Zeszyty Naukowe
Wydziału Zamiejscowego w Chorzowie
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
Nr 15 2013 r.

Maria Czech

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Bankowości i Rynków Finansowych
e-mail: maria.czech@ue.katowice.pl
tel. 32 257 70 00 w. 7423

Polski rynek finansowy w obliczu europejskiego kryzysu zadłużeniowego

Streszczenie. Kryzys fiskalny w zglobalizowanej gospodarce nie jest zjawiskiem lokalnym, lecz oddziałuje na gospodarki państw ościennych. Pod jego wpływem jest cała Europa, zatem również Polska i polski rynek finansowy. W związku z tym powstaje pytanie o konsekwencje kryzysu fiskalnego dla polskiego rynku finansowego. Celem artykułu jest określenie, jak zachowywał się polski rynek finansowy w obliczu postępującego kryzysu zadłużenia w strefie euro. Konfrontacja innowacyjnych narzędzi oceny tendencji rozwojowej zjawiska zadłużenia z sytuacją na polskim rynku finansowym pozwoli ocenić wpływ kryzysu zadłużeniowego na rynek polski oraz odpowiedzieć na pytanie, czy wycena długu państw ościennych przekłada się na wycenę długu polskiego.

Słowa kluczowe: rynek finansowy, kryzys fiskalny, instrumenty Credit Default Swap, strefa euro

Wstęp

Ustanowienie w 1999 r. Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC) oraz wprowadzenie wspólnej waluty europejskiej i przeniesienie polityki monetarnej z poziomu narodowego na poziom wspólnotowy było wydarzeniem przełomowym w dziejach Europy. Część zadań pozostających dotychczas w wyłącznej kompetencji państwa zostało przekazanych instytucjom powołanym przez Wspólnotę, z nadzieją na wzrost dobrobytu i poprawę stabilności zróżnicowanych gospodarczo państw. Stabilność tę miało zapewnić wypełnianie kryteriów konwergencji, stanowiące podstawę przyjęcia wspólnej waluty. Jednak po 10 latach

od wprowadzenia monet i banknotów euro do obiegu strefą euro wstrząsnął kryzys wynikający z poluzowania dyscypliny finansów publicznych. Ze względu na to, że strefa euro jest wyższą formą integracji krajów członkowskich Unii Europejskiej, kraje członkowskie pozostające poza nią też w coraz większym stopniu odczuwają ten kryzys.

Celem artykułu jest zwrócenie uwagi na reakcję polskiego rynku finansowego na pogłębiający się kryzys fiskalny w strefie euro. Badania empiryczne będą obejmowały analizę szeregów czasowych, których celem jest opisanie dynamiki zmian wybranych zjawisk ekonomiczno-finansowych zaobserwowanych w czasie kryzysu fiskalnego w Eurosystemie. Następnie zostanie przeprowadzona analiza korelacji, która pozwoli na ustalenie stopnia współzależności między kryzysem finansowym a poszczególnymi zjawiskami występującymi w Polsce.

1. Kryzys fiskalny w strefie euro

Zjednoczona Europa stanowi ponadnarodową płaszczyznę wymiany ekonomicznej, która wymaga zastosowania nowych form polityki i regulacji[1]. Przed przystąpieniem do Eurosystemu państwa mają obowiązek wypełnienia warunków zbieżności, zwanych kryteriami konwergencji lub kryteriami z Maastricht[2]. Kryteria te zawarte są w art. 140 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. i zakładają m.in. „osiągnięcie wysokiego stopnia stabilności cen [...], stabilnej sytuacji finansów publicznych”[3]. Celem wprowadzenia kryteriów zbieżności było wzmocnienie koordynacji i nadzoru dyscypliny budżetowej państw członkowskich oraz określenie kierunków polityki gospodarczej, a także zapewnienie pozycji dla euro w międzynarodowym systemie walutowym[4].

Źródła kryzysu zadłużenia w strefie euro należy upatrywać w nieprzestrzeganiu kryterium fiskalnego. Polityka fiskalna obejmuje działalność państwa dotyczącą finansów publicznych i budżetu państwa[5]. Według kryteriów konwergencji deficyt budżetowy nie może przekraczać 3% PKB, a dług publiczny 60% PKB[6]. Brak dyscypliny budżetowej przyniósł więc negatywne skutki, szczególnie dla wzrostu gospodarczego, bowiem deficyt powoduje jego spowolnienie[7]. Nieko-

[1] W. Walters, J. H. Haahr, *Rządzenie Europą*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 13.

[2] J. Michałek, *Zarys integracji gospodarczej i walutowej w Europie*, w: *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*, red. P. Kowalewski, G. Tchorek, J. Górski, NBP, Warszawa 2010, s. 33.

[3] Dz.Urz. UE C 83/47, *Wersja skonsolidowana Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*, Europa – portal Unii Europejskiej, EUR-Lex, 30.03.2010 r., http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:PL:PDF [30.03.2010].

[4] Ibidem.

[5] L. Skiba, *Polityka fiskalna w unii walutowej*, w: *Mechanizmy funkcjonowania*..., s. 136-158.

[6] G. Tchorek, *Teoretyczne podstawy integracji walutowej*, w: *Mechanizmy funkcjonowania*..., s. 58.

[7] L. Ball, G. Mankiw, *What Do Budget Deficits Do*, NBER Working Papers, 1995, nr 5263.

rzystnym efektem braku równowagi fiskalnej jest też zmiana wielkości oraz struktury dochodów i wydatków publicznych, wpływająca na stopę zwrotu z kapitału i wielkość inwestycji sektora prywatnego[8], co prowadzi do zmniejszenia oszczędności krajowych i wzrostu inflacji oraz do kryzysu walutowego[9].

W latach 2002-2011 najbardziej zadłużonym krajem strefy euro była Grecja, której średnie zadłużenie wynosiło 116,09% PKB (tab. 1). Na drugim miejscu pod względem zadłużenia znalazły się Włochy (108,74% PKB), a następnie Portugalia (73,88% PKB).

Tabela 1. Średnie zadłużenie w Eurolandzie w latach 2002-2011
(w % do PKB)

Lp.	Kraj	Zadłużenie
1	Austria	66,03
2	Belgia	94,20
3	Finlandia	42,13
4	Francja	69,34
5	Hiszpania	49,10
6	Holandia	54,68
7	Irlandia	47,85
8	Luksemburg	10,40
9	Niemcy	69,86
10	Portugalia	73,88
11	Włochy	108,74
12	Grecja	116,09
13	Słowenia	30,21
14	Cypr	63,91
15	Malta	66,66
16	Słowacja	36,95
17	Estonia	5,34

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych Komisji Europejskiej: http://epp.eurostat.ec.europa.eu [15.06.2012].

Zadłużenie krajów strefy euro w latach 2002-2011 było bardzo nierównomierne (tab. 2). Wynika to z faktu, że pomimo wprowadzenia kryteriów zbieżności gospodarki te są bardzo zróżnicowane pod względem stopnia rozwoju i konkurencyjności. Większość krajów odnotowuje trwały i wyraźny wzrost zadłużenia (Grecja, Włochy, Portugalia, Irlandia, Francja, Hiszpania). Rokiem przełomowym, inicjującym zmianę trendu w zadłużeniu państwowym, był rok 2007, który

[8] J. Siwińska-Gorzelak, *Nierównowaga fiskalna a długookresowy wzrost gospodarczy*, w: *Polska w Unii Europejskiej. Dynamika konwergencji ekonomicznej*, red. J.J. Michałek, W. Siwiński, M.W. Socha, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 243-252.

[9] Ibidem, s. 243.

