

# Adam Marszk

---

## Rynki akcji w krajach wschodzących

---

Ekonomia Międzynarodowa nr 2, 16-23

---

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

# Rynki akcji w krajach wschodzących

---

Adam Marszk<sup>1</sup>

Rynki wschodzące stały się na początku XXI wieku niezwykle ważną częścią światowej gospodarki, w tym również międzynarodowych rynków finansowych. Inwestycje na rynkach wschodzących przyciągają inwestorów możliwością osiągnięcia wysokich zysków, związanych ściśle z wysokim tempem wzrostu gospodarczego, ale konieczne jest również uwzględnienie wielu czynników ryzyka w znacznym stopniu wynikających z odmiennej w stosunku do krajów rozwiniętych struktury i poziomu rozwoju rynków finansowych.

Celem tego artykułu jest charakterystyka najważniejszych cech rynków akcji w krajach określanych jako rynki wschodzące, w tym analiza zróżnicowania stopni rozwoju giełd oraz zmian na rynkach akcji krajów wschodzących w ciągu ostatnich kilkunastu lat. W artykule zostanie również pokazana rola emisji akcji wśród całości źródeł finansowania, w szczególności w zestawieniu z emisją obligacji.

## Podstawowe cechy rynków akcji w krajach wschodzących

W 1981 roku Międzynarodowa Korporacja Finansowa (jeden z organów Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju) zaprezentowała raport, w którym po raz pierwszy użyto pojęcia „rynki wschodzące”. Na przestrzeni lat lista krajów zaliczanych do tej grupy ulegała zmianom. Jednocześnie kolejne instytucje zaczęły tworzyć własne zestawienia wykorzystujące to pojęcie często przy użyciu całkowicie różnych kryteriów i z wyodrębnionymi podgrupami. Obecnie nie ma jednej, powszechnie akceptowanej listy rynków wschodzących; są jednak pewne kraje, takie jak Chiny, Indie, Turcja czy Brazylia, które występują w niemal wszystkich wykazach rynków wschodzących i głównie na nich skoncentruje się analiza przedstawiona w tym artykule<sup>2</sup>. Aby zaliczyć dane kraje do grupy rynków wschodzących, dokonywane są oceny najważniejszych cech gospodarek tych państw, w tym systemów finansowych. Z punktu widzenia rynków akcji brane są pod uwagę przede wszystkim poniższe kryteria (El Hedi Arouri i in. 2010, s. 2):

1. Rynek akcji jest w trakcie transformacji rozumianej jako zwiększanie się kapitalizacji rynku (łącznej kapitalizacji wszystkich notowanych spółek) odniesionej do poziomu PKB, a także wzrost płynności (określany przez wartość obrotów) oraz wyższy stopień zaawansowania użytkowników i instytucji.
2. Rynek akcji powinien być względnie płynny i stosunkowo otwarty dla zagranicznych inwestorów. W celu oceny dostępności oblicza się stosunek wartości

---

<sup>1</sup> Adam Marszk – doktorant na Wydziale Zarządzania i Ekonomii Politechniki Gdańskiej.

<sup>2</sup> Opisywanie kontrowersji dotyczących pojęcia i analiza różnic pomiędzy poszczególnymi listami rynków wschodzących leżą poza zakresem tego artykułu.

kapitalizacji rynku, w którą mogą inwestować podmioty z zagranicy, do poziomu PKB. Wartość kapitalizacji rynku dostępnej dla inwestorów zagranicznych oznacza część kapitalizacji rynku pozostałą po odjęciu od całkowitej kapitalizacji rynku wartości akcji niedostępnej z powodu ograniczeń właścicielskich dla nierezydentów.

3. Inne cechy jakościowe rynku, w tym przykładowo kontrola kapitału, efektywność operacyjna, jakość regulacji rynkowych dotyczących standardów rachunkowości i sprawozdawczości finansowej, praktyki ładu korporacyjnego, prawa inwestorów mniejszościowych są również brane pod uwagę przy analizie danego rynku.

## Zróżnicowanie rynków akcji w krajach wschodzących

Rynki finansowe krajów zaliczanych do grupy państw wschodzących są niezwykle zróżnicowane, w szczególności pod względem poziomu rozwoju i wielkości rynku akcji. Po pierwsze, niektóre z rynków są znacznie starsze od pozostałych. Rynki akcji w Turcji, Brazylii i Indonezji powstały odpowiednio w latach 1866, 1877 i 1912, podczas gdy giełdy w Chinach zostały założone dopiero w 1992 roku (w Szanghaju i Shenzhen; dłuższą historię ma giełda w Hong Kongu, który jednak dopiero stosunkowo niedawno powrócił do Chin, choć nadal ma dużą autonomię). Po drugie, różnice kapitalizacji rynkowych (ściśle związane z różnicami potencjałów gospodarczych) w poszczególnych krajach są bardzo wyraźne. Na koniec 2010 roku kapitalizacja giełd w największych krajach wschodzących wyniosła: w Chinach ponad 6700 mld USD (suma kapitalizacji giełd w Szanghaju, Hong Kongu i Shenzhen), w Indiach ponad 3200 mld USD<sup>3</sup>. W tym samym czasie w innych krajach wschodzących kapitalizacja była znacznie mniejsza, np. w Izraelu ok. 227 mld USD, w Peru ok. 103 mld USD, a w niektórych krajach afrykańskich jeszcze niższa. Powyższe różnice pokazują, jak różnorodną grupą krajów są rynki wschodzące – zalicza się do nich zarówno ogromne gospodarki należące do światowej czołówki (Chiny, Indie, Brazylia), jak również niewielkie kraje, których PKB (a także kapitalizacje giełd) są wielokrotnie niższe.

