

# Spis treści

<b>Wprowadzenie .....</b>	<b>9</b>
---------------------------	----------

## **Rozdział 1**

<b>Ryzyko niewypłacalności kraju .....</b>	<b>19</b>
--	-----------

1.1. Wstęp.....	19
1.2. Ryzyko kraju .....	21
1.2.1. Model ryzyka kraju – EIU .....	22
1.2.2. Model CRIS .....	24
1.2.3. Model ICRG .....	25
1.2.4. Inne modele ryzyka kraju – przegląd historyczny .....	26
1.3. Ryzyko suwerenne .....	27
1.4. Ryzyko suwerenne a ryzyko kraju – zmienne lokalne i globalne .....	29
1.5. Podsumowanie .....	30

## **Rozdział 2**

<b>Sytuacja gospodarcza Polski w latach 2008–2013.....</b>	<b>31</b>
--	-----------

2.1. Wstęp.....	31
2.2. Ogólna kondycja gospodarcza kraju i nastroje gospodarcze w latach 2008–2013 ...	33
2.3. Produkt krajowy brutto w Polsce w latach 2008–2013 .....	37
2.4. Bezrobocie i płace .....	40
2.5. Inflacja .....	44
2.6. Współczynnik efektywności sprawowania władzy.....	47
2.7. Finanse publiczne i budżet państwa .....	47
2.8. Zadłużenie Skarbu Państwa.....	50
2.9. Poziom oficjalnych aktywów rezerwowych.....	52
2.10. Narodowy Bank Polski, stopy procentowe i sektor bankowy .....	53
2.11. Kurs walutowy .....	56
2.12. Wymiana handlowa z zagranicą.....	58
2.13. Inwestycje zagraniczne w Polsce.....	61
2.14. Zmiany ratingu Polski w latach 2008–2013.....	63
2.15. Podsumowanie .....	64

## Rozdział 3

<b>Kontrakty <i>sovereign</i> CDS – podstawowe pojęcia, dokumentacja i rynek</b>	65
3.1. Wstęp	65
3.2. Kontrakty CDS – konstrukcja	66
3.3. ISDA – <i>International Swaps and Derivatives Association</i>	67
3.4. Premia (spread) kontraktów CDS	68
3.5. Zdarzenie kredytowe	76
3.6. Zdarzenie sukcesji	79
3.7. Przepływy finansowe i rozliczenie kontraktu	81
3.8. Obligacja referencyjna i możliwość dostarczenia innej obligacji	83
3.9. Kontrakty CDS a umowa ubezpieczenia	84
3.10. Markit RED i inne bazy danych	85
3.11. Wielkość rynku i jego uczestnicy	85
3.11.1. Wielkość rynku kontraktów <i>sovereign</i> i jego relacja do wielkości rynku rządowych instrumentów dłużnych	87
3.11.2. Płynność kontraktów CDS i sCDS	88
3.12. Zastosowanie kontraktów CDS i ich modyfikacje	91
3.13. Kontrowersje związane z kontraktami CDS	93
3.14. Spread kontraktów <i>sovereign</i> CDS jako miernik ryzyka wiarygodności kredytowej gospodarek	96
3.14.1. Wielkości makroekonomiczne	97
3.14.2. Lokalny rynek finansowy	98
3.14.3. Czynniki regionalne	99
3.14.4. Czynniki globalne	99
3.14.5. Inne czynniki	99
3.15. Podsumowanie	100

## Rozdział 4

<b>Kontrakty sCDS na dług polskiego rządu na tle wydarzeń gospodarczych w latach 2008–2013 – ujęcie miesięczne</b>	102
4.1. Wstęp	102
4.2. Miesięczne zmiany cen kontraktów sCDS	105
4.3. Miesięczne wskaźniki makroekonomiczne	107
4.3.1. Wskaźniki koniunktury	109
4.3.2. Wskaźniki z rynku pracy	113
4.3.3. Wymiana z zagranicą	115
4.3.4. Saldo budżetu, zadłużenie Skarbu Państwa i jego obsługa	118
4.3.5. Oczekiwane zależności między wielkościami makroekonomicznymi a cenami kontraktów sCDS	120
4.4. Badanie zależności długookresowych między cenami kontraktów sCDS a poziomem wybranych wskaźników gospodarczych	122
4.4.1. Badanie korelacji nieliniowych między poziomem cen kontraktów sCDS a wielkością wybranych wskaźników makroekonomicznych	122

4.4.2. Badanie zależności długookresowych między miesięcznymi cenami kontraktów sCDS a wielkościami makroekonomicznymi – procedura Engle’a-Grangera oraz Johanssena .....	124
4.5. Badanie zależności między zmianami cen kontraktów sCDS a zmianami wielkości makroekonomicznych .....	128
4.5.1. Przyczynowość w sensie Grangera dla zmian cen sCDS i zmian wielkości makroekonomicznych .....	130
4.5.2. Model wektorowej autoregresji.....	135
4.5.3. Zmienność cen kontraktów sCDS w ujęciu miesięcznym .....	139
4.6. Podsumowanie .....	140
4.7. Modele.....	143
4.7.1. Przyczynowość w sensie Grangera.....	143
4.7.2. Test zależności długookresowych Engle’a-Grangera .....	143
4.7.3. Dekompozycja wariancji błędu prognozy w modelu VAR.....	144