Tabela 2. Dług publiczny w strefie euro (w % PKB)

Lp.	Kraj	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	Austria	66,2	65,3	64,7	64,2	62,3	60,2	63,8	69,5	71,9	72,2
2	Belgia	103,4	98,4	94,0	92,0	88,0	84,1	89,3	98,8	96,0	98,0
3	Finlandia	41,5	44,5	44,4	41,7	39,6	35,2	33,9	43,5	48,4	48,6
4	Francja	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	61,2	68,2	79,2	82,3	85,8
5	Hiszpania	52,6	48,8	46,3	43,2	39,7	36,6	40,2	53,9	61,2	68,5
6	Holandia	50,5	52,0	52,4	51,8	47,4	45,3	58,5	60,8	62,9	65,2
7	Irlandia	31,9	30,7	29,4	27,2	24,5	24,8	44,2	65,1	92,5	108,2
8	Luksemburg	6,3	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	13,7	14,8	19,1	18,2
9	Niemcy	60,7	64,4	66,3	68,6	68,1	65,2	66,7	74,4	83,0	81,2
10	Portugalia	56,6	59,2	61,9	67,7	69,3	68,3	71,6	83,1	93,3	107,8
11	Włochy	105,1	103,9	103,4	105,4	106,1	103,1	105,7	116,0	118,6	120,1
12	Grecja	101,7	94,4	98,6	100	106,1	107,4	113	129,4	145,0	165,3
13	Słowenia	27,8	27,2	27,3	26,7	26,4	23,1	21,9	35,3	38,8	47,6
14	Cypr	65,1	69,7	70,9	69,4	64,7	58,8	48,9	58,5	61,5	71,6
15	Malta	59,1	67,6	71,7	69,7	64,4	62,3	62,3	68,1	69,4	72,0
16	Słowacja	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,6	27,9	35,6	41,1	43,3
17	Estonia	5,7	5,6	5,0	4,6	4,4	3,7	4,5	7,2	6,7	6,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: http://epp.eurostat.ec.europa.eu [15.06.2012].

Tabela 3. Deficyt budżetowy w krajach strefy euro
w latach 2006-2011

Lp.	Kraj	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	Austria	–1,5	–0,9	–0,9	–4,1	–4,5	–2,6
2	Belgia	0,4	–0,1	–1	–5,6	–3,8	–3,7
3	Finlandia	4,1	5,3	4,3	–2,5	–2,5	–0,5
4	Francja	–2,3	–2,7	–3,3	–7,5	–7,1	–5,2
5	Hiszpania	2,4	1,9	–4,5	–11,2	–9,3	–8,5
6	Holandia	0,5	0,2	0,5	–5,6	–5,1	–4,7
7	Irlandia	2,9	0,1	–7,3	–14	–31,2	–13,3
8	Luksemburg	1,4	3,7	3,0	–0,8	–0,9	–0,6
9	Niemcy	–1,6	0,2	–0,1	–3,2	–4,0	–1,0
10	Portugalia	–4,6	–3,1	–3,6	–10,2	–9,8	–4,2
11	Włochy	–3,4	–1,6	–2,7	–5,4	–4,6	–3,9
12	Grecja	–5,7	–6,5	–9,8	–15,6	–10,3	–9,1
13	Słowenia	–4,1	0,0	–1,9	–6,1	–6,0	–6,4
14	Cypr	–1,2	3,5	0,9	–6,1	–5,3	–6,3
15	Malta	–2,8	–2,4	–4,6	–3,8	–3,7	–2,7
16	Słowacja	–3,2	–1,8	–2,1	–8,0	–7,7	–4,8
17	Estonia	2,5	2,4	–2,9	–2,0	0,2	1,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: http://epp.eurostat.ec.europa.eu [15.06.2012].

stanowił początek zawirowań globalnych. Od 2007 do 2011 r. kryterium zakładające utrzymanie 60-proc. zadłużenia w stosunku do PKB zachowało jedynie kilka państw (Finlandia, Słowacja, Słowenia, Luksemburg i Estonia).

Podobnie jest z deficytem budżetowym. Traktat z Maastricht zakłada, że deficyt finansów publicznych nie może przekraczać 3% PKB. Od 2006 r., poprzedzającego początek kryzysu finansowego, do połowy 2008 r. kryterium deficytu budżetowego zachowało większość państw członkowskich. Sytuacja zaczęła się zmieniać w 2009 r. i nastąpił wzrost deficytu budżetowego w większości tych krajów. W 2011 r. kryterium to zachowały wyłącznie Niemcy, Estonia, Malta, Finlandia i Luksemburg (tab. 3).

Z przedstawionych danych wynika, że strefa euro stanęła w obliczu kryzysu fiskalnego. Zadłużenie ponad ustalone granice, wyznaczone traktatem z Maastricht, w większości państw Eurolandu cechuje brak dyscypliny budżetowej. W najgorszej sytuacji znalazła się Grecja, która otrzymała znaczny unijny pakiet pomocowy w zamian za cięcia budżetowe, konieczne do uporządkowania finansów publicznych. Z tego wynikają obecne problemy strefy euro, które mają negatywne konsekwencje dla całej Unii Europejskiej.

2. CDS jako narzędzie oceny kryzysu fiskalnego w strefie euro

Nie ulega wątpliwości, że główną przyczyną kryzysu fiskalnego było poluzowanie dyscypliny finansów publicznych w większości krajów strefy euro, zaś w dalszej kolejności – manipulacja danymi statystycznymi przez rząd grecki[10]. Doprowadziło to do rewizji danych fiskalnych, a w efekcie spowodowało obniżenie ratingów Grecji. Spadek wiarygodności potwierdzony niską oceną ratingową nie tylko przyniósł negatywne konsekwencje samej Grecji (wzrost rentowności obligacji skarbowych), ale także doprowadził do zróżnicowania oprocentowania obligacji i wzrostu ryzyka niewypłacalności w strefie euro.

Wysoce niekorzystna sytuacja ekonomiczno-finansowa ma odbicie w notowaniach derywatów kredytowych (*Credit Default Swap* – CDS). CDS jest swapem kredytowym stanowiącym swoiste ubezpieczenie długu, gdyż jego konstrukcja pozwala na rekompensatę strat w przypadku bankructwa. Swapy kredytowe na zaprzestanie obsługi długu notowane są na rynku pozagiełdowym (OTC). Wzrost notowań CDS świadczy o wystąpieniu negatywnych zdarzeń i informacji potęgujących groźbę bankructwa kraju, którego dotyczą, powodując tym samym wzrost ryzyka kredytowego. Spadek ich notowań oznacza z kolei zmniejszenie ryzyka

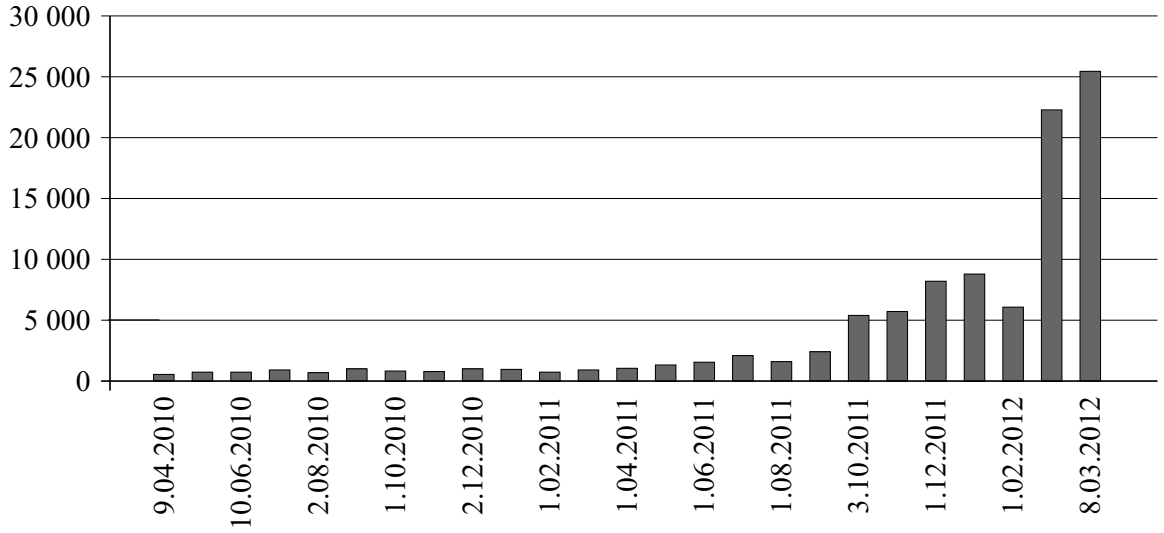
[10] *Kryzys grecki – geneza i konsekwencje*, dokument uzupełniający do ram strategicznych Narodowego planu wprowadzenia euro, Ministerstwo Finansów, Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Wprowadzenia Euro przez Rzeczpospolitą Polską, Warszawa 2010.

kredytowego. Wobec tego CDS stanowią doskonałe narzędzie oceny tendencji rozwojowej zjawiska zadłużenia (wykres 1).

