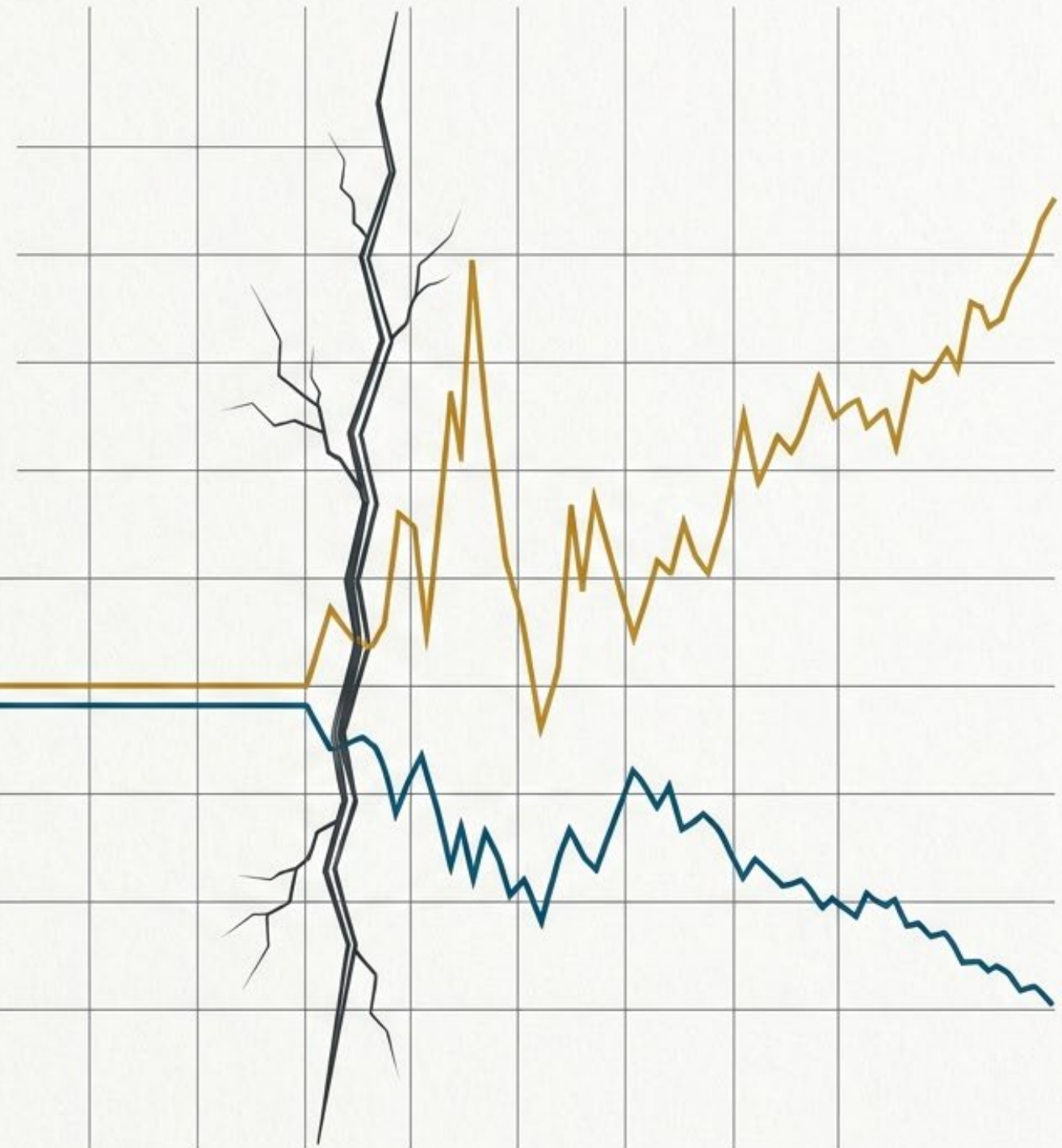


Wstrząsy strukturalne a grawitacja rynków długu w strefie euro

Analiza skutków kryzysu legislacyjnego we Francji (2024)
oraz obniżenia ratingu kredytowego (2025) na integrację
francuskich i niemieckich rynków finansowych.

