

*dr Daniel Kucharek*

Wydział Bezpieczeństwa Narodowego i Logistyki  
Wyższa Szkoła Oficerska Sił Powietrznych w Dęblinie

## **Oddziaływanie kryzysu finansów publicznych na koniunkturę giełdową w wybranych krajach Unii Europejskiej**

Kryzys finansów publicznych, jaki nasila się obecnie w Unii Europejskiej, ma bardzo duży wpływ na kształtowanie sytuacji gospodarczej w tym regionie. Rosnące zadłużenie – ponad bezpieczne granice – większości krajów europejskich powoduje negatywne zjawiska w gospodarce, przejawiające się głównie obniżaniem poziomu produkcji oraz zwiększającym się bezrobociem. Efektem występujących trudności gospodarczych jest spadający popyt na produkowane towary i usługi, co z kolei przekłada się na obniżkę produktu krajowego brutto.

Kryzys gospodarczy rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych i był efektem działań spekulacyjnych na rynku nieruchomości<sup>1</sup>. W Europie, szczególnie negatywnie, odnotowano jego drugą fazę, kiedy w 2009 roku ujawniono faktyczny stan zadłużenia Grecji. Rząd grecki ogłosił wówczas, że deficyt sektora finansów publicznych w 2009 roku wyniesie 12,7% PKB, zamiast 6%, jaki wcześniej prognozował. Natomiast dług publiczny tego kraju przekroczył poziom 300 mld euro [*Kolejny strajk...*, 2010, s. B 3]. Nadmierny deficyt sektora finansów publicznych dotyczył także Hiszpanii, dla której wyniósł w 2009 roku 11,4% PKB, a w 2011 r. obniżył się zaledwie do poziomu 9,8% PKB [Decyzja Rady, 2012, s. 1]. Natomiast przewidywany deficyt w 2012 roku ma wynieść 5,3% PKB. Dług publiczny tego kraju wzrasta w dużym tempie. W 2011 roku wynosił ponad 57% PKB, natomiast w połowie 2012 roku wzrósł do ponad 65% PKB. Do trudności finansowych kraju przyczynia się także zła sytuacja banków, co w efekcie powoduje ogromne bezrobocie, największe w Unii Europejskiej [*Hiszpańskie banki...*, 2012, B 3]. Ogromne zadłużenie, w stosunku do wypracowywanego PKB, spowodowało duży wzrost rentowności emitowanych obli-

---

<sup>1</sup> Kredyty subprime były udzielane na zakup domów, które banki przyznawały nawet osobom nieposiadającym dostatecznych możliwości finansowych. Stawały się one zabezpieczeniem obligacji strukturyzowanych, sprzedawanych w celach inwestycyjnych i spekulacyjnych instytucjom finansowym na całym świecie [Cetin, 2010, s. 139].

gacji państwowych, która w wielu przypadkach znacznie przekraczała poziom 7% [*Hiszpańskie banki...*, 2012, B 3]. Polityka nadmiernego zadłużania się dotyczyła nie tylko Grecji i Hiszpanii, ale także innych państw należących do Unii Europejskiej – głównie z południa kontynentu. Szczególnie niepokoi, że nadmierne zadłużenie finansów publicznych zagraża krajom wchodzącym w skład Europejskiej Unii Monetarnej. Należą do nich: Włochy, Irlandia i Portugalia. Zaistniała sytuacja stwarzała więc niepewność co do przyszłości całej strefy wspólnej waluty europejskiej [Pacuła, 2011, s. 141].

Zawirowania na rynkach finansowych mają bezpośrednie przełożenie na koniunkturę giełdową. Europejskie rynki papierów wartościowych reagują bardzo dynamicznie na wydarzenia zachodzące w sferze finansów. Zła i wciąż pogarszająca się sytuacja finansów publicznych w większości państw Unii Europejskiej stała się główną przyczyną dokonania analizy sytuacji panującej na wybranych giełdach papierów wartościowych. Istotne jest wykazanie, w jakim stopniu stan finansów publicznych wpływa na wielkość obrotów i kursy papierów wartościowych. Zamiarem niniejszej analizy jest także ocena stopnia oddziaływania udzielanej pomocy finansowej na koniunkturę giełdową. Z powyższych przyczyn przedmiotem analizy stały się nie tylko rynki giełdowe w Atenach i Madrycie, a więc w państwach, które posiadają bardzo złą sytuację w finansach publicznych. Ważne jest także wskazanie, w jakim stopniu zagrożenia, związane z utratą płynności finansowej przez Grecję i Hiszpanię, oddziaływały na rynki giełdowe innych państw europejskich.

Dokonana analiza obejmuje próbę porównania sytuacji, jaka kształtowała się na wybranych rynkach od początku 2008 roku do połowy 2012 roku, tj. w czasie narastającego kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych, okresie poprzedzającym pojawianie się informacji o katastrofalnej sytuacji w finansach publicznych oraz w czasie nasilającego się kryzysu najpierw w Grecji, a następnie w Hiszpanii. W dokonanej analizie uwzględniono także działania podejmowane w celu ratowania zagrożonych państw. Sprowadzały się one głównie do udzielenia Grecji dwóch pakietów pomocowych w maju 2010 roku i lutym 2012 roku, których wartość przekroczyła 200 mld euro [*Komunikat Komisji*, 2012, s. 21].

Przeprowadzona analiza została oparta o podstawowe wskaźniki, które najbardziej obrazują kształtowanie się koniunktury giełdowej. Do wielkości charakteryzujących badane giełdy należą przede wszystkim zmiany ich kapitalizacji, wartości obrotów giełdowych oraz liczba notowanych spółek. Badaniami objęto giełdy krajów posługujących się nie tylko walutą euro, ale także – jak w przypadku giełdy stambulskiej – nienależące do Unii Europejskiej. Badane giełdy papierów wartościowych zostały dodatkowo podzielone na dwie grupy, których róż-

nicowanie dotyczy wielkości rynków. Do pierwszej grupy należą największe giełdy europejskie, tj.: Deutsche Börse, giełda szwajcarska i giełda madrycka, których wartość notowanych spółek w badanym okresie oscylowała lub przekraczała kwotę biliona euro. Drugą grupę stanowią natomiast giełdy mniejsze, których kapitalizacja w poszczególnych latach wynosiła od 100 mld euro do niewiele ponad 200 mld euro. Należą do nich: giełda warszawska, giełda wiedeńska, giełda stambulska oraz giełda ateńska.