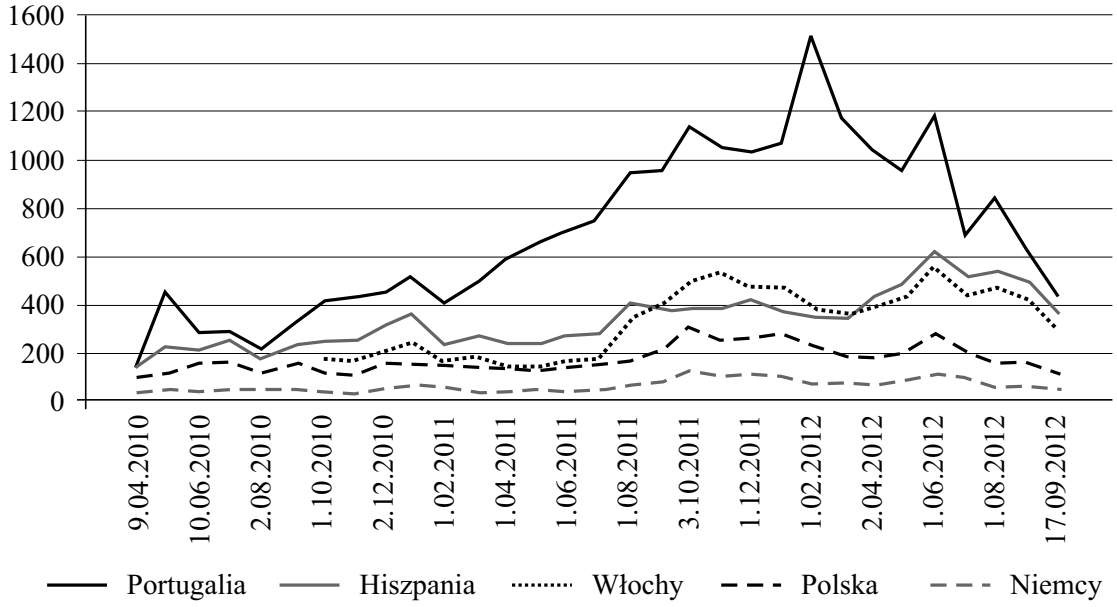
Notowania CDS dla długu Grecji, choć były najwyższe spośród wszystkich przedstawionych państw (wykres 1C), przez dłuższy czas wykazywały tendencję horyzontalną. Oznacza to, że choć ryzyko bankructwa Grecji było najwyższe, to jednocześnie było stabilne. Od kwietnia 2011 r. notowania CDS na grecki dług rozpoczęły trwałe wzrosty (wykres 1A). Jest to wynikiem pogarszającej się sytu-

Wykres 1. Notowania CDS dla obligacji pięcioletnich w wybranych krajach UE (w punktach bazowych)

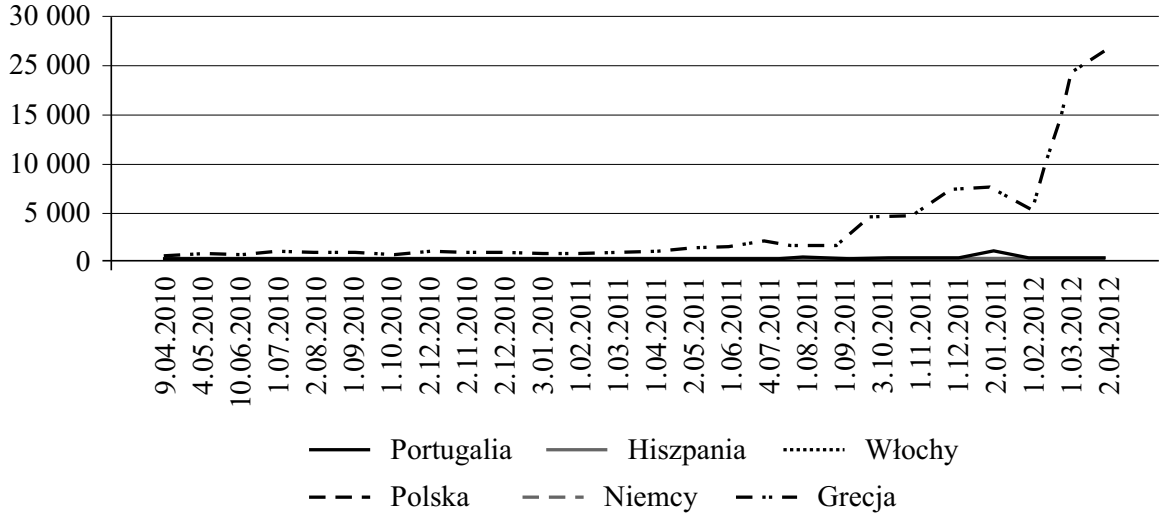
A. Notowania CDS: Grecja



B. Porównanie kursów CDS



C. Notowania CDS wybranych krajów na tle Grecji



Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.money.pl [9.09.2012].

acji w Grecji i zwiększenia groźby bankructwa, potwierdzonego spadkiem oceny ratingowej.

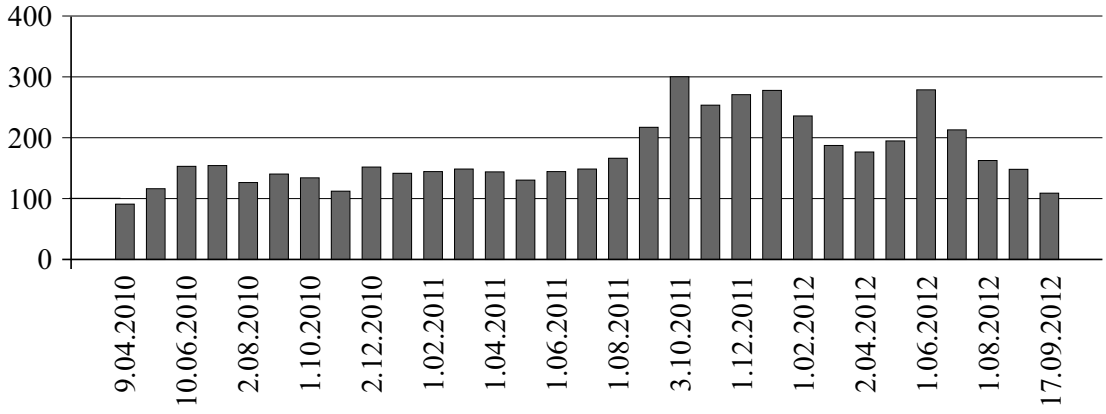
Pozostałe kraje europejskie, którym zagraża bankructwo, to Hiszpania, Portugalia i Włochy (wykres 1B). Kwotowania CDS dla tych państw znajdują się na stosunkowo wysokim poziomie. Jednak od sierpnia 2012 r. ich notowania zbiegają się, co może świadczyć o wzroście stabilizacji i oddaleniu groźby bankructwa.

Najkorzystniej wypadają notowania CDS dla długu niemieckiego, dowodzące, że groźba bankructwa tego kraju jest znikoma (wykres 1B). Wobec tego notowania CDS dla Niemiec są dodatnio skorelowane z ich relatywnie stabilną sytuacją gospodarczą.

W Polsce natomiast fluktuacje kosztów ubezpieczenia kredytowego są nieznaczne, wahające się od 100 do 300 punktów bazowych, z wyraźną tendencją spadkową (wykres 2). Takie notowania CDS dla polskich pięcioletnich obligacji świadczą o zaufaniu inwestorów do naszego kraju i niskiej wycenie długu, wynikającej ze stabilności ekonomicznej naszego państwa.