Marcin Liberadzki, Arkadiusz Orzechowski
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie



NotebookLM



Francuska niestabilność trwale przebudowała relacje z rynkiem niemieckim



Szoki strukturalne

Polityczne i fiskalne zawirowania we Francji w latach 2024-2025 zadziałały jak sejsmiczne pęknięcia. Testy statystyczne bezspornie potwierdzają fundamentalne zmiany strukturalne.



Przesunięcie grawitacji

Szoki zniszczyły dwukierunkową harmonię rynków. Francja stała się wyłącznym epicentrum zmienności, dyktującym spready niemieckich instrumentów dłużnych (efekt zarażania).



Implikacje dla strefy euro

Integracja rynków finansowych w strefie euro jest warunkowa. Stabilność polityczna państw o znaczeniu systemowym determinuje wycenę długu i kierunki przepływów kapitału.



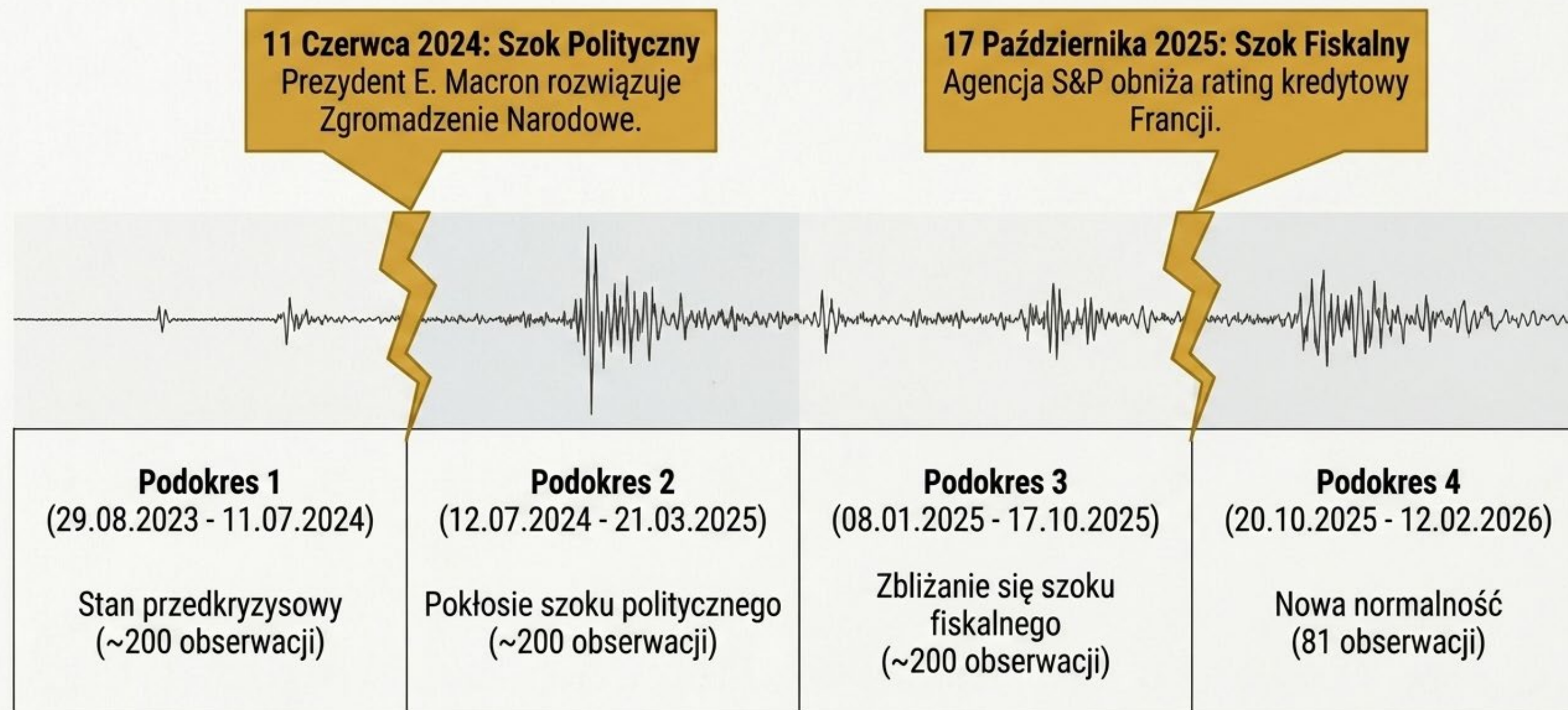
Anatomia rynku listów zastawnych jako bufora płynności