### KAPITALIZACJA SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

Jednym z ważnych wskaźników, określających koniunkturę panującą na danym rynku giełdowym, jest kształtowanie się kapitalizacji notowanych spółek. Zmiany kapitalizacji określają zachowanie się kursów papierów wartościowych w badanym okresie. Z tego względu, rozpatrując wycenę spółek giełdowych na badanych giełdach papierów wartościowych w latach 2008–2012, można ocenić w jaki sposób kształtowały się te wielkości w sytuacji perturbacji zachodzących na światowych rynkach finansowych.

Analizując dane zawarte w tabeli 1 można zauważyć, że w 2008 roku widoczny był wpływ kryzysu w Stanach Zjednoczonych na zachowanie się europejskich rynków giełdowych. Giełdy, w stosunku do poprzedniego roku, straciły nawet kilkadziesiąt procent swojej wartości. Największe spadki kapitalizacji, dotyczyły szczególnie mniejszych giełd papierów wartościowych. W tym czasie spółki notowane na giełdzie wiedeńskiej straciły 66,15%, a na giełdzie stambulskiej aż 78,80% swojej wartości. Podobnie zachowywały się rynki w Atenach i Warszawie, gdzie spadek kapitalizacji sięgnął odpowiednio 64,28% i 54,84%. Obniżki wartości dużych rynków giełdowych były niewiele mniejsze, sięgając we Frankfurcie – 44,65%, Madrycie – 44,71% oraz w Zurychu – 29,12%.

Rozpatrując zatem zmiany kapitalizacji w pierwszej fazie kryzysu światowego, zauważalny jest jego wpływ na wszystkie badane rynki papierów wartościowych. Zagrożenie, jakie pojawiło się na największym światowym rynku finansowym, prowadziło do ogólnej wyprzedaży akcji na rynkach europejskich. Należy zaznaczyć, że do czasu zaistnienia kryzysu w USA, rynki giełdowe notowały kilkuletnie wzrosty kursów akcji. Zatem akcje wielu spółek były już przewartościowane, co jeszcze bardziej skłaniało inwestorów do zamykania pozycji w posiadanych papierach wartościowych. O nasilaniu się w tym czasie negatywnych nastrojów co do dalszego rozwoju sytuacji na rynkach papierów wartościowych świadczą także opinie niektórych doradców finansowych, którzy w połowie 2008 roku twierdzili, że „nastroje inwestorów na rynku akcji należą do najgorszych w ostatnich dwudziestu latach” [*Sytuacja na rynku...*, 2010, s. 1].

**Tabela 1. Kapitalizacja i liczba spółek notowanych na wybranych giełdach papierów wartościowych (mln euro)**

|                    | Styczeń<br>2008 | Styczeń<br>2009 | Styczeń<br>2010 | Styczeń<br>2011 | Styczeń<br>2012 | Czerwiec<br>2012 |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| Deutsche Börse     |                 |                 |                 |                 |                 |                  |
| Wartość            | 1 439 955,31    | 797 063,00      | 900 771,65      | 1 065 712,58    | 912 420,47      | 955 424,08       |
| Zmiana procentowa  |                 | -44,65          | 13,01           | 18,31           | -14,38          | 4,71             |
| Liczba spółek      | 866             | 832             | 783             | 765             | 746             | 769              |
| Giełda szwajcarska |                 |                 |                 |                 |                 |                  |
| Wartość            | 869 377,30      | 616 234,10      | 738 706,67      | 916 706,58      | 835 089,80      | 850 242,40       |
| Zmiana procentowa  |                 | -29,12          | 19,87           | 24,10           | -8,90           | 1,81             |
| Liczba spółek      | 341             | 323             | 318             | 296             | 280             | 276              |
| Giełda madrycka    |                 |                 |                 |                 |                 |                  |
| Wartość            | 1 231 086,44    | 680 632,44      | 999 874,71      | 873 329,26      | 794 169,71      | 690 976,73       |
| Zmiana procentowa  |                 | -44,71          | 46,90           | -12,66          | -9,06           | -12,99           |
| Liczba spółek      | 3 537           | 3 576           | 3 472           | 3 345           | 3 276           | 3 247            |
| Giełda stambulska  |                 |                 |                 |                 |                 |                  |
| Wartość            | 400 180,68      | 84 852,60       | 162 190,76      | 226 644,50      | 152 452,85      | 197 768,00       |
| Zmiana procentowa  |                 | -78,80          | 91,14           | 39,74           | -32,73          | 29,72            |
| Liczba spółek      |                 | 250             | 248             | 264             | 264             | 267              |
| Giełda ateńska     |                 |                 |                 |                 |                 |                  |
| Wartość            | 181 233,20      | 64 736,54       | 78 504,78       | 50 378,92       | 26 019,88       | 23 815,29        |
| Zmiana procentowa  |                 | -64,28          | 21,27           | -35,83          | -48,35          | -8,47            |
| Liczba spółek      | 292             | 292             | 288             | 280             | 272             | 271              |
| Giełda wiedeńska   |                 |                 |                 |                 |                 |                  |
| Wartość            | 161 730,70      | 54 752,40       | 79 511,02       | 93 944,22       | 65 683,11       | 68 243,34        |
| Zmiana procentowa  |                 | -66,15          | 45,22           | 18,15           | -30,08          | 3,90             |
| Liczba spółek      | 119             | 118             | 115             | 110             | 105             | 100              |
| Giełda warszawska  |                 |                 |                 |                 |                 |                  |
| Wartość            | 144 323,31      | 65 177,59       | 105 157,15      | 142 272,23      | 107 482,95      | 117 124,71       |
| Zmiana procentowa  |                 | -54,84          | 61,34           | 35,29           | -24,45          | 8,97             |
| Liczba spółek      | 375             | 458             | 486             | 585             | 777             | 831              |

Źródło: zestawiono na podstawie: Federation of European Securities Exchanges z lat 2007–2012.