Jeśli zatem sytuacja w kraju jest stabilna, a mimo to występują wahania notowań CDS, powstaje pytanie, co wpływa na kurs CDS. Jeśli w zintegrowanej Europie występują zawirowania, nie mogą one pozostać obojętne dla państwa pozostającego w strukturach europejskich. Można zatem postawić tezę, że zmiany w wycenie długu polskiego wywoływane są zmianami w wycenie długu państw ościennych. Innymi słowy, postrzeganie Polski przez pryzmat bankructwa uzależnione jest od wzrostu niewypłacalności innych państw. Do weryfikacji tak postawionej tezy można wykorzystać analizę korelacji. Miernikiem zależności między notowaniem CDS dla długu polskiego a długiem wybranych państw Unii Europejskiej będzie współczynnik korelacji liniowej Pearsona (tab. 4, ko-

Wykres 2. Notowania CDS dla polskich obligacji pięcioletnich



Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.money.pl [data].

lumna B). Współczynnik ten służy do określenia kierunku (znak współczynnika) i siły związku[11]. Jeśli współczynnik występuje w przedziale |0,0-0,4|, to wskazuje na słabą zależność, jeśli w przedziale |0,4-0,6|, to można mówić o zależności umiarkowanej, natomiast przedział |0,6-0,8| to współzależność silna, a przedział |0,8-1,0| – bardzo silna[12].

Tabela 4. Analiza korelacji notowań CDS dla długu polskiego i wybranych państw Eurosystemu

Współzależność	Współczynnik korelacji liniowej Pearsona	Funkcja regresji	Współczynnik zbieżności (w %)	Współczynnik determinacji (w %)
A	B	C	D	E
Polska/Grecja	0,40	$y=0{,}0034x+158{,}66$	91,44	8,56
Polska/Hiszpania	0,63	$y=0{,}2991x+76{,}76$	60,38	39,62
Polska/Niemcy	0,94	$y=2{,}1122x+42{,}45$	12,54	87,46
Polska/Portugalia	0,80	$y=0{,}1295x+84{,}87$	51,96	18,04

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pozyskanych z portalu www.money.pl [9.09.2012].

Z analizy korelacji notowania CDS dla długu polskiego względem innych, wybranych państw Eurosystemu wynika, że bardzo silna dodatnia współzależność występuje między Polską a Niemcami (0,94) oraz między Polską a Portugalią (0,80). Silna dodatnia współzależność występuje także między Polską a Hiszpanią (0,63), natomiast słaba – między Polską a Grecją (0,4). Kryzys grecki i wycena greckiego długu nie wpływa zatem bezpośrednio na wycenę długu polskiego, mierzonego kursem notowań CDS.

[11] Por. B. Pułaska-Turyna, *Statystyka dla ekonomistów*, Difin, Warszawa 2008, s. 275.
[12] Ibidem.

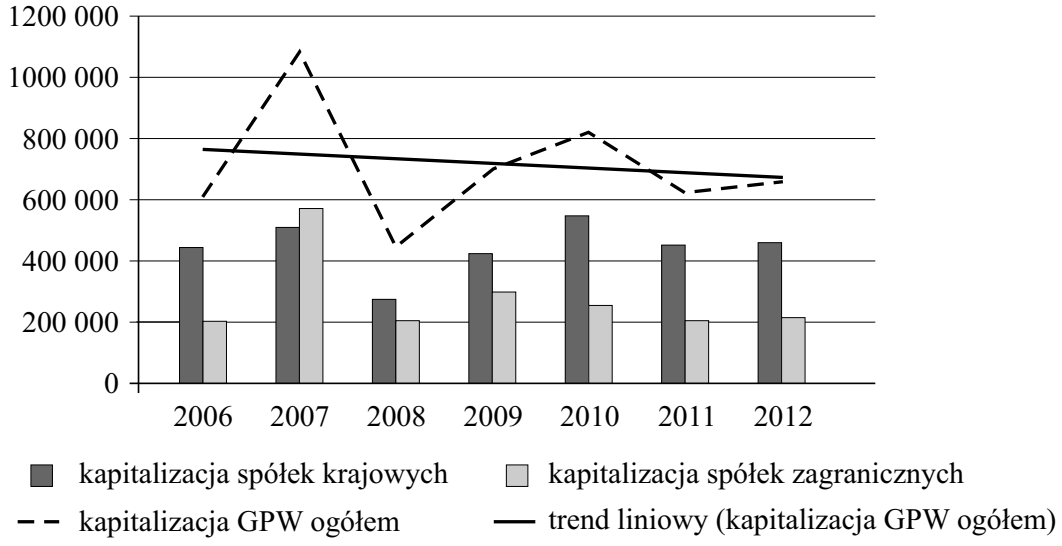
Znając związek korelacyjny między wyceną długu polskiego a wyceną długu wybranych krajów strefy euro, można określić powiązania między tymi wycenami, stosując analizę regresji. Zakładając, że to zawirowania w strefie euro wywołują perturbacje w Polsce, konieczna jest odpowiedź na pytanie, jak kształtują się kursy CDS dla długu polskiego pod wpływem zmian kursów CDS dla długu pozostałych analizowanych państw unijnych. Wykorzystując metodę najmniejszych kwadratów (MNK), wyznacza się funkcję modelu regresji (tab. 4, kolumna C), z której wynika, że jeśli kurs CDS dla długu Niemiec wzrośnie o 1 punkt bazowy (p.b.), to notowania CDS dla długu polskiego wzrosną o 2,1122 p.b. Jeśli wzrośnie ryzyko niewypłacalności Hiszpanii o 1 p.b., to ryzyko niewypłacalności Polski wzrośnie o 0,2991 p.b. Jeśli ryzyko niewypłacalności wzrośnie w Grecji i Portugalii o 1 p.b., to ryzyko bankructwa Polski wzrośnie odpowiednio o 0,0034 i 0,1295 p.b. Zatem największy wpływ na wycenę długu polskiego mierzonego kursem notowań CDS mają notowania CDS niemieckich. Można to wyjaśnić tym, że zaledwie 12,54% zmian kursów notowań CDS dla długu polskiego nie zostało wyjaśnione zmianami kursów dla długu niemieckiego (tab. 4, kolumna D). A zatem zbudowany w ten sposób model jest stosunkowo dobry, bowiem w 87,46% zmiany CDS dla długu polskiego są objaśnione zmianami kursów notowań CDS dla Niemiec (tab. 1, kolumna E). Pozostałe modele okazały się niezbyt dokładne, gdyż wyjaśniają mniej niż 40% zmian kursów notowań CDS dla długu polskiego. Wobec tego należy stwierdzić, że fluktuacje kursów CDS dla długu polskiego nie zależą od wyceny długu państw zagrożonych upadłością.

Mimo że obecnie polski rynek kapitałowy jest bardzo prężny (o czym świadczy to, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest liderem w Europie Środkowowschodniej), Polska wciąż postrzegana jest jako rynek wschodzący, zatem szczególnie podatny na zawirowania globalne. Nie ulega wątpliwości, że perturbacje w strefie euro mają odbicie na rynku polskim, trzeba jednak zastanowić się, jakie implikacje dla naszego kraju, a zwłaszcza dla naszego rynku giełdowego, niesie problem i kryzys zadłużeniowy.

3. Giełda Papierów Wartościowych i rynek walutowy a kryzys fiskalny

Analizując wycenę długu polskiego pod kątem zmian kursów notowań CDS, Polskę postrzega się jako stabilne państwo, któremu bankructwo nie zagraża. Dlatego można przypuszczać, że pozycja polskiej giełdy powinna stale się umacniać poprzez zwiększoną liczbę transakcji zawieranych przez inwestorów zagranicznych. Obawiając się wzrostu ryzyka bankructwa krajów strefy euro, mogą oni dostrzec potencjał warszawskiego parkietu. Aby stwierdzić, czy tak jest w istocie, w pierwszej kolejności należy dokonać analizy kapitalizacji giełdowej (wykres 3).

Wykres 3. Kapitalizacja warszawskiej giełdy (w mln zł) – stan na sierpień 2012 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pozyskanych z portalu www.gpw.pl [9.09.2012].