	Listy Zastawne (Covered Bonds)	Obligacje Skarbowe (Sovereigns)	Instrumenty Sekurytyzacyjne (ABS/MBS)
Mechanizm regresu	Podwójny (emitent + pakiet aktywów)	Pojedynczy (państwo)	Pojedynczy (pakiet aktywów)
Zabezpieczenie przed upadłością	Brak (emitent odpowiada)	N/A	Pełne (wydzielone SPV)
Charakter pakietu zabezpieczeń	Dynamiczny (uzupełnianie, nadzabezpieczenie)	N/A	Statyczny

W przeciwieństwie do USA, europejski rynek opiera się na listach zastawnych jako kluczowym, bezpiecznym źródle finansowania banków. To ich specyfika uwypukla premie za ryzyko płynnościowe w czasach kryzysu.

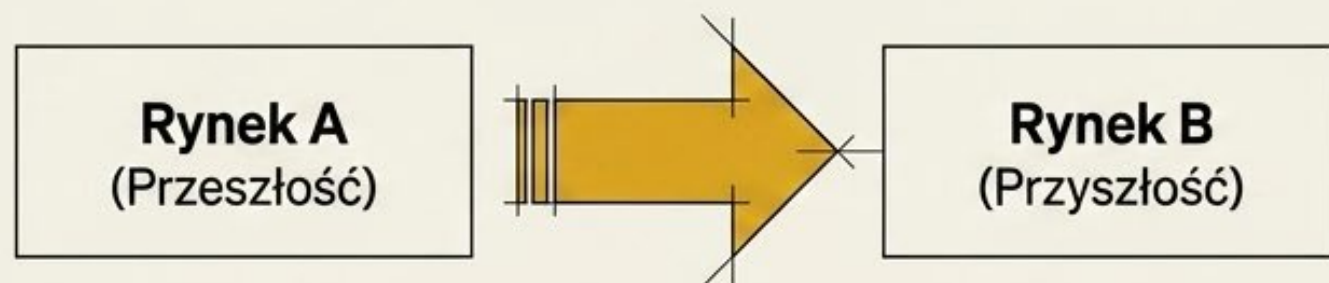


Dwa wstrząsy zdefiniowały cztery odrębne epoki rynkowe



NotebookLM

Pomiary wpływu poprzez wektorową autoregresję i przyczynowość Grangera



Przyczynowość w sensie Grangera nie bada klasycznego ciągu przyczyna-skutek, lecz wartość prognostyczną.

Pytanie badawcze: Czy przeszłe zachowanie jednego rynku pozwala lepiej przewidzieć przyszłe zachowanie drugiego rynku?

Zmienne wejściowe (Model VAR)

Francja:

Spready mid-YTM: Listy zastawne vs
Obligacje Skarbowe (zapadalność maj 2026)

Niemcy:

Spready mid-YTM: Listy zastawne vs
Obligacje Skarbowe (zapadalność luty 2026)

Uwaga: Szeregi czasowe zostały doprowadzone do stacjonarności (testy ADF i PP), co jest warunkiem skuteczności modelu VAR.

 NotebookLM

Weryfikacja pęknięć: Test Walda potwierdza zmiany strukturalne

Szok Polityczny 2024



Poziom istotności
 $\alpha=0,06$.

Wniosek: Odrzucenie hipotezy zerowej. Rozwiązanie parlamentu fundamentalnie zmieniło parametry rynku.