Poziom rozwoju rynków akcji w poszczególnych krajach jest również czynnikiem świadczącym o dużej niejednorodności tej grupy. Niektóre kraje dawniej klasyfikowane jako wschodzące nie są już zaliczane do tej kategorii, ponieważ ich sytuacja gospodarcza uległa poprawie, a ich rynki kapitałowe określa się jako wysoko rozwinięte. Do niedawna za takie kraje uważano m.in. Portugalię, Grecję i Hiszpanię – państwa członkowskie strefy euro. Jednak niedawne wydarzenia w tych krajach, spowodowane nie tylko strukturalnymi problemami gospodarek (utrata konkurencyjności), ale w znacznym stopniu również zaburzeniami na rynkach finansowych (np. brak kontroli nad nadmierną akcją kredytową na rynku mieszkaniowym w Hiszpanii), pokazują, że wciąż mają one wiele cech rynków wschodzących i zaliczenie ich do rynków rozwiniętych mogło być przedwczesne. Heterogeniczność rynków wschodzących może zostać wyjaśniona poprzez analizę różnic w poziomie rozwoju rynków akcji. Wyróżnia się cztery etapy rozwoju rynków akcji krajów słabo rozwiniętych: embrionalny, niskiej aktywności, aktywnego rozwoju, dojrzałości (Derrabi 2003).

Faza embrionalna charakteryzuje się zazwyczaj bardzo niskim poziomem handlu akcjami na rynku, brakiem automatycznych systemów obrotu akcjami, słabo rozwiniętym prawem dotyczącym papierów wartościowych i nieregularnością operacji rynkowych oraz notowań (np. system aukcyjny z kilkoma sesjami handlu danego dnia; handel jedy-

<sup>3</sup> Obliczenia własne na podstawie informacji dostępnych na stronach internetowych analizowanych giełd.

nie w wybrane dni tygodnia). Rynki akcji znajdujące się w tej fazie nie są atrakcyjne dla inwestorów, obroty są więc bardzo niskie, rynek nie jest transparentny i bezpieczny dla uczestników (Miklaszewski 2007, s. 103). Niemal wszystkie rynki akcji krajów wschodzących przeszły przez ten etap rozwoju; obecnie w fazie embrionalnej znajdują się jedynie najsłabiej rozwinięte kraje świata, np. większość krajów afrykańskich, znaczna część krajów Azji i Pacyfiku (kraje wschodzące znajdują się na kolejnych etapach rozwoju, co wynika z przytoczonych wcześniej kryteriów zaliczania państw do tej grupy).

W trakcie fazy niskiej aktywności rządy państw wschodzących podejmują reformy mające na celu liberalizację gospodarki. Liczne kraje rozwijające się dokonały takich reform w ostatnich dziesięcioleciach, wiele z nich pod wpływem sugestii Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW). Zazwyczaj pierwszą częścią reform było obniżenie deficytu budżetowego i próba przezwyciężania problemu nadmiernego zadłużenia. Jedną z propozycji MFW w ramach liberalizacji jest prywatyzacja przedsiębiorstw. Prywatyzacja zwiększa dynamikę rynku kapitałowego i tworzy bazę do dalszej ewolucji, ponieważ rynek akcji pojawia się w świadomości podmiotów gospodarczych jako źródło finansowania oraz miejsce lokowania inwestycji. W wyniku prywatyzacji następują dalsze zmiany, których skutkiem jest wzrost kapitalizacji rynkowej, pojawienie się nowych spółek notowanych na giełdach, rozwój indeksów giełdowych, otwarcie możliwości spekulacji i osiągania zysków kapitałowych. W celu utrzymania zwiększonego znaczenia rynku akcji władze państwowe angażują się w reformy prawne, aby zwiększyć bezpieczeństwo instrumentów finansowych i obrotu. Do tej grupy należą najsłabiej rozwinięte kraje zaliczane do rynków wschodzących np. Maroko, Nigeria, Zimbabwe, Pakistan, Oman, Sri Lanka.

Kolejnym etapem jest faza aktywnego rozwoju. Władze państwowe kontynuują reformy, których celem jest poprawa efektywności rynków akcji, wyższa jakość informacji ujawnianych inwestorom oraz polepszenie mikrostruktury rynku (wprowadzanie automatycznych systemów notowań o charakterze ciągłym w miejsce notowań jednolitych<sup>4</sup>). Faza ta charakteryzuje się również relatywnym otwarciem rynku i rosnącym zainteresowaniem inwestorów zagranicznych. Wskaźniki rynkowe, takie jak liczba notowanych spółek, wielkość obrotów, kapitalizacja, znacznie się poprawiają, w dużym stopniu pod wpływem działalności inwestorów zagranicznych. Większość państw wschodzących (z