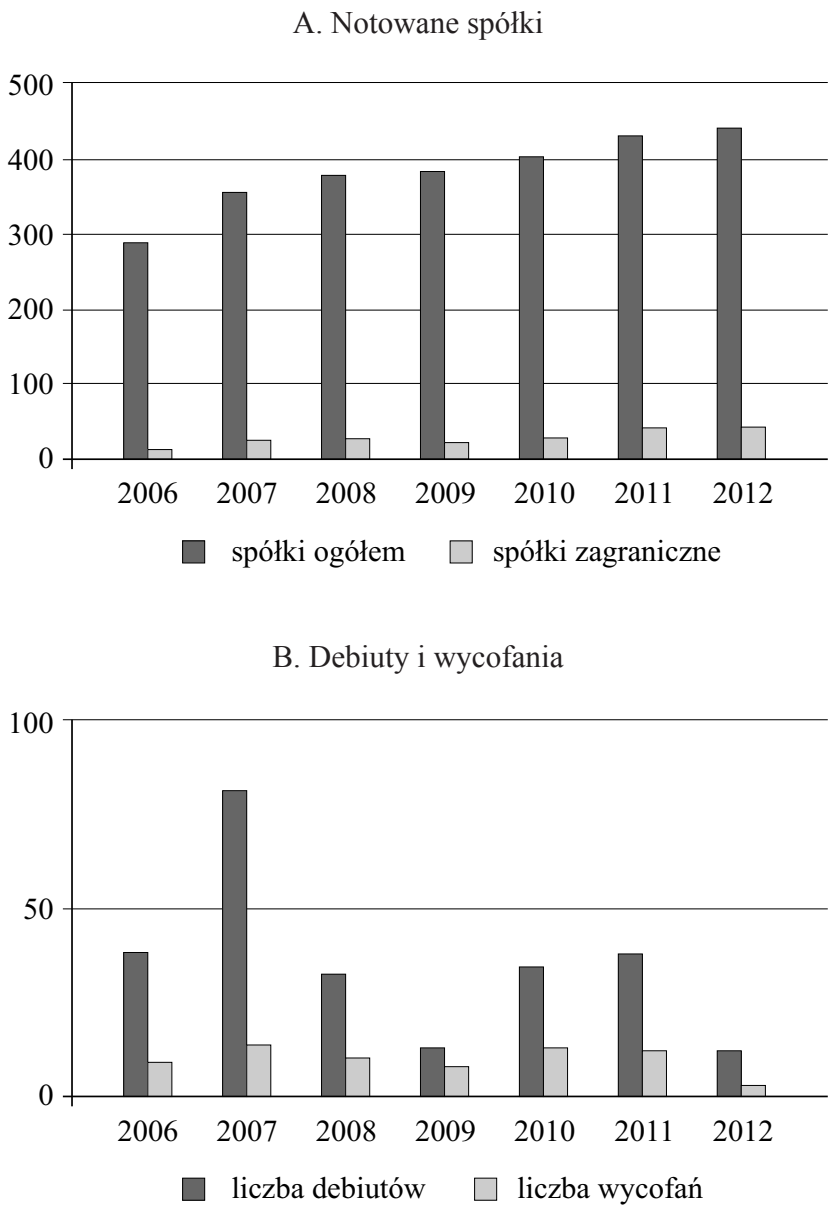
Kapitalizacja giełdy od 2006 r. cechuje się tendencją malejącą. Jest to zapewne wynikiem spodziewanego spowolnienia gospodarczego w całej Europie. Giełda jako czynnik wyprzedzający koniunkturę reaguje zatem zgodnie z oczekiwaniami. Na podstawie analizy szeregów czasowych można stwierdzić, że w 2010 r. (roku eskalacji kryzysu zadłużeniowego) kapitalizacja ogółem wzrosła w porównaniu z 2009 r. o 11,27 p.p., natomiast w 2011 r. była niższa niż rok wcześniej o niespełna 20 p.p. Co ciekawe, w 2012 r. ponownie odnotowano wzrost ogólnej kapitalizacji GPW o ponad 12 p.p. w stosunku do roku poprzedniego. Największy udział we wzroście kapitalizacji ogólnej ma kapitalizacja spółek krajowych. Ich kapitalizacja w badanym okresie wzrosła średnio o 1 p.p., podczas gdy kapitalizacja spółek zagranicznych wzrosła wtedy średnio o 0,8 p.p.

O dużych możliwościach i popularności warszawskiej giełdy świadczy to, że od 2006 r. z roku na rok (średnio o 7,3 p.p.) wzrasta liczba emitentów papierów wartościowych (wykres 4). Są to głównie emitenci krajowi, jednak znacznie zwiększyła się także liczba spółek zagranicznych – średnio o 22,7 p.p.

Trzeba też niestety zauważyć, że w 2012 r. znacznie spadła liczba debiutów, choć przez dwa lata zawirowań w strefie euro liczba ta wzrastała. W porównaniu z 2011 r. liczba debiutów w 2012 r. spadła o ponad 68 p.p. (wykres 4B). Pocieszający jest jednak fakt, że w tym samym roku spadła też liczba wycofań (o 75 p.p. w stosunku do 2011 r.), mimo że od 2009 r. ich liczba rosła.

Zarówno wzrost kapitalizacji spółek krajowych i zagranicznych, jak i spadek liczby wycofań niewątpliwie pozytywnie wpływa na polski rynek giełdowy, który wydaje się być panaceum na rosnące ryzyko w krajach Eurosystemu. Stanowi bowiem szansę na zminimalizowanie ryzyka utraty środków przez zagranicznych

Wykres 4. Liczba notowanych spółek oraz liczba debiutów i wycofań na GPW w latach 2006-2012 – stan na sierpień 2012 r.

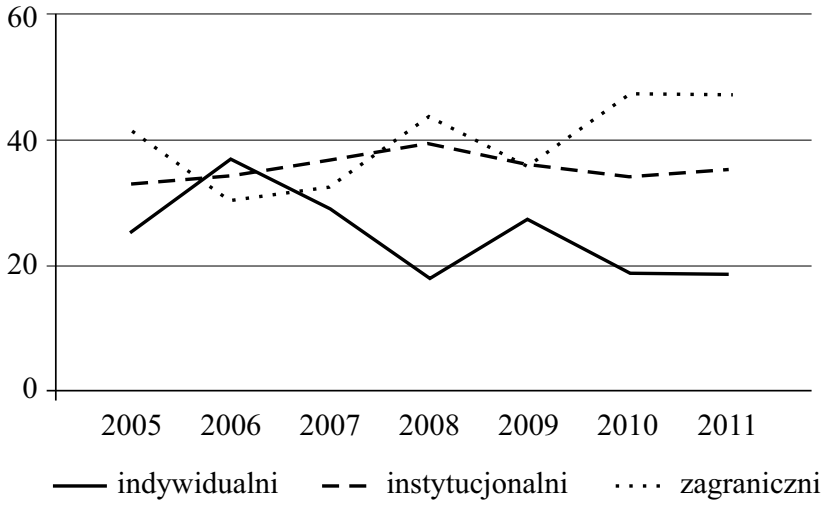


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pozyskanych z portalu www.gpw.pl [9.09.2012].

inwestorów. Na pytanie, czy inwestorzy zagraniczni skorzystają z tej szansy, można odpowiedzieć, badając strukturę inwestorów na warszawskim parkiecie.