Poprawa sytuacji na światowych rynkach finansowych w 2009 roku miała natychmiastowe przełożenie na wartość kapitalizacji wybranych rynków europejskich. W tym roku wszystkie parkiety odnotowały wzrost kursów notowanych akcji. Deutsche Börse osiągnęła zwyżkę o 13,01%, kapitalizacja giełdy szwajcarskiej zwiększyła się o 19,87%, natomiast akcje na giełdzie madryckiej zwiększyły swoją wartość aż o 46,90%. Jeszcze większe zwyżki osiągały mniejsze giełdy europejskie, które notowały wzrosty kapitalizacji nawet o kilkadziesiąt procent. Najwięcej, bo aż o 91,14%, zwiększyła się wartość akcji notowanych na giełdzie stambulskiej. Podobne zachowanie rynku obserwowano w Warszawie, gdzie zanotowano zwyżkę o 61,34% oraz na giełdzie wiedeńskiej, której wzrost osiągnął wartość 45,22%. Mniejsze wzrosty zaistniały jedynie na giełdzie ateńskiej, gdzie kapitalizacja – pomimo bardzo dużych spadków w poprzednim roku – zwiększyła się o 21,27%.

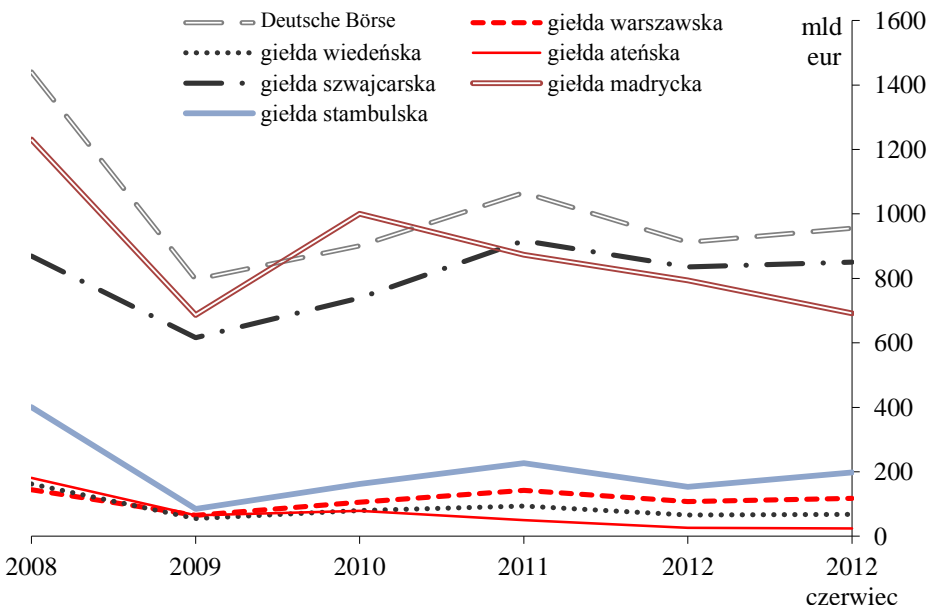
Poprawa koniunktury giełdowej w 2009 roku była spowodowana pojawieniem się lepszych perspektyw rozwoju sytuacji na rynkach finansowych. Wydatkowanie ogromnych kwot przez rządy kilku liczących się gospodarczo państw na ratowanie sektora finansowego zostało bardzo pozytywnie odebrane przez rynki giełdowe. W tym roku rząd Stanów Zjednoczonych przeznaczył na uzdrowienie amerykańskich finansów, w ramach tzw. Planu Paulsona, 700 mld dolarów, Niemcy – w pakcie stabilizacyjnym – zagwarantowały swoim bankom pomoc w wysokości 148 mld euro, podobnych gwarancji udzielił rząd Szwajcarii, przeznaczając na ten cel 600 mln dolarów [Kozieł, 2010, s. B 2].

Należy zaznaczyć, że w 2009 roku, pomimo powrotu dobrej koniunktury na rynki giełdowe, odreagowanie wcześniejszych spadków nie na wszystkich badanych giełdach przebiegało podobnie. Duże giełdy, jak na przykład giełdy w Zurychu lub we Frankfurcie, były mniej wrażliwe na złe informacje, a zatem następowała tam mniejsza obniżka kapitalizacji, a tym samym mniejsze odreagowanie wcześniejszych spadków. Wynikało to z dużego zaufania inwestorów do tych rynków, a przede wszystkim do rządowych pakietów stabilizacyjnych, które dofinansowywały sektor bankowy – newralgiczny dla rynków finansowych. Natomiast zmiany wartości akcji spółek na mniejszych rynkach giełdowych miały większe wahania, sięgające nawet kilkudziesięciu procent w skali roku. Duża zmienność koniunktury świadczy o większej skłonności do wycofywania kapitału z mniejszych giełd, które ze względu na ograniczoną płynność notowanych tam akcji były dla międzynarodowych inwestorów instytucjonalnych obciążone większym ryzykiem inwestycyjnym.

Nieodczynnym skutkiem dekonunktury, panującej na rynkach finansowych, były także zmiany w liczbie spółek notowanych na badanych giełdach papierów wartościowych. W 2009 roku, pomimo powrotu dobrej koniunktury, zaobserwowano duży – w porównaniu z latami poprzednimi – spadek liczby spółek uczestniczących w notowaniach giełdowych. Nasilenie tego zjawiska na większości badanych rynków, poza giełdą warszawską, wynikało z zawirowań na

rynkach finansowych z lat poprzednich. Duża liczba przedsiębiorstw odczuła skutki pogorszenia sytuacji gospodarczej, osiągając gorsze wyniki finansowe. Potwierdzają to badania międzynarodowej wywiadowni gospodarczej „Creditreform”, która podała, że „w 2009 roku liczba upadłości korporacyjnych w Europie Zachodniej wzrosła prawie o 22%. Główną przyczyną zwiększenia liczby upadłości w 2009 roku, była recesja gospodarcza, a więc m.in. spadek zamówień, zatory płatnicze w firmach. Wszystko to spowodowało nakręcającą się spiralę upadłości” [Grońska, 2010]. Natomiast sytuacja na parkiecie warszawskim była o tyle szczególna, że w 2009 roku przybyło tam prawie 100 spółek akcyjnych. Duża liczba IPO (Initial Public Offering) nie oznaczała jednak ochrony przed spadkiem kapitalizacji rynku. Wynikało to z wielkości spółek akcyjnych, gdyż zdecydowaną większość z nich wprowadzano do notowań na rynku alternatywnym (NewConnect). Zatem były to przedsiębiorstwa małe, które charakteryzowały się niewielką wartością akcji dopuszczanych do handlu giełdowego. Na przykład średnia wartość akcji spółek lokowanych na rynku NewConnect w 2009 roku wynosiła 0,8 mln USD [Rocznik Giełdy..., 2011, s. 219].

