie niskiej płynności często towarzyszy duża koncentracja obrotów. Jest to spowodowane tym, że handel tymi instrumentami odbywa się nie poprzez giełdy, ale właśnie na rynku międzybankowym. Analizy wskazują, że udział 10 największych instytucji na głównych rynkach OTC instrumentów pochodnych przekracza 80% obrotów⁵.

Duża koncentracja obrotów powoduje znaczny wzrost ryzyka partnera transakcji, tj. ryzyka, że druga strona transakcji nie wywiąże się ze swojego zobowiązania. Było ono dotychczas często niedoceniane i tylko nieliczne banki miały odpowiednie procedury pozwalające kontrolować jego poziom. W metodyce monitorowania ryzyka partnera transakcji przodowały banki inwestycyjne, pełniące funkcję brokerów wobec funduszy inwestycyjnych i funduszy arbitrażowych (usługi *prime brokerage*). Banki te musiały analizować sytuację finansową funduszy, którym świadczyły usługi brokerskie, i na tej podstawie wyznaczać limity ich otwartych pozycji. W razie przekroczenia limitów żądały podwyższenia zastawu. Analogiczne ustalano limity wobec banków i towarzystw ubezpieczeniowych. Były one większe ze względu na relatywnie duży udział obu rodzajów instytucji w obrotach na pozagiełdowych rynkach instrumentów pochodnych.

⁴ Mechanizm *stop-loss* opisuje np. A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 61–62.

⁵ IFLS, *Derivatives 2007*, www.ifls.org.uk/research, s. 3 (12.10.2008).

Warunkiem koniecznym dla prawidłowego monitorowania ryzyka partnera transakcji jest umiejętność oszacowania zobowiązań, które mogłyby nie być spłacone. Stosunkowo proste obliczenia, dotyczące podstawowych instrumentów, wskazywały na niski poziom ryzyka z tym związanego. Przyzwyczajeni do tego uczestnicy rynków przykładali małą wagę do szacowania ryzyka partnera transakcji. Jednak w miarę rozwoju inżynierii finansowej coraz trudniej było dokładnie wyznaczyć poziom potencjalnie niespłacalnych zobowiązań (co dodatkowo utrudniała niska płynność rynków strukturyzowanych pochodnych). Tymczasem wraz ze wzrostem złożoności instrumentów rosła wielkość ryzyka partnera transakcji (np. szacowane jest ono na około 1% nominału⁶ w przypadku kontraktów CDO – *collateralised debt obligation*). O tym, jak znaczące stało się ryzyko partnera transakcji – w wyniku rosnącej wielkości portfeli pochodnych, którymi obracały banki inwestycyjne, oraz dużej koncentracji obrotów – świadczą wymownie zagrożenia, jakie mógł stworzyć dla globalnego systemu finansowego upadek AIG, największego na świecie towarzystwa ubezpieczeniowego, oraz dużo poważniejsze niż oczekiwano konsekwencje upadku Lehman Brothers, jednego z największych banków inwestycyjnych.

Do niedawna grupa AIG była postrzegana jako niezniszczalny kolos na rynku ubezpieczeniowym. Potwierdzała to wielkość przychodów sięgająca 6,2 mld dolarów w 2007 r., wielkość kapitałów bliska 96 mld dolarów⁷, a także wysokie oceny agencji ratingowych⁸. Jeszcze w styczniu 2008 r. AIG pomagało przetrwać trudności swoim funduszom sekurytyzacyjnym (tzw. SIV), chroniąc w ten sposób inwestorów, ale jesienią samo stanęło w obliczu bankructwa, którego uniknięto tylko dzięki bardzo dużej pożyczce udzielonej AIG przez FED w wysokości (początkowo) 85 mld dolarów. Jednak klienci AIG nie byli jedynymi, którzy czekali z zapartym tchem na decyzje FED. Równie istotnym powodem „transakcji ratunkowej” był fakt, że AIG był wcześniej jednym z największych na świecie emitentów CDS (wystawił na ponad 440 mld dolarów⁹). FED, zapobiegając upadłości AIG, prawdopodobnie ocalił również rynek CDS.

W przypadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers nie podjęto decyzji o jego uratowaniu. Być może miano nadzieję, że konsekwencje upadku LB będą równie ograniczone jak upadku Bear Sterns. Okazało się jednak, że upadek Lehman Brothers przyczynił się do gwałtownego spadku obrotów na szeregu globalnych rynkach międzybankowych, na których bank ten był ważnym uczestnikiem obrotów. Ryzyko partnera transakcji zmaterializowało

⁶ M. Gibson, op.cit, s. 15.

⁷ AIG, „Financial Highlights”, www.aig.com (15.10.2008).

⁸ Dopiero we wrześniu 2008 roku AIG straciło rating AA3 u Moody's, www.ft.com (10.10.2008).

⁹ Ailing AIG, „Financial Times” 16.09.2008, www.ft.com (10.10.2008).

się w przypadku wielu uczestników rynków finansowych, którzy mieli otwarte pozycje z LB. Jeszcze w tydzień po ogłoszeniu upadłości LB nadal „nierozliczone” pozostawały nawet jego transakcje natychmiastowe (*spot*)¹⁰.

Reakcja rynków finansowych na zagrożenie upadłością AIG i konsekwencje upadku Lehman Brothers są wymowną ilustracją rzeczywistego, niedocenianego wcześniej, znaczenia ryzyka partnera transakcji. Wynika ono stąd, że przy dużej koncentracji obrotów zaufanie uczestników rynku do jego sprawnego funkcjonowania zależy w dużej mierze od pojedynczych dużych instytucji. Wraz z globalizacją rynków finansowych koncepcja instytucji, „zbyt ważnej, żeby upaść”, nabrała znaczenia nie tylko w skali rynków lokalnych, ale również globalnie. Na zintegrowanych rynkach światowych są instytucje, które mogą okazać się zbyt ważne nie tylko dlatego, że są „zbyt duże”, ale także dlatego, że są „zbyt powiązane”.

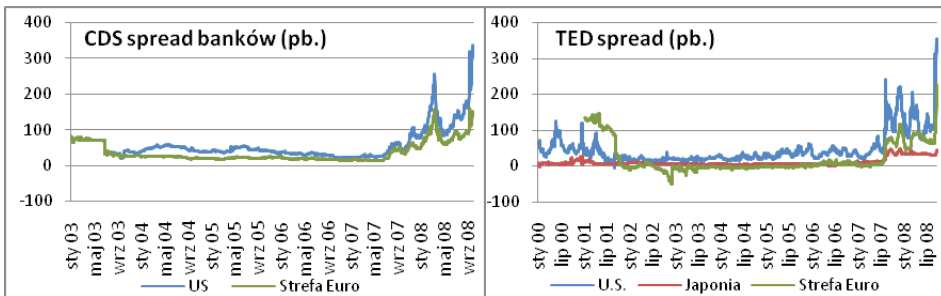
Kryzys zaufania

W przypadku kryzysu na rynkach kredytowych zbiegły się dwa niedoceniane wcześniej czynniki ryzyka: ryzyko niskiej płynności rynków i związanej z tym małej wiarygodności wycen emitowanych na masową skalę pochodnych strukturyzowanych oraz ryzyko wynikające z dużej koncentracji obrotów na międzybankowych rynkach instrumentów pochodnych. Jakkolwiek ryzyka te ujawniły się przede wszystkim na rynkach CDO, SIV i ich kolejnych modyfikacji, to jednak skala wywołanych tym zaburzeń spowodowała ogólny kryzys zaufania na rynkach międzybankowych, na których obroty stopniowo zamierały. Ilustracją ostrego kryzysu zaufania i związanej z nim ucieczki w płynność była nie tylko rosnąca wielkość środków banków lokowanych na rachunkach w bankach centralnych¹¹ i gwałtowny wzrost emisji kilkudniowych papierów zabezpieczonych. Nastąpił także gwałtowny wzrost wielkości spreadów na rynkach międzybankowych: spreadu pomiędzy rentownością papierów skarbowych a stopą LIBOR oraz spreadów na rynku CDS wystawionych na banki (por. wykres 1).

Oba przedstawione na wykresach spready mogą być w pewnym uproszczeniu interpretowane jako miara postrzeganego przez rynek ryzyka typowej

¹⁰ Z uwagi na restrykcje długości artykułu przykład Lehman Brothers nie jest szczegółowo dyskutowany. Patrz szerzej: *Sudden Lehman failure leaves trades in limbo*, „Financial Times” 20.09. 2008, www.ft.com (10.10.2008) .