Inwestorzy instytucjonalni zarówno przed, jak i w trakcie kryzysu finansowego i fiskalnego mają względnie stały poziom udziałów w obrotach giełdowych. Natomiast inwestorzy zagraniczni od 2007 r. zwiększają swoje udziały w obrotach giełdowych. W 2011 r. ich aktywność na polskim rynku akcji wzrosła o ponad 42 p.p. w stosunku do 2007 r. (wykres 5). Jednocześnie zmniejszyła się aktywność inwestorów indywidualnych – o 40 p.p. w 2011 r. w stosunku do 2007 r. Przyczyną spadku aktywności inwestorów indywidualnych w badanym okresie

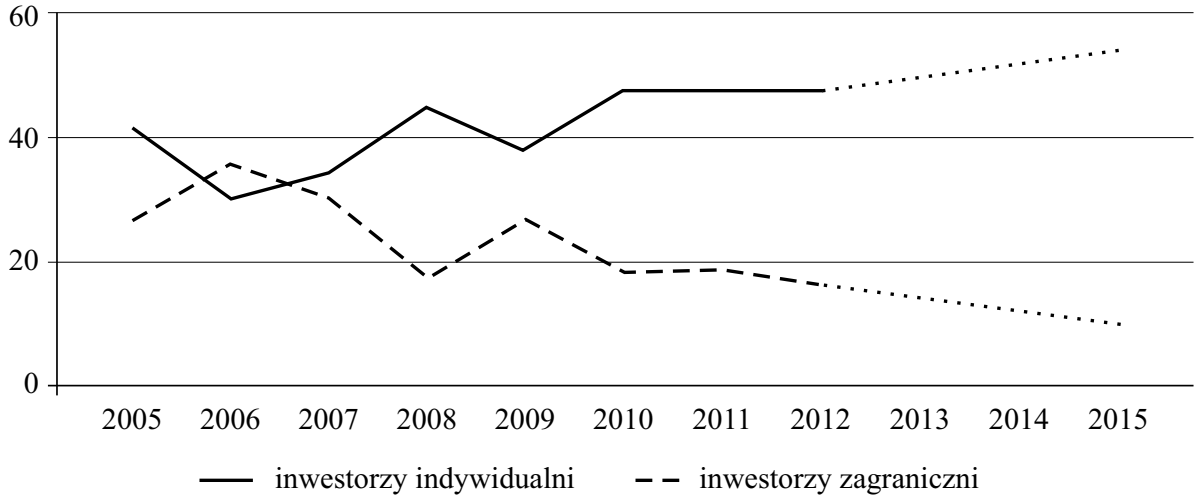
Wykres 5. Inwestorzy w obrotach giełdowych na głównym rynku akcji (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pozyskanych z portalu www.gpw.pl [9.09.2012].

(średnio o 6 p.p.) była prawdopodobnie obawa przed ryzykiem związanym z narastającym napięciem w strefie euro, które może przenieść się na rynek polski. Tymczasem inwestorzy zagraniczni wycofują się z krajów zagrożonych bankructwem (np. z Hiszpanii) i przenoszą kapitał na rynek obciążony mniejszym ryzykiem, do kraju dysponującego większymi możliwościami absorpcji wstrząsów ekonomiczno-finansowych (np. przez wykorzystanie polityki monetarnej).

Wykres 6. Prognoza udziału inwestorów zagranicznych i indywidualnych na GPW do 2015 r. (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pozyskanych z portalu www.gpw.pl [9.09.2012].

Na podstawie analizy trendu liniowego można dokonać prognozy kształtowania się struktury inwestorów na warszawskim parkiecie. Z analizy tej wynika, że pod wpływem działania przyczyn głównych liczba inwestorów zagranicz-

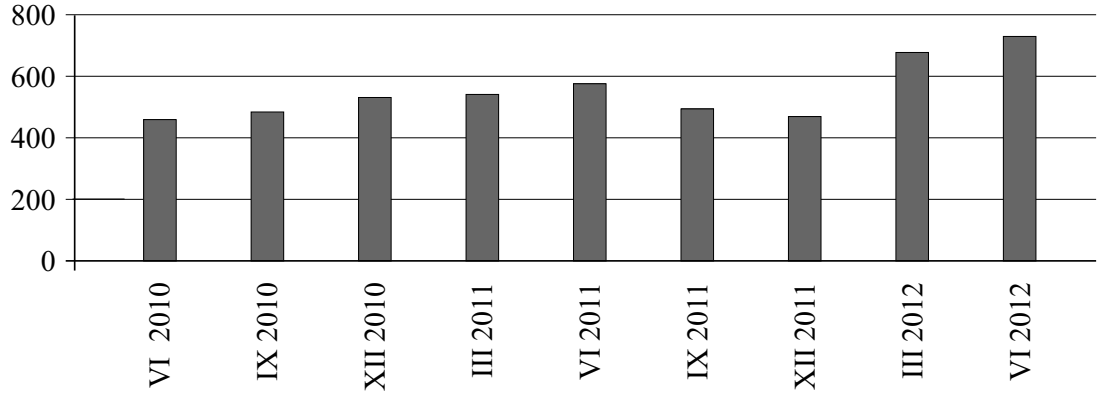
nych rosła przeciętnie o 1,89 p.p., a liczba inwestorów indywidualnych spadała o 2,11 p.p. Wobec tego prognoza udziału inwestorów indywidualnych i zagranicznych wygląda jak na wykresie 6. Można z niej wyciągnąć wniosek, że pod wpływem działania przyczyn głównych do 2015 r. udział inwestorów zagranicznych będzie miał tendencję wzrostową, przy jednoczesnym spadku udziałów inwestorów indywidualnych.

Inwestorzy zagraniczni lokują kapitał także w funduszach inwestycyjnych. Zamknięte fundusze inwestycyjne cieszą się dużym zainteresowaniem, a w ciągu dwóch lat odnotowano stały popyt na certyfikaty inwestycyjne wśród inwestorów krajowych i zagranicznych (wykres 7C).

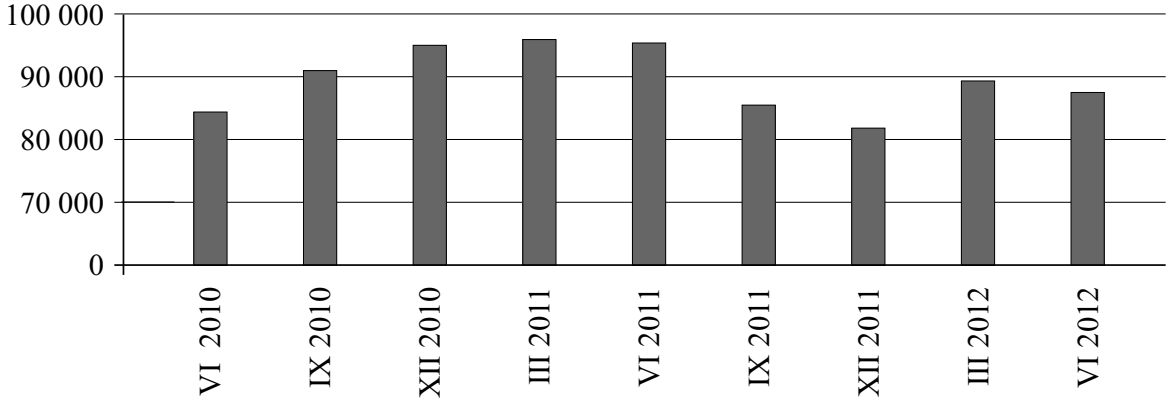
Liczba jednostek uczestnictwa będących w posiadaniu inwestorów zagranicznych w okresie narastania kryzysu fiskalnego (dane od czerwca 2010 do czerwca 2012 r.) wzrastała z okresu na okres średnio o 6 p.p. (wykres 7A), podczas gdy w analogicznym okresie liczba jednostek uczestnictwa będąca w posiadaniu inwestorów krajowych wzrastała z okresu na okres średnio o 4 p.p. (wykres 7B).