Szok Fiskalny 2025



Poziom istotności
 $\alpha=0,01$.

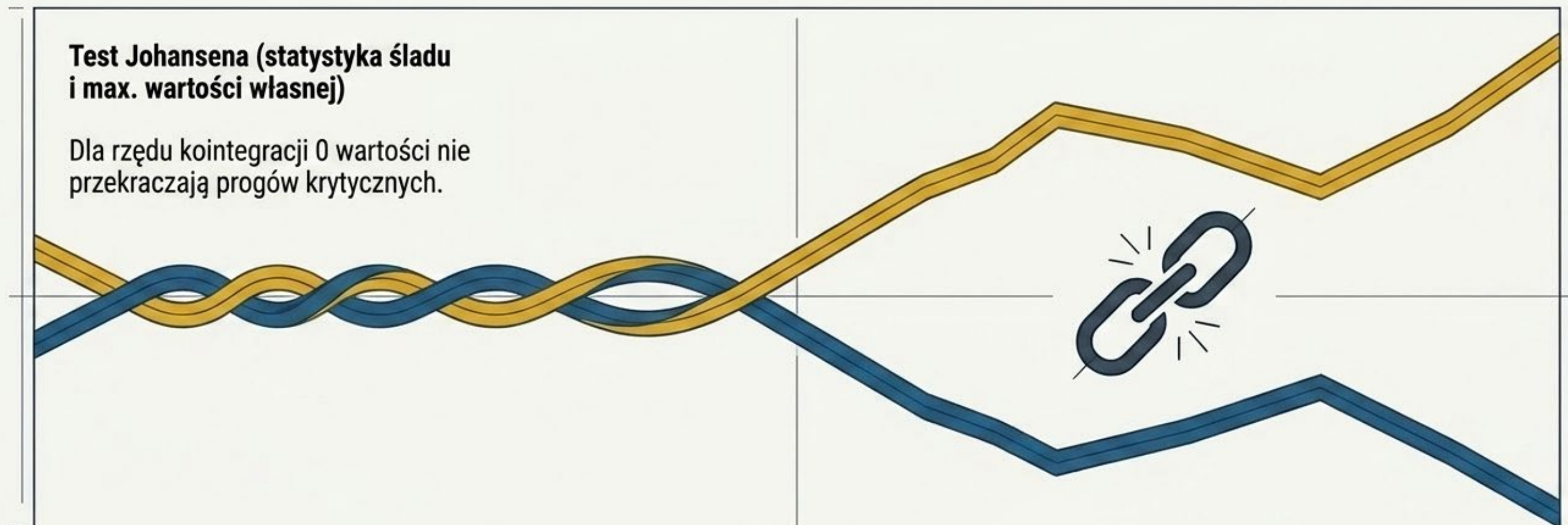
Wniosek: Całkowite odrzucenie hipotezy zerowej. Degradacja ratingu wywołała maszyną i bezsporną zmianę strukturalną.

To nie były krótkotrwałe fluktuacje. Matematyka dowodzi, że oba wydarzenia wyznaczyły momenty, w których mechanika rynkowa zaczęła działać według nowych reguł.

Iluzja trwałej harmonii: Brak długookresowej kointegracji

Test Johansena (statystyka śladu i max. wartości własnej)