## Rozdział 5

### **Reakcja zmian cen kontraktów sCDS oraz ich zmienności na ogłoszenia makroekonomiczne .....**

5.1. Wstęp.....	146
5.2. Kontrakty sCDS na obligacje na euro – dynamika i statystyki opisowe w okresie 2008–2013 .....	148
5.2.1. Uzasadnienie wyboru modeli .....	149
5.3. Publikacje zmiennych makroekonomicznych przez GUS .....	150
5.4. Notowania kontraktów sCDS a ogłoszenia o inflacji – lata 2009–2010 i 2011–2013 .....	151
5.4.1. Okres 2009–2010.....	152
5.4.2. Okres 2011–2013.....	153
5.5. Notowania kontraktów sCDS a ogłoszenia o PKB <i>per capita</i> .....	155
5.5.1. Lata 2009–2010.....	155
5.5.2. Lata 2011–2013.....	156
5.6. Notowania kontraktów sCDS a ogłoszenia o PKB (lata 2009–2013).....	158
5.7. Model dla okresu 2011–2013 – łączny wpływ wszystkich ogłoszeń .....	158
5.8. Wybór najlepszego modelu – test ilorazu wiarygodności .....	161
5.8.1. Oczekiwania a wartości zrealizowane wielkości makroekonomicznych .....	162
5.9. Podsumowanie .....	164
5.10. Modele.....	165
5.10.1. Model typu ARMA-GARCH .....	165

## Rozdział 6

### **Powiązania dynamiki kontraktów sCDS z dynamiką stóp procentowych .....**

6.1. Wstęp.....	168
6.2. Wybór zmiennych i pytania badawcze.....	169
6.2.1. Kryzys zaufania.....	169
6.2.2. Nachylenie krzywej dochodowości.....	172

6.2.3. Stopa wolna od ryzyka.....	173
6.2.4. Spread obligacji polskich do niemieckich.....	176
6.3. Wyniki badania .....	178
6.3.1. Notowania kontraktów sCDS a kryzys zaufania na rynku międzybanko- wym.....	178
6.3.2. Notowania kontraktów sCDS a nachylenie krzywej dochodowości .....	180
6.3.3. Dynamika kontraktów sCDS a stopa wolna od ryzyka.....	184
6.3.3.1. WIBOR 3M.....	184
6.3.3.2. Dochodowość obligacji dziesięcioletniej.....	188
6.3.4. Dynamika kontraktów sCDS a spread obligacji.....	190
6.4. Powiązanie momentów wzrostu prawdopodobieństwa transmisji zdarzeń ekstre- malnych z krajowymi i światowymi wydarzeniami gospodarczymi.....	193
6.5. Podsumowanie .....	196
6.6. Modele .....	197
6.6.1. Wielowymiarowy model DCC-MGARCH.....	197
6.6.2. Test stałości korelacji i model CCC-GARCH.....	199
6.6.3. Funkcje kopuła.....	199
6.6.4. Miary zależności.....	200
6.6.5. Zależności w ogonach.....	200

## **Rozdział 7**

### **Premia kontraktów sCDS a dynamika i zmienność zmiennych lokalnych powią- zanych z koniunkturą światową.....**

7.1. Wstęp.....	203
7.2. Powiązania dynamiki kontraktów sCDS z dynamiką Warszawskiej Giełdy Papie- rów Wartościowych .....	206
7.2.1. Sytuacja na Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2008–2013 .....	206
7.2.2. Ryzyko i premia za ryzyko na GPW .....	209
7.2.3. Dynamika kontraktów sCDS a dynamika indeksów WIG i WIG20.....	219
7.3. Rynek kontraktów sCDS a rynek walutowy .....	223
7.3.1. Kurs złotego w latach 2009–2013 .....	225
7.3.2. Powiązania zmian cen kontraktów sCDS ze zmianami kursu złotego do euro, dolara amerykańskiego i franka .....	228
7.3.2.1. Zależności między zmianami cen kontraktów sCDS a zmianami kursu EUR/PLN .....	228
7.3.2.2. Zależności między zmianami cen kontraktu a zmianami kursu CHF/PLN.....	231
7.3.2.3. Zależności między zmianami cen kontraktu a zmianami kursu USD/PLN.....	233
7.3.3. Efektywny kurs złotego.....	236
7.4. Podsumowanie .....	240
7.5. Modele.....	241
7.5.1. Model GJR-GARCH .....	241
7.5.2. Model APARCH .....	242

## **Rozdział 8**

<b>Zła sława kontraktów sCDS – poszukiwanie uzasadnienia.....</b>	<b>243</b>
---	------------

8.1. Wstęp.....	243
8.2. Wpływ dynamiki cen kontraktów sCDS na zmiany kluczowych wielkości na pol- skim rynku finansowym .....	245
8.2.1. Dynamika kontraktów sCDS a dynamika dochodowości obligacji .....	246
8.2.2. Dynamika cen kontraktów sCDS a dynamika kursu EUR/PLN.....	249
8.2.3. Dynamika kontraktów sCDS a dynamika indeksu WIG .....	253
8.2.4. Oddziaływania między sektorami rynków finansowych – podsumowanie....	257
8.3. Wpływ dynamiki cen kontraktów na nastroje inwestorów .....	258
8.3.1. Kontrakty sCDS a wskaźnik odczuć ekonomicznych.....	258
8.3.2. Zmiany wskaźnika koniunktury w przemyśle przetwórczym ( <i>industrial confidence</i> ) a zmiany kontraktów sCDS .....	263
8.3.3. Zmiany wskaźnika sytuacji finansowej na rynku finansowym i ubezpie- czeniowym a zmiany cen kontraktów sCDS.....	268
8.3.4. Podsumowanie.....	272
8.4. Zła sława kontraktów sCDS.....	274
8.5. Modele.....	276
8.5.1. Model zmienności stochastycznej z przyczynowością Grangera.....	276
8.5.2. Model MIDAS.....	277

<b>Zakończenie .....</b>	<b>281</b>
--------------------------	------------

<b>Literatura .....</b>	<b>284</b>
-------------------------	------------