W 2010 roku nadal utrzymywała się tendencja spadkowa w liczbie spółek notowanych na większości badanych rynków giełdowych. Najwięcej spółek akcyjnych wycofano z giełdy madryckiej, gdzie liczba przedsiębiorstw zmniejszyła się o blisko 130 (tabela 1).



Rysunek 1. Kapitalizacja wybranych giełd europejskich

Powyższe zjawisko miało niewątpliwie wpływ na rozmiary kapitalizacji poszczególnych giełd, to jednak były przykłady rynków, gdzie pomimo zmniejszenia się liczby notowanych spółek, osiągnęły one przyrost ogólnej wartości. Należały do nich: giełda we Frankfurcie – przyrost kapitalizacji o 18,31%, giełda w Zurychu – wzrost o 24,10% oraz giełda wiedeńska, gdzie wartość spółek zwiększyła się o 18,15%. Wzrosty kapitalizacji, przy równoczesnym wzroście liczby spółek, odnotowała giełda stambulska o 39,74% oraz giełda warszawska o 35,29%. Wartość notowanych spółek nie zwykowała jedynie na dwóch z analizowanych rynków. Giełdy te nie tylko nie zwiększyły swojej wartości, a wręcz przeciwnie – odnotowały dalsze pogorszenie koniunktury. Należały do nich giełda ateńska – spadek kapitalizacji o 35,83% i giełda madrycka, gdzie wycena spółek giełdowych zmniejszyła się o 12,66%.

Przedstawione powyżej wartości kapitalizacji wskazują, że koniunktura giełdowa w 2010 roku nie kształtowała się podobnie na wszystkich badanych rynkach europejskich. Napływ złych informacji z Grecji i Hiszpanii spowodował spadki kursów akcji. Na przykład opublikowanie danych o rozmiarach deficytu finansowego w Hiszpanii, skutkowało w styczniu spadkiem cen akcji giełdy madryckiej o około 8,0% [Kucharek, 2010, s. 189]. Sytuacja uległa zmianie dopiero w maju 2010 roku, po zatwierdzeniu pomocy dla Grecji w kwocie 110 mld euro [Komunikat Komisji, 2012, s. 21]. Na europejskie rynki akcji powróciły dobre nastroje, jednak nie dotyczyły one wszystkich badanych giełd papierów wartościowych. Pomimo że Grecji przyznano pakiet pomocowy, to właśnie giełda w tym kraju zanotowała największy spadek kapitalizacji. Wiązało się to głównie z obawami co do trwałości Europejskiej Unii Monetarnej, a przede wszystkim realną możliwością wystąpienia Grecji ze strefy euro. Dodatkową przyczynę, narastającego zagrożenia, stanowił kryzys finansów publicznych w kolejnym kraju eurolandu, tj. w Hiszpanii, a następnie wzrost zagrożenia finansowego we Włoszech, Irlandii i Portugalii [Pacuła, 2011, s. 141].

Kolejnym rezultatem trudnej sytuacji finansowej Grecji i Hiszpanii, były stosunkowo mniejsze wzrosty kapitalizacji giełd należących do Eurolandu w porównaniu do krajów spoza tego obszaru. Przedstawione w tabeli 1 dane wskazują jednoznacznie, że największy wzrost kapitalizacji w 2010 roku odnotowały giełdy spoza Europejskiej Unii Monetarnej, tj. giełda stambulska i giełda warszawska. Zaistniałe różnicowanie może świadczyć o okresowym spadku zaufania do inwestowania w papiery wartościowe nominowane we wspólnej walucie. Skutkiem gorszej koniunktury w Grecji i Hiszpanii był także spadek pozycji obu giełd wśród rynków giełdowych. W rankingu rynków giełdowych, pod względem kapitalizacji, wartość spółek notowanych na giełdzie madryckiej, spadła poniżej wyceny dokonywanej na giełdzie w Zurychu. Natomiast akcje na giełdzie ateńskiej po raz pierwszy były wyceniane niżej od notowanych w Wiedniu i Warszawie (rys. 1).

W 2011 roku kryzys finansowy w państwach Unii Europejskiej przybierał coraz większe rozmiary. Pojawiające się od roku opinie, dotyczące możliwości gospodarczego załamania Grecji, były coraz powszechniejsze. Chociaż zdanie większości ekonomistów i polityków na ten temat było bardziej optymistyczne, to na przykład ekonomista greckiego pochodzenia Stergios Skaperdas, profesor ekonomii i wykładowca na Uniwersytecie Kalifornijskim w Irvine przekonywał, że „jedynym ratunkiem dla Grecji jest ogłoszenie bankructwa” [Kostrzyński, 2011]. Możliwość realizacji tego scenariusza potwierdzały narastające trudności finansowe w coraz większej liczbie państw Unii Europejskiej giełdowej.

Realne obawy, co do rozpadu strefy euro, przekładały się na kapitalizację badanych rynków. Nastąpiły wówczas ponowne spadki wartości notowanych spółek, były one jednak mniejsze od występujących w 2008 roku. Kapitalizacja Deutsche Börse obniżyła się o 14,38%, a spadki kursów na giełdzie szwajcarskiej i giełdzie madryckiej wyniosły odpowiednio 8,90% i 9,06%. Natomiast obniżka wyceny wartości spółek notowanych na giełdach mniejszych sięgnęła kilkudziesięciu procent. W Warszawie wyniosła ona 24,45%, w Stambule 32,73%, w Wiedniu 30,08%, a największa obniżka zaistniała w Atenach, gdzie osiągnęła wartość 48,35%.