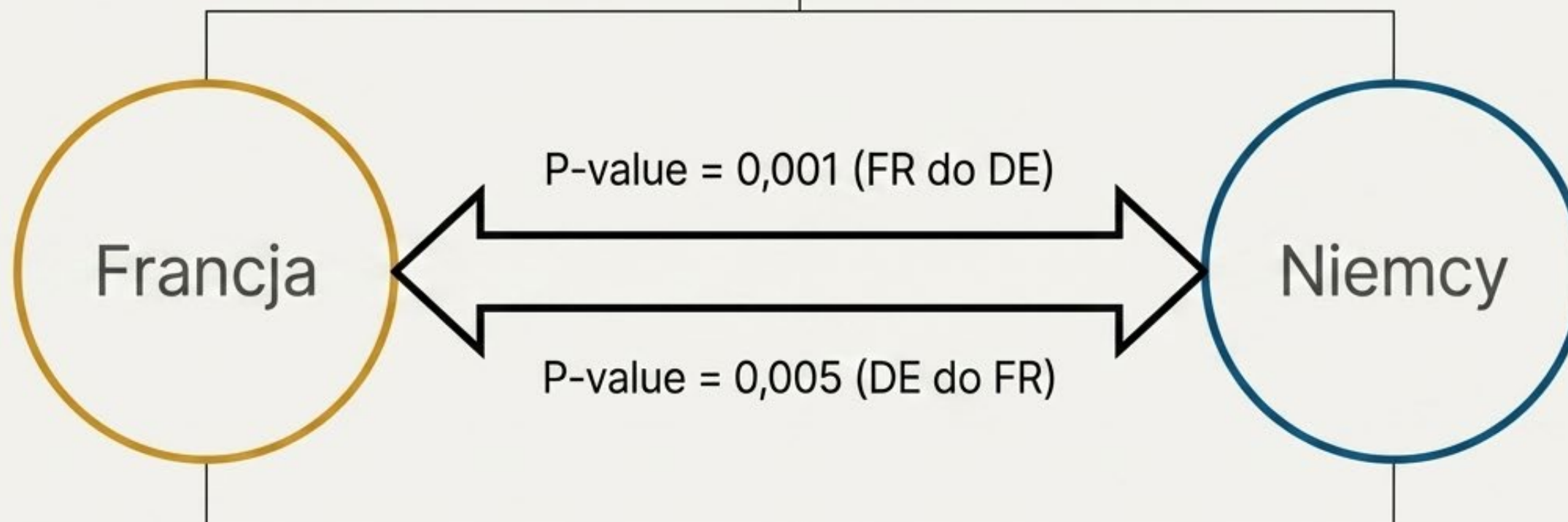
Dla rzędu kointegracji 0 wartości nie przekraczają progów krytycznych.



Mimo funkcjonowania w tej samej unii walutowej, francuskie i niemieckie spready mid-YTM nie są długoterminowo zakotwiczone względem siebie. Brak relacji kointegrujących oznacza, że rynki te są swobodne i wysoce podatne na asymetryczne szoki uderzające w jedno z państw.