¹¹ R. Atkins, C. Giles, *Sharp fall in overnight borrowing rates*, „Financial Times” 01.10.2008, www.ft.com (10.10.2008).

Wykres 1. Spread na rynku międzybankowym oraz wielkość spreadu CDS dla banków

TED Spread = wysokość 3-miesięcznej stopy pożyczek na rynku międzybankowym (odpowiedni LIBOR) – oprocentowanie 3-miesięcznych papierów skarbowych.

Wysokość spreadu w 10-letnich kontraktach (*credit default swap*) na ryzyko kredytowe banków.

Źródło: IMF, *Financial Stress, Downturns and Recoveries*, „World Economic Outlook” 10/2008, s. 8.

instytucji bankowej¹². Wyraźnie widać, że od połowy roku 2007 postrzegane przez rynek ryzyko sektora bankowego radykalnie wzrosło, a kolejne wydarzenia potęgowały awersję do ryzyka. Co więcej, podczas gdy w normalnych warunkach stopa na rynku międzybankowym odzwierciedla faktyczny koszt finansowania, to w warunkach kryzysowych jest ona kosztem tylko teoretycznym, ponieważ jest stale korygowana (często w górę) w zależności od zmieniającej się szybko rynkowej oceny wiarygodności danej instytucji. Finansowanie banków kilkadziesiąt punktów bazowych powyżej LIBOR-u stało się obecnie raczej sytuacją typową niż wyjątkiem.

Celem niniejszego artykułu jest uwypuklenie, że u podłoża obecnego kryzysu zaufania na rynkach finansowych leżało w istotnej mierze także niedocenianie dwóch rodzajów ryzyka, które były wprawdzie wcześniej uwzględniane, ale nie poświęcano analizie ich znaczenia dostatecznej uwagi. Brak regularnego i dokładnego szacowania obu rodzajów ryzyka zwiększył skalę niepewności towarzyszącej zawieraniu transakcji na rynkach finansowych. Instytucje finansowe często nie umiały wręcz odpowiedzieć na pytanie, na ile oba rodzaje ryzyka są zagrożeniem dla ich własnej sytuacji finansowej.

Gdy oba ryzyka zmaterializowały się w tak dużym, jak już dzisiaj wiemy, stopniu, banki nieomal całkowicie wycofały się z zawierania transakcji

¹² Nie są to dokładne miary, np. TED spreadu nie jest skorygowana o chwilową strukturę podaży i popytu pieniądza na dany termin zapadalności, co może mieć dodatkowy wpływ na wysokość spreadu, natomiast CDS spreadu o zmianę w postrzeganiu możliwego do odzyskania odsetka zobowiązań w przypadku upadłości.

na rynku międzybankowym. Radykalnie zmniejszyła się płynność rynków międzybankowych, co zwiększyło skalę występujących na nich zaburzeń. Z pomocą rynkom pospieszyły banki centralne, jednak dopiero kolejne miesiące pokażą, czy ich działania będą wystarczające dla możliwie szybkiej odbudowy zaufania inwestorów do systemu finansowego.

Zakończenie

Rozwój inżynierii finansowej pozwolił na wykreowanie nowych instrumentów umożliwiających transfer ryzyka kredytowego. Za wzrostem skali emisji nowych pochodnych kredytowych nie stało jednak tylko rzeczywiste zapotrzebowanie rynku na instrumenty chroniące przed ryzykiem. W przypadku nowych pochodnych kredytowych głównym celem było „wypromowanie” na rynku instrumentów atrakcyjnych dla inwestorów instytucjonalnych i osiągnięcie dochodów z marż dzięki ich masowej sprzedaży. Emitowane pochodne strukturyzowane, w tym np. CDO, rzeczywiście zyskały dużą popularność inwestorów, mimo że ci często nie potrafili bądź nie chcieli dostrzec „ukrytych” rodzajów ryzyka wiążącego się z zakupem nowych instrumentów, w szczególności związanych z małą płynnością rynku wtórnego i małą liczbą ich emitentów.