Dekoniunktura panująca na badanych rynkach wynikała z pogarszającej się sytuacji finansowej Grecji. Narastające trudności ze spłatą zobowiązań i pojawiające się coraz częściej opinie – nawet w wypowiedziach wysokich urzędników Unii Europejskiej – o możliwości wyjścia tego państwa ze strefy wspólnej waluty sprawiały, że narastała nieufność do inwestowania w papiery wartościowe o wysokim ryzyku inwestycyjnym. Należy zaznaczyć, że spadki kapitalizacji obejmowały w tym czasie wszystkie badane rynki giełdowe. Świadczy to o istniejącym zagrożeniu, nawet dla państw niedotkniętych destabilizacją finansów publicznych. Wynikało to z ewentualnych konsekwencji wyjścia Grecji z Europejskiej Unii Monetarniej, które dotknęłyby wszystkie kraje Eurolandu oraz państwa mające ściśle związki gospodarcze z Unią Europejską.

Uspokojenie sytuacji na rynkach giełdowych nastąpiło dopiero w pierwszej połowie 2012 roku. Wartość kapitalizacji większości badanych giełd ponownie osiągnęła wynik dodatni. Okazało się ponownie, że w państwach o największym zagrożeniu dla stabilności finansów publicznych wartość notowanych spółek maleje, obniżając się na giełdzie madryckiej o 12,99% i giełdzie ateńskiej o 8,47%. Wynika z tego, że inwestycje w greckie i hiszpańskie akcje nadal były obciążone wysokim ryzykiem. Działo się tak pomimo udzielenia Grecji kolejnego pakietu pomocowego, obejmującego gwarancje spłaty bieżących rat zadłużenia i umorzenia części zobowiązań [Komunikat Komisji, 2012, s. 21].



ODDZIAŁYWANIE KRYZYSU FINANSOWEGO NA WARTOŚĆ  
OBROTÓW GIEŁDOWYCH

Analiza zmian w wartości obrotów realizowanych akcjami jest kolejnym, ważnym wskaźnikiem, dowodzącym o stopniu oddziaływania kryzysu finansów publicznych na rynki giełdowe. Osiągane obroty świadczyły o rozmiarach handlu papierami wartościowymi w okresach istotnych wydarzeń zachodzących na światowych rynkach finansowych. Dane dotyczące kształtowania się badanych wielkości zostały przedstawione w tabeli 2. Analizę zmian wartości obrotów giełdowych rozpoczęto – podobnie jak w przypadku kapitalizacji – od początku 2008 roku, a więc od czasu zaistnienia kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych.

W 2008 roku wartość obrotów akcjami, pod wpływem złych danych napływających ze Stanów Zjednoczonych, uległa spadkowi na wszystkich badanych giełdach europejskich. Obniżki osiągały zróżnicowane rozmiary, kształtując się – na większych rynkach – w granicach od 5% na giełdzie szwajcarskiej do 25,37% na giełdzie madryckiej. Natomiast na mniejszych giełdach europejskich spadki przybrały zdecydowanie większe rozmiary. Wartość handlu giełdowego uległa największej obniżce na giełdzie stambulskiej, zmniejszając się o prawie 60%. Na pozostałych rynkach spadki wyniosły od 23,96% w Wiedniu do 31,74% na giełdzie ateńskiej.

**Tabela 2. Wartość obrotów akcjami na wybranych giełdach papierów wartościowych (mln euro)**

|                    | Styczeń<br>2008 | Styczeń<br>2009 | Styczeń<br>2010 | Styczeń<br>2011 | Styczeń<br>2012 | Czerwiec<br>2012 |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| <i>1</i>           | <i>2</i>        | <i>3</i>        | <i>4</i>        | <i>5</i>        | <i>6</i>        | <i>7</i>         |
| Deutsche Börse     |                 |                 |                 |                 |                 |                  |
| Wartość            | 2 442 977,00    | 2 191 909,20    | 1 084 237,50    | 1 236 939,80    | 1 252 382,80    | 535 775,10       |
| Zmiana procentowa  |                 | -10,28          | -50,53          | 14,08           | 1,25            |                  |
| Giełda szwajcarska |                 |                 |                 |                 |                 |                  |
| Wartość            | 1 007 615,10    | 957 270,90      | 529 887,9       | 595 339,40      | 629 467,40      | 246 308,30       |
| Zmiana procentowa  |                 | -5,00           | -44,65          | 12,35           | 5,73            |                  |
| Giełda madrycka    |                 |                 |                 |                 |                 |                  |
| Wartość            | 1 665 761,90    | 1 243 166,50    | 897 173,8       | 1 031 318,20    | 874 148,20      | 356 871,10       |
| Zmiana procentowa  |                 | -25,37          | -27,83          | 14,95           | -15,24          |                  |
| Giełda stambulska  |                 |                 |                 |                 |                 |                  |
| Wartość            | 418 170,38      | 171 854,70      | 218 197,00      | 313 570,10      | 299 736,80      | 133 062,00       |
| Zmiana procentowa  |                 | -58,90          | 26,96           | 43,71           | -4,41           |                  |

| 1                 | 2         | 3         | 4         | 5         | 6         | 7         |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Giełda ateńska    |           |           |           |           |           |           |
| Wartość           | 94 846,20 | 64 742,90 | 46 151,5  | 32 564,20 | 19 398,50 | 6 042,70  |
| Zmiana procentowa |           | -31,74    | -28,72    | -29,44    | -40,43    |           |
| Giełda wiedeńska  |           |           |           |           |           |           |
| Wartość           | 94 488,80 | 71 850,60 | 36 448,90 | 36 814,7  | 30 152,10 | 10 136,30 |
| Zmiana procentowa |           | -23,96    | -49,22    | 1,00      | -18,10    |           |
| Giełda warszawska |           |           |           |           |           |           |
| Wartość           | 61 151,70 | 45 748,30 | 38 818,80 | 52 260,00 | 61 570,70 | 23 046,10 |
| Zmiana procentowa |           | -25,19    | -15,15    | 34,63     | 17,82     |           |