Podokres 1 (Stan przedkryzysowy): Równowaga i integracja

Sierpień 2023 – Lipiec 2024

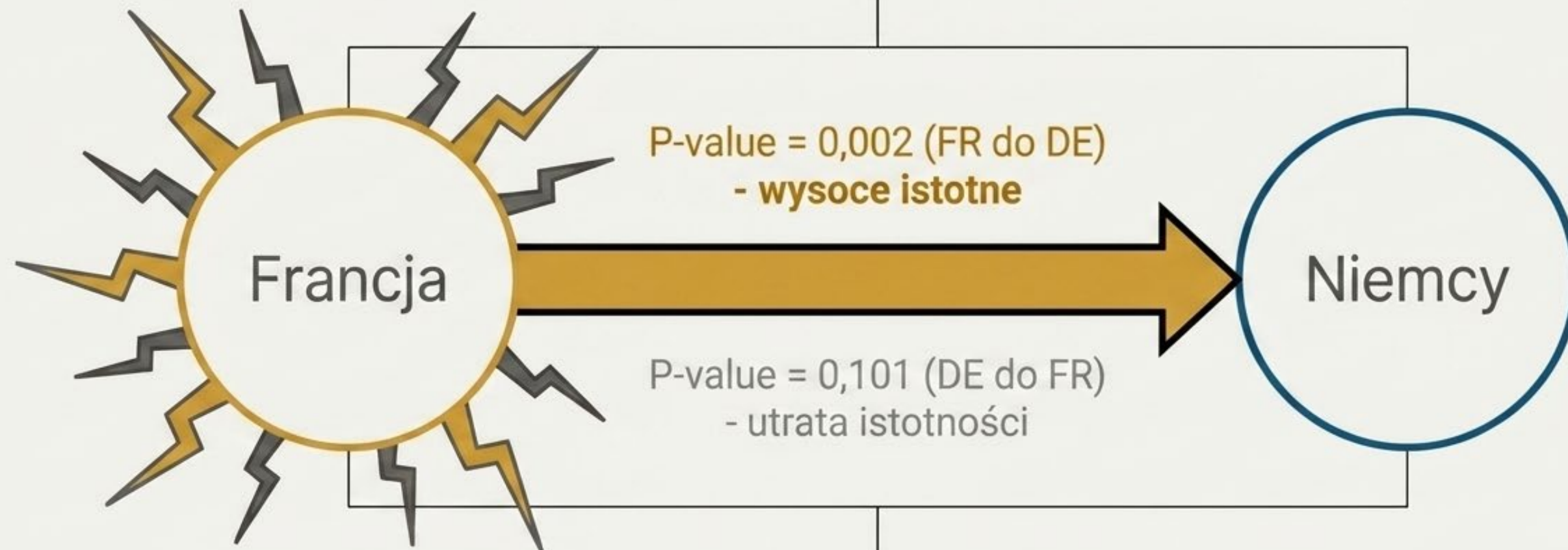


Pełna integracja rynków dłużnych strefy euro. Dwukierunkowa zależność oznaczała, że zmiany w premii za ryzyko we Francji były doskonałym predykatorem dla Niemiec i vice versa. System działał jak naczynia połączone.

NotebookLM

Podokres 2 (Szok polityczny): Efekt zarażania i jednostronna presja

Lipiec 2024 – Marzec 2025 (Po rozwiązaniu Zgromadzenia Narodowego)



Niestabilność we Francji zniszczyła równowagę. Zależność stała się jednokierunkowa. Francuskie spready stały się przyczyną w sensie Grangera dla spreadów niemieckich. Francja stała się wyłącznym kreatorem napięcia, podczas gdy stabilne Niemcy straciły zdolność oddziaływania na francuski dług.

Podokres 3 & 4 (Szok fiskalny i nowa normalność): Utrwalona asymetria

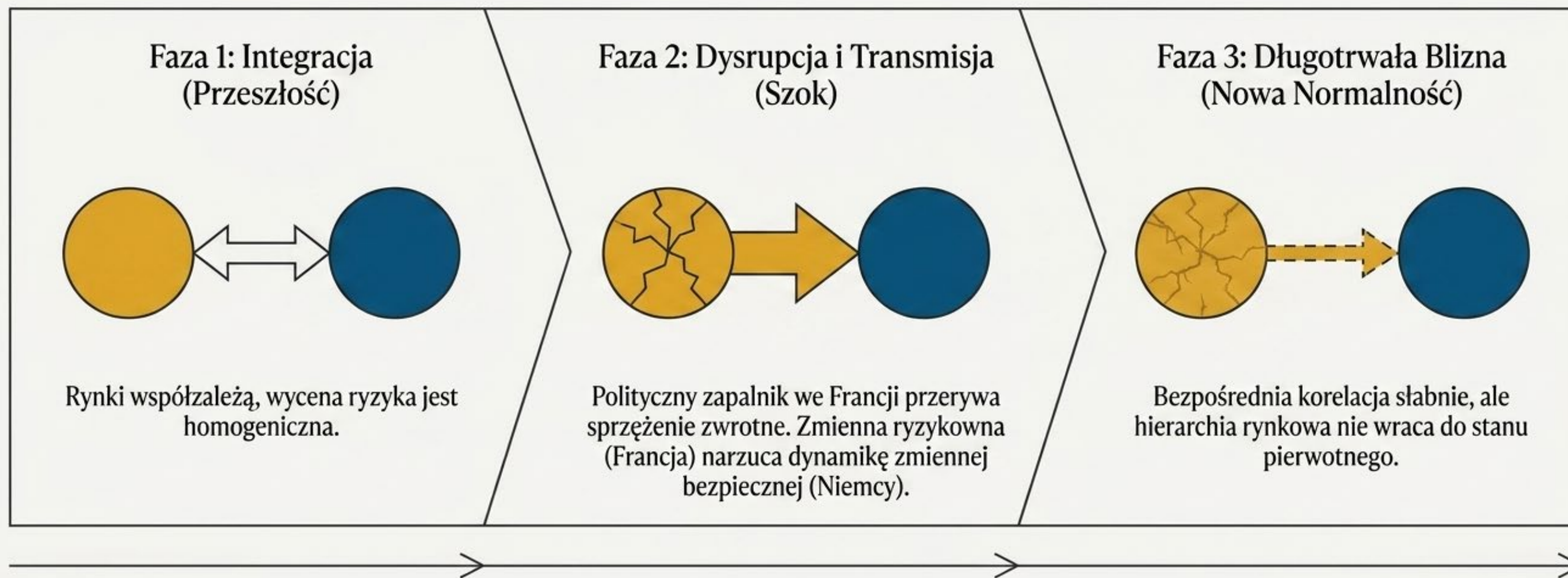
Styczeń 2025 – Luty 2026 (Wokół obniżki ratingu przez S&P)