Wykres 7. Certyfikaty inwestycyjne oraz jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w posiadaniu inwestorów krajowych i zagranicznych – stan na koniec okresu (w mln zł)

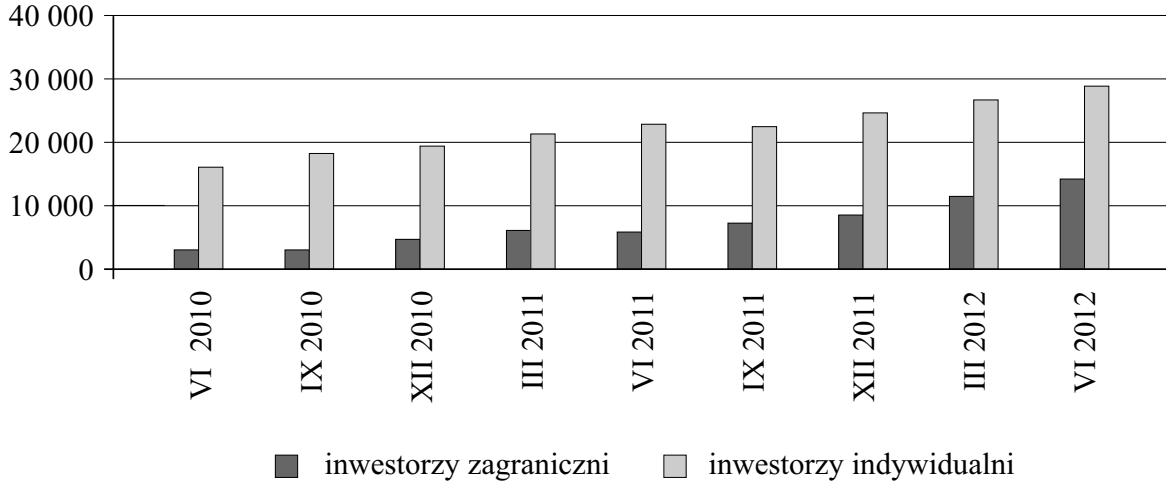
A. Jednostki uczestnictwa – inwestorzy zagraniczni



B. Jednostki uczestnictwa – inwestorzy krajowi



C. Certyfikaty inwestycyjne w posiadaniu inwestorów krajowych i zagranicznych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pozyskanych z portalu www.nbp.pl [9.09.2012].

Obie grupy inwestorów sukcesywnie zwiększały ilość posiadanych jednostek uczestnictwa na początku analizowanego okresu, po czym w czerwcu 2011 r. zmniejszyły swoje udziały w funduszach. Wzrost posiadanych jednostek uczestnictwa notuje się od kwietnia 2012 r. (wykres 7A i B), przy czym wśród inwestorów krajowych wzrost ten nie jest trwały (wykres 7B).

Na podstawie analizy trendu liniowego można zauważyć, że pod wpływem działań przyczyn głównych inwestorzy zagraniczni zwiększali udziały w funduszach inwestycyjnych przeciętnie o 24,53 mln zł, natomiast inwestorzy krajowi zmniejszali je średnio o 565,8 mln zł. Dokonując prognozy kształtowania się udziału inwestorów krajowych i zagranicznych w otwartych funduszach inwestycyjnych na kolejne okresy, należy stwierdzić, że inwestorzy zagraniczni zwiększą swój udział w otwartych funduszach inwestycyjnych, zaś inwestorzy krajowi wycofają się (tab. 5).

Jeśli istnieje popyt na jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne, wzrasta także liczba funduszy inwestycyjnych oraz wartość ich aktywów (wykres 8).

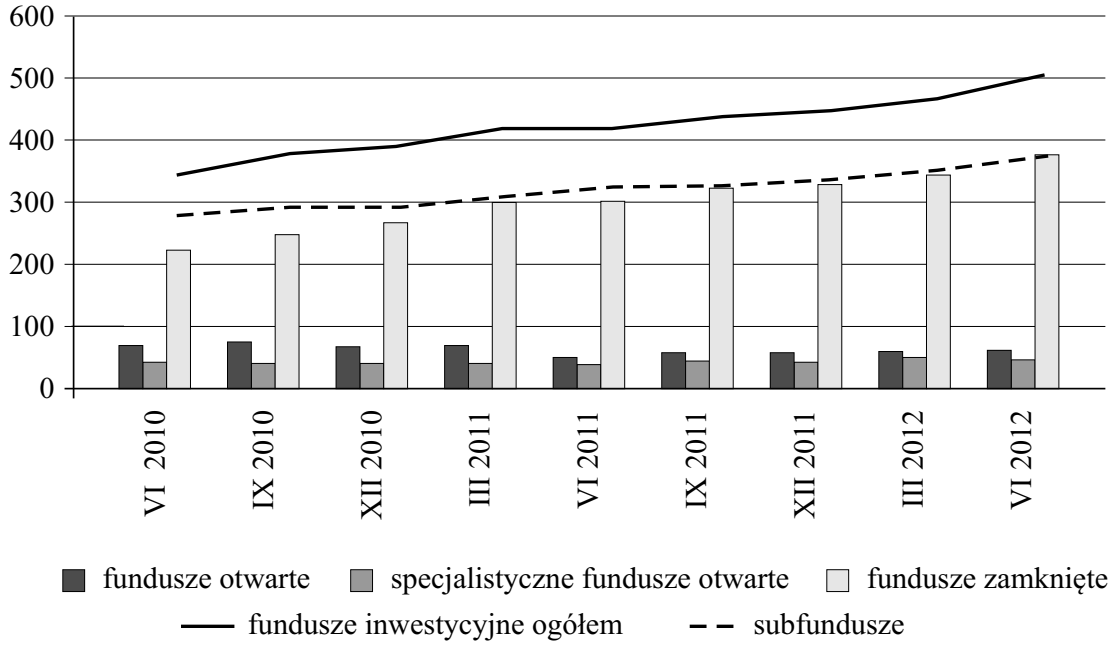
Tabela 5. Prognoza jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w posiadaniu inwestorów krajowych i zagranicznych (w mln zł)

Inwestorzy	Prognoza					
	2012		2013			
	IX	XII	III	VI	IX	XII
Zagraniczni	673	697	722	746	771	796
Krajowi	86 967	86 401	85 836	85 270	84 704	84 138

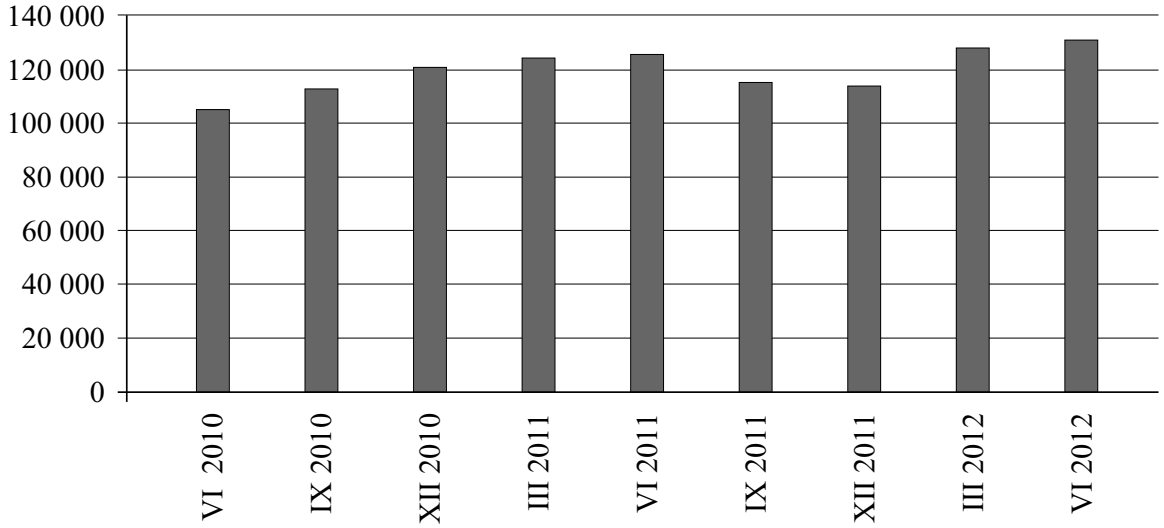
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pozyskanych z portalu www.nbp.pl [21.12.2013].