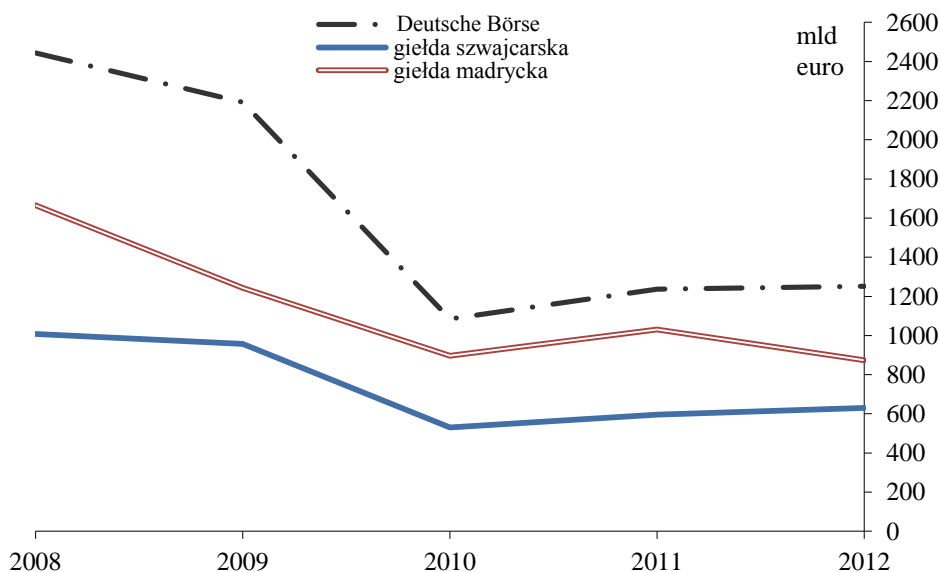
Źródło: zestawiono na podstawie: Federation of European Securities Exchanges z lat 2007–2012.

Odnotowany w 2008 roku spadek obrotów giełdowych był ściśle powiązany ze zmniejszaniem się kapitalizacji badanych rynków. Nie świadczy to jednak o mniejszej podaży akcji, ale o dużej przecenie tych papierów wartościowych w okresie kryzysu, która wpływała na mniejszą wartość zawieranych transakcji. Należy zaznaczyć, że największy spadek obrotów, przy równocześnie dużym spadku kapitalizacji, odnotowano na mniejszych rynkach giełdowych. Na tych giełdach wystąpiły więc największe obniżki cen akcji. Większe rynki, szczególnie giełda szwajcarska, podlegały w mniejszym stopniu negatywnemu oddziaływaniu kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych. Mniejszy spadek obrotów, przy ograniczonej obniżce kapitalizacji świadczy, że kursy akcji na tych giełdach były bardziej stabilne.

Spadkowa tendencja w wielkości obrotów uległa dalszemu nasileniu w 2009 roku, kiedy osiągnęła ona wartość o kilkadziesiąt procent mniejszą od notowanej w poprzednim roku. Dotyczyło to zarówno większych, jak i mniejszych giełd europejskich. Największy spadek, jeśli rozpatrujemy duże spółki giełdowe, miał miejsce na giełdzie niemieckiej, gdzie obroty zmniejszyły się o ponad 50%. Niewiele mniejszą obniżkę odnotowano na giełdzie szwajcarskiej, która osiągnęła wówczas wynik gorszy o 44,65%. Na mniejszych rynkach giełdowych wyniki były bardziej zróżnicowane. Zmianę obrotów – podobną do rejestrowanych na większych rynkach – odnotowano jedynie na giełdzie wiedeńskiej, gdzie wartość handlu zmniejszyła się o 49,22%. Na pozostałych parkietach zmiany rozmiaru handlu akcjami notowały spadki sięgające 28,72% na giełdzie ateńskiej i 15,15% na giełdzie warszawskiej. Natomiast parkiet w Stambule zanotował zwyżkę obrotów o 26,96%.

Należy zaznaczyć, że duże spadki obrotów w 2009 roku odbywały się przy wzroście kapitalizacji badanych rynków. Zaistniało zatem zjawisko wzrostu kursów akcji, przy jednoczesnej obniżce rozmiarów handlu tymi papierami wartościowymi. Powyższa sytuacja świadczy o mniejszym zainteresowaniu inwe-

stycjami w przecenione kryzysem papiery wartościowe. Przyczyniały się do tego narastające obawy co do dalszego rozwoju sytuacji w Grecji, które powodowały wstrzymywanie się z zakupami akcji spółek giełdowych. Na parkietach europejskich panowało przekonanie, że kryzys jeszcze się nie zakończył i nastąpi dalsze pogorszenie sytuacji gospodarczej.



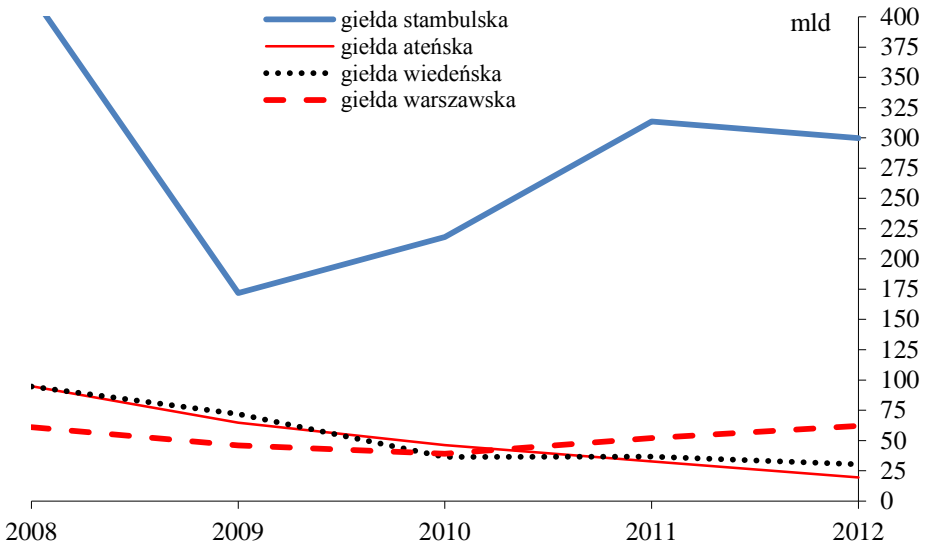
**Rysunek 2. Wartość obrotów na największych giełdach europejskich**

Źródło: zestawiono na podstawie: Federation of European Securities Exchanges z lat 2007–2012.