Uderzenie fiskalne wygłuszyło początkową panikę, wprowadzając rynek w stan szumu. Mimo że bezpośrednia zdolność prognozowania osłabła, wzorzec asymetryczny przetrwał. Wpływ francuskiego ryzyka na rynek niemiecki ma charakter długofalowy.

NotebookLM

Cykl życia szoku makroekonomicznego w unii walutowej



Wniosek: Kryzysy w państwach o znaczeniu systemowym nie są hermetyczne. Zmiana strukturalna we Francji wymusza fizyczną rekonfigurację niemieckiego otoczenia dłużnego.

Mechanizm transmisji: Flight-to-Liquidity i premie za ryzyko



Płynność jako tarcza

Zgodnie z badaniami (Schwarz, 2019), w okresach napięć inwestorzy przesuwają kapitał w kierunku najbardziej płynnych aktywów. Listy zastawne, mimo wysokiego bezpieczeństwa, tracą względem obligacji skarbowych.

Transmisja EBC

Rynek listów zastawnych jest kluczowym kanałem polityki pieniężnej EBC. Zawirowania strukturalne zakłócają te mechanizmy transmisyjne, wymuszając skokowy wzrost spreadów kredytowych.

To zjawisko wyjaśnia, dlaczego szok francuski był natychmiast odczuwalny w wycenach niemieckich listów zastawnych.

Implikacje systemowe dla europejskiego rynku długu



Prymat Polityki nad Modelem

Stabilność polityczna rządu jest równie ważna dla wyceny długu co fundamenty gospodarcze. Zmiany w Pałacu Elizejskim mogą z dnia na dzień zniszczyć modelową kointegrację rynków EOG.



Wyzwania Nadzorcze - EBA

Potwierdzenie obaw EBA: wysoki poziom obciążenia aktywów (asset encumbrance) w listach zastawnych wymaga rygorystycznego monitoringu, gdyż ryzyko błyskawicznie przesuwa się na wierzycieli niezabezpieczonych.



Kruchość Integracji Euro

Europejska integracja finansowa nie jest statyczna. Jest to system warunkowy, który w ułamku sekundy powraca do narodowych hierarchii ryzyka, gdy dochodzi do wstrząsu strukturalnego.



Wnioski Końcowe: Anatomia asymetrycznego wstrząsu



Rozwiązanie Zgromadzenia Narodowego (2024) i **cięcie ratingu** (2025) uderzyły z **siłą sejsmiczną**, tworząc trwałe pęknięcia strukturalne (potwierdzone matematycznie).

Integracja ustąpiła miejsca **zarażaniu**. Zależność dwukierunkowa została zredukowana do dyktatu francuskiego ryzyka nad niemieckim rynkiem.



Kryzysy polityczne i fiskalne z lat 2024-2025 dowodzą, że rynki dłużne strefy euro pozostają niezintegrowane długoterminowo, a ich stabilność w całości polega na politycznej równowadze największych gospodarek bloku.