Wykres 8. Liczba funduszy inwestycyjnych oraz aktywa netto funduszy inwestycyjnych od czerwca 2010 do czerwca 2012 r. – stan na koniec okresu

A. Towarzystwa fiunduszy inwestycyjnych, fundusze inwestycyjne i subfundusze



B. Aktywa netto funduszy inwestycyjnych (w mln zł)

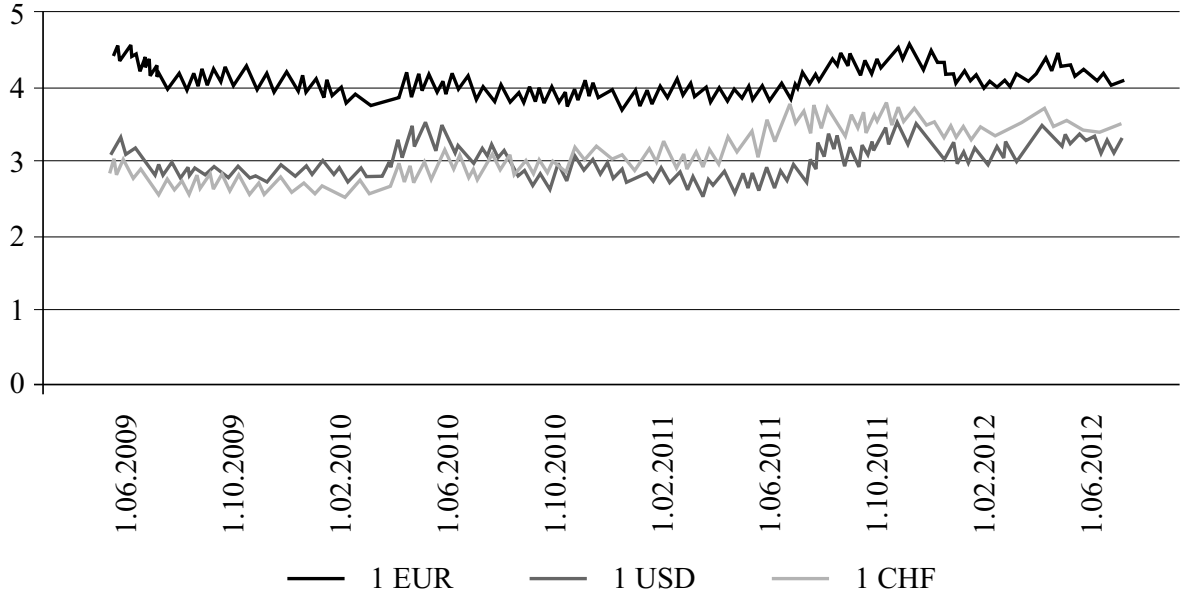


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pozyskanych z portalu www.nbp.pl [9.09.2012].

W analizowanym okresie wzrastała ogólna liczba funduszy inwestycyjnych – średnio o 4,5 p.p. Największym przyrostem cieszyły się fundusze zamknięte, których średni wzrost kształtował się na poziomie 6,5 p.p. W ślad za wzrostem liczby funduszy inwestycyjnych (w czerwcu 2012 r. w porównaniu do czerwca 2010 r.

ogólna liczba funduszy inwestycyjnych wzrosła o 41,91 p.p.) rosły także ich aktywa (średnio o 2,9 p.p.). W czerwcu 2012 r. w porównaniu z początkiem analizowanego okresu fundusze inwestycyjne powiększyły swoje aktywa o 25,5%. Prawdopodobną przyczyną wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych mogło być zmniejszenie aktywności inwestorów indywidualnych na GPW, którzy przenieśli swój kapitał do funduszy inwestycyjnych.

Wykres 9. Średnie kursy walut względem złotego (PLN)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pozyskanych z portalu www.nbp.pl [9.09.2012].

Pełniejszy obraz sytuacji daje spojrzenie na rynek walutowy. Rynki wybranych walut obcych względem złotego (PLN) znajdują się w fazie konsolidacji. Oznacza to stabilizację w tym segmencie rynku. Jednak w ostatnim okresie polska waluta nieco osłabiła się względem wszystkich analizowanych walut. Nie jest to wielka deprecjacja, dlatego można mówić o stabilizacji na rynku walutowym.

Podsumowanie

Poluzowanie polityki fiskalnej w krajach członkowskich Unii Europejskiej spowodowało narastanie długu publicznego i deficytu budżetowego w większości z nich. Prowadzenie polityki nadmiernego zadłużania się w tych państwach w połączeniu z powszechnym stosowaniem sekurytyzacyjnych papierów wartościowych doprowadziło do zawirowań w całej Unii Europejskiej. Skutkiem tego był wzrost kosztów pozyskania finansowania oraz wzrost kosztów ubezpieczenia kredytu. Jest to związane m.in. ze wzrostem ryzyka płynności oraz ryzyka kredytowego. Nie ulega wątpliwości, że wycena długu i ryzyka w strefie euro, do

niedawna zbliżona we wszystkich państwach Eurosystemu, teraz będzie odrębna dla każdego z nich.

Polska jako kraj nienależący do strefy euro, ale będący członkiem Unii Europejskiej też nie jest wolna od wpływu kryzysu fiskalnego na procesy gospodarcze. Badając jednak wybrane segmenty rynku finansowego w Polsce, należy stwierdzić, że kryzys fiskalny nie wpłynął negatywnie na rynek finansowy.

W analizowanym okresie kryzys rozpoczęty rewizją greckich danych statystycznych nie miał wpływu na wycenę polskiego długu mierzonego zmianami kursów notowań CDS. Największy wpływ na notowania CDS dla długu polskiego miały zaś zmiany notowań CDS dla długu niemieckiego.

Kryzys wywarł jednak negatywny wpływ na udziały inwestorów indywidualnych na warszawskim parkiecie, choć spadek liczby inwestorów indywidualnych rekompensowany był wzrostem udziału inwestorów zagranicznych. Biorąc zatem pod uwagę aktywność inwestorów zagranicznych, stałą kapitalizację spółek zagranicznych i wzrost liczby spółek zagranicznych, można stwierdzić, że zagranica postrzega polski rynek kapitałowy jako bezpieczny.

Literatura

Ball L., Mankiw G., *What Do Budget Deficits Do*, NBER Working Papers, 1995, nr 5263.

Dz.Urz. UE C 83/47, *Wersja skonsolidowana Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*, Europa – portal Unii Europejskiej, EUR-Lex: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:PL:PDF [30.03.2010].

http://epp.eurostat.ec.europa.eu [15.06.2012].

Kryzys grecki – geneza i konsekwencje, dokument uzupełniający do ram strategicznych Narodowego Planu Wprowadzenia Euro, Ministerstwo Finansów, Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Wprowadzenia Euro przez Rzeczpospolitą Polską, Warszawa 2010.

Michałek J. J., *Zarys integracji gospodarczej i walutowej w Europie*, w: *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*, red. P. Kowalewski, G. Tchorek, J. Górski, NBP, Warszawa 2010.

Pułaska-Turyna B., *Statystyka dla ekonomistów*, Difin, Warszawa 2008.

Siwińska-Gorzelak J., *Nierównowaga fiskalna a długookresowy wzrost gospodarczy*, w: *Polska w Unii Europejskiej. Dynamika konwergencji ekonomicznej*, red. J. J Michałek, W. Siwiński, M. W. Socha, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007.

Skiba L., *Polityka fiskalna w unii walutowej*, w: *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*, red. P. Kowalewski, G. Tchorek, J. Górski, NBP, Warszawa 2010.

Tchorek G., *Teoretyczne podstawy integracji walutowej*, w: *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*, red. P. Kowalewski, G. Tchorek, J. Górski, NBP, Warszawa 2010.

Walters W., Haahr J. H., *Rządzenie Europą*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2011.

www.gpw.pl [9.09.2012].

www.money.pl/pieniadze/cds/ [9.09.2012].

www.nbp.pl [9.09.2012].

The Polish Financial Market in the Context of the European Debt Crisis

Abstract. In a globalized economy, fiscal crises are no longer of local character, but bear significantly on the economies of neighboring countries. Since the European debt crisis affects all European countries, including Poland, concerns arise about its consequences for the Polish financial market. This paper attempts to address the question of how the Polish financial market is responding to the exacerbating European debt crisis. Innovative instruments designed to forecast the debt development trend are applied to the Polish financial market in order to assess the impact of the crisis. Furthermore, the tools will allow an insight into whether the valuation of other European countries' debt has any effect on the valuation of Polish debt.

Keywords: financial market, fiscal crisis, Credit Default Swap instruments, Euro area