W 2010 roku tendencje w rozmiarach handlu giełdowego uległy odwróceniu. Odnotowano wówczas wzrost obrotów na większości badanych rynków. W tym też czasie był ponownie widoczny podział analizowanych giełd w zależności od ich wielkości. Na największych giełdach europejskich wzrost obrotów sięgnął kilkunastu procent, wynosząc na Deutsche Börse – 14,08%, na giełdzie szwajcarskiej – 12,35% i na giełdzie madryckiej – 14,95%. Dużo większy wzrost rozmiarów handlu akcjami odnotowują natomiast mniejsze giełdy. Wynoszą one na giełdzie stambulskiej aż 43,17%, na giełdzie warszawskiej 34,63%. Wyjątkiem, była jedynie giełda wiedeńska, gdzie rozmiary handlu prawie się nie zmieniły.

Zdecydowanie odmiennie przedstawiała się sytuacja na giełdzie ateńskiej, gdzie nadal następował spadek obrotów. Osiągane wówczas wartości handlu akcjami zmniejszyły się o kolejne 29,44%. W wyniku utrzymującej się dekonjunktury na tym rynku, właściwie od początku kryzysu, rozmiary handlu akcjami ulegały systematycznemu spadkowi, zmniejszając się poniżej wyników osiągniętych na giełdzie wiedeńskiej i giełdzie warszawskiej (rys. 3). Spadek

wartości obrotów i jednocześnie zmniejszanie się kapitalizacji spółek na giełdzie greckiej, wskazuje jednoznacznie na postrzeganie tego rynku przez inwestorów, jako obciążonego bardzo dużym ryzykiem. Istotne jest, że „kurczenie się” giełdy ateńskiej następowało pomimo udzielenia Grecji w maju 2010 roku pierwszego pakietu pomocowego w wysokości 110 mld euro.



**Rysunek 3. Wartość obrotów na mniejszych giełdach europejskich**

Źródło: zestawiono na podstawie: Federation of European Securities Exchanges z lat 2007–2012.

Zagrożenia, jakie pojawiły się w 2011 roku, związane były z możliwością wyjścia Grecji ze strefy euro. Narastało zatem niebezpieczeństwo rozpadu obszaru wspólnej waluty, co powodowało zawirowania na większości badanych rynków giełdowych. Istotnym wyróżnikiem, dotyczącym kształtowania się obrotów na badanych rynkach, były zdecydowanie większe spadki rozmiarów handlu akcjami w krajach o złej sytuacji w finansach publicznych. Największe obniżki obrotów odnotowały giełdy w Madrycie o 15,24% i w Atenach o 40,43%. Choć tendencja spadkowa dotyczyła także rynków o stabilnej sytuacji finansowej, to jednak na tych giełdach przedstawiała się zdecydowanie korzystniej, gdyż niektóre z nich osiągnęły nawet wzrost wartości handlu akcjami. Na Deutsche Börse obroty wzrosły o 1,25%, giełda szwajcarska zwiększyła wartość zawartych transakcji akcjami o 5,73%. Podobna tendencja jak na większych rynkach giełdowych miała miejsce w Warszawie, gdzie obroty zwiększyły się aż o 17,82%. Natomiast zmalały rozmiary handlu na giełdzie stambulskiej i giełdzie wiedeńskiej, które zmniejszyły się w stosunku do roku poprzedniego odpowiednio o 4,41% i o 18,10%. Spadek obrotów giełdowych, zwłaszcza w połączeniu ze zmniejszającą się kapitalizacją,

wskazuje na kontynuowanie wycofywania się kapitału inwestycyjnego z rynków giełdowych. Istotne było, że powyższa sytuacja nie ulegała nasileniu, szczególnie w krajach, które miały stabilną sytuację finansową.

## WNIOSKI

Przeprowadzona analiza dotycząca kapitalizacji, zmian liczby notowanych spółek oraz wartości obrotów na wybranych giełdach papierów wartościowych w latach 2008–2012 nasuwa wnioski, że kryzys nie oddziaływał jednakowo na wszystkie badane rynki. Największa dekonunktura miała miejsce na giełdzie ateńskiej, gdzie skala istniejących problemów była największa. Natomiast w mniejszym stopniu kryzys wpływał na rynek giełdowy w Hiszpanii, drugi z krajów dotkniętych destabilizacją finansów publicznych. Duże zróżnicowania koniunktury, jakie występowały na tych rynkach, wynikają z niejednakowego poziomu istniejących zagrożeń. Finanse publiczne w Hiszpanii były w mniejszym stopniu zagrożone niewypłacalnością, jak miało to miejsce w Grecji. Dlatego rynek giełdowy tego kraju podlegał mniejszym perturbacjom, niż parkiet w Atenach.

Analizując uzyskane wyniki nie ma podstaw do stwierdzenia, że kapitał inwestycyjny kompleksowo traktował wszystkie badane rynki europejskie. Dotyczy to szczególnie mniejszych giełd papierów wartościowych. Na pewno, w pewnych okresach, dekonunktura dotyczyła wszystkich rynków w regionie. Natomiast w dłuższym czasie – nawet kilkuletnim – w krajach mniej zagrożonych kryzysem następowało odreagowanie wcześniejszych spadków.

W czasie kryzysu nastąpiły istotne zmiany w rankingach, które uwzględniały kapitalizację i wielkość realizowanych obrotów na europejskich giełdach papierów wartościowych. W gronie większych rynków zmniejszyła się kapitalizacja giełdy madryckiej, co spowodowało, że w rankingu giełd europejskich znalazła się ona za giełdą w Zurychu. Natomiast w zakresie zmian kapitalizacji i obrotów, wśród małych rynków, widoczny jest duży awans giełdy warszawskiej, która w badanym okresie wyprzedziła giełdy w Atenach i Wiedniu, zbliżając się do poziomu giełdy stambulskiej.

Istotną cechą wszystkich badanych rynków jest spadek kapitalizacji, liczby notowanych spółek oraz wartości obrotów na giełdach krajów dotkniętych trudnościami z finansami publicznymi. Przykładem jest giełda grecka, na której, pomimo zapewnienia pakietu pomocowego, następował systematyczny spadek analizowanych wartości. Można z tego wnioskować, że narastanie niekorzystnej koniunktury na rynku, pomimo udzielenia pomocy finansowej dla Grecji, wynikało z obaw o jej niewystarczający zakres, gdy kryzys rozszerzy się na kolejne, a w tym większe gospodarczo kraje Unii Europejskiej.