Gwałtowne załamanie się zaufania do pochodnych strukturyzowanych, czego iskrą zapalną był wzrost wskaźnika niespłacanych kredytów typu *sub-prime*, ujawniło znacznie większą (niż postrzegana) wrażliwość wyceny tych instrumentów i podało w wątpliwość ceny rynkowe innych mało płynnych instrumentów oraz adekwatność modeli ich wyceny. Obecny kryzys ujawnił szczególnie wyraziście znaczenie niedocenianego wcześniej ryzyka partnera transakcji, którego ważną przyczyną była silna koncentracja obrotów na rynkach instrumentów strukturyzowanych.

Lekcje z doświadczeń obecnego kryzysu okażą się ważne zarówno dla uczestników obrotów na rynkach finansowych, jak i dla instytucji, które je nadzorują. Analiza tych doświadczeń prowadzi między innymi do wniosku, że uczestnicy rynków finansowych nie mogą już zarządzać jedynie podstawowymi rodzajami ryzyka. Konieczna jest wieloaspektowa analiza różnych rodzajów ryzyka. By było to możliwe, potrzebna jest płynność i transparentność rynków poszczególnych instrumentów finansowych. Z perspektywy regulatorów i banków centralnych kluczowego znaczenia nabiera natomiast analiza struktury i wzajemnych powiązań na rynkach finansowych. Jest to potrzebne dla rozumienia sekwencji rozprzestrzeniania się zaburzeń na rynkach finansowych, co ułatwiłoby identyfikowanie optymalnych „miejsc” interwencji mających przywracać stabilność finansową. Jedną ze zgłaszanych obecnie propozycji, której racjonalność uzasadniają także rozważania

zawarte w niniejszym opracowaniu, jest przeniesienie obrotów na rynkach instrumentów pochodnych z rynków międzybankowych na rynki giełdowe¹³.

Literatura

- AIG Financial Highlights, www.aig.com (15.10.2008)
- BIS, *Fair value measurements and modeling: An assessment of challenges and lessons learned from the market stress*, „Basel Committee on Banking Supervision” 2008.
- BIS, *Ratings in structured finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings?*, „Committee on the Global Financial System Papers” 32/2008.
- Fender I., Kiff J., *CDO rating methodology: some thoughts on model risk and its implications*, „BIS Working Paper” 163/2004.
- „Financial Times”, wybrane artykuły z 2008 roku, www.ft.com (10.10.2008 i 13.11.2008).
- Gibson M. S., *Credit Derivatives and Risk Management*, „Finance and Economics Discussion Series”, FED 47/2007.
- IFLS, *Derivatives 2007*, www.ifls.org.uk/research (12.10.2008).
- IMF, *Financial Stress, Downturns and Recoveries*, „World Economic Outlook” 10/2008.
- Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006.
- Sławiński A., *Przyczyny i konsekwencje kryzysu na rynku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne*, „Bank i Kredyt” 12/2007.
- Weithers T., *Credit Derivatives, Macro and Systemic Risks*, „Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review” 4/2007.

From Illiquid Financial Instrument to Market Distress – Selected Institutional Circumstances of the Credit Crisis

Summary

The recently observed credit crunch is yet another market disruption confirming the critical role of liquidity for the whole financial system. It is however the first time that illiquidity of a single financial instrument has led to illiquidity of a significant part of the financial system. Although the credit crisis has limited effect on the Polish economy, as the Polish financial system gets more integrated with the global one, the thorough understanding of the underlying mechanisms is necessary to properly monitor the financial stability in the future.

The article discusses selected mechanisms of the crisis and concentrates on those characteristics of the financial markets that led to the sudden spill-over of the turbulences on global financial markets. The paper highlights the two types of risk, which were underestimated in the past but played a major role in instigating and magnifying of the recent crisis. The first one is the liquidity risk, which may undermine the reliability of the mark-to-market valuation and produce extreme

¹³ B. Malkiel, *Finding a way to regain trust in the battered financial system*, „Financial Times” 13.11.2008.

price volatility once the confidence in such valuations is eroded. The second one is the counterparty risk which results from concentration of market turnover in the period of rapidly growing volumes of derivatives traded on the market.

The article leads to the conclusion that the lack of transparency and liquidity on the credit risk markets triggered the severe financial crisis in the global financial market. The analysis of the liquidity risk and the counterparty risk illustrates that some institutions became crucial for the functioning of not only domestic but also global markets.