Analizowane zmiany głównych indeksów giełdowych i kapitalizacji poszczególnych rynków opisują ponad czteroletni okres zawirowań, jaki miał

miejsce na wybranych giełdach papierów wartościowych. Badane wskaźniki, obrazujące sytuację na wybranych giełdach europejskich, wymagają jednak dalszej analizy. Obecnie nie można jednoznacznie stwierdzić, jak zakończy się akcja pomocowa dla państw objętych kryzysem. A przede wszystkim, czy uruchomienie i wykorzystanie – zgodnie z założeniami – całości pakietu pomocowego przyniesie oczekiwane efekty. Pojawić się mogą nieprzewidziane okoliczności, które przyczynią się do pogorszenia sytuacji finansowej kolejnych państw strefy euro. Wówczas wymagana będzie dodatkowa pomoc, być może dla większej liczby państw i efektywna – jak do tej pory – solidarność poszczególnych członków Unii Europejskiej, może stać pod znakiem zapytania.

Czarny scenariusz wydarzeń, przedstawiony powyżej, jest tylko jedną z alternatyw rozwoju wydarzeń na badanych giełdach papierów wartościowych. Ponieważ działania pomocowe, jakie mają obecnie miejsce w większości krajów Unii Europejskiej, mogą skutkować zdecydowaną poprawą sytuacji budżetowej państw, które obecnie stoją na krawędzi przepaści. Koniunktura, po wprowadzeniu reform, może na giełdzie greckiej i giełdzie hiszpańskiej ulec radykalnej poprawie. Wygranie wyborów przez partie opowiadające się za dalszą obecnością w strefie euro, a co się z tym wiąże, wprowadzenie przez rząd grecki działań naprawczych, przejawiających się m.in. ograniczeniami wydatków na dodatkowe wynagrodzenia pracowników budżetowych, obniżenie i zamrożenie wzrostów ich płac, a także zmniejszenie wydatków budżetowych na emerytury, może także, po pewnym okresie, ustabilizować sytuację budżetową Grecji. Powyższe działania mogą spowodować poprawę sytuacji gospodarczej kraju, która będzie miała swoje odzwierciedlenie w koniunkturze giełdowej. Zatem w dłuższym okresie rynek giełdowy w Grecji może być miejscem spektakularnych wzrostów kursów notowanych tam papierów wartościowych, co niewątpliwie przełoży się na zwiększenie wartości głównego indeksu i kapitalizacji rynku.

## LITERATURA

- Cetin K., 2010, *Co-movement of Stock Markets` indices in Crisis Period, Global Economic Crisis and Changes*, Silesian University in Opava School of Business Administration in Karvina, Karvina.
- Decyzja Rady z dnia 23 lipca 2012 r., skierowana do Hiszpanii w sprawie szczególnych środków służących wzmocnieniu stabilności finansowej, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 202/17 z dnia 28.7.2012.
- Grońska E., 2010, *Raport Creditreform: upadłości w Europie w 2009 roku*, Creditreform Polska.
- Hiszpańskie banki z obniżonym ratingiem Moody`s*, „Rzeczpospolita” z dnia 27.06.2012 r. nr 148 (9268).
- Kolejny strajk w Grecji*, „Rzeczpospolita” z dnia 15.07.2010 nr 163 (8674), B 3.

- Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady Europejskiego Banku Centralnego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, Komitetu Regionów i Europejskiego Banku Inwestycyjnego. Wzrost dla Grecji, Komisja Europejska, Strasburg 2012.
- Kozieł H., 2010, *Grecka tragedia jeszcze się nie skończyła*, „Rzeczpospolita” nr 133 (8644).
- Kucharek D., 2010, *Financial problems with Greece and Spain Influence on Stock Exchanges trade in Central Europe*, Global Economic Crisis and Changes, Silesian University in Opava School of Business Administration in Karvina, Karvina.
- Kostrzyński R., 2011, *Pożegnanie z euro*, „Rzeczpospolita” z 20.11.2011 roku.
- Moody`s: *Śmieciowe rating dla greckich obligacji*, „Rzeczpospolita” nr 137 z 2010 r.
- Pacula P., 2011, *Kryzys ekonomiczny w Europie a bezpieczeństwo Unii Europejskiej i Polski*, Bezpieczeństwo Narodowe nr 1, Warszawa.
- Rocznik Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, 2011 r.
- Sytuacja na rynku akcji. Komentarz doradców inwestycyjnych BZ WBK AIB Asset Management S.A.*, 2008, BZ WBK AIB Asset Management SA, Poznań.

### *Streszczenie*

Kryzys finansów publicznych, jaki nasila się w Unii Europejskiej, ma bardzo duży wpływ na kształtowanie się sytuacji gospodarczej w tym regionie. Rosnące zadłużenie – ponad bezpieczne granice – większości krajów europejskich, powoduje negatywne zjawiska w gospodarce, przejawiające się głównie poprzez obniżanie poziomu produkcji oraz rosnące bezrobocie. Efektem występujących trudności gospodarczych jest spadający popyt na produkowane towary i usługi, co z kolei przekłada się na obniżkę produktu krajowego brutto. Zawirowania na rynkach finansowych mają bezpośrednie odzwierciedlenie w koniunkturze giełdowej. Europejskie rynki papierów wartościowych reagują bardzo dynamicznie na wydarzenia zachodzące w sferze finansów.

## **The Impact of the Crisis on Public Finances Stock Market in Selected Countries of the European Union**

### *Summary*

Public finance crisis, which intensified in the European Union, has a very large impact on the economic situation in this region. Rising debt over safe limits in most of the European countries, is causing negative phenomena in the economy. We can observe such phenomenon primarily by lowering the level of production and rising unemployment. The result of present economic difficulties is decrease of demands for manufactured goods and services, which in fact have its consequence in reduction of gross domestic product. The turmoil in the financial markets directly influence the stock market situation. What is more, European stock markets react very quickly to the events taking place in the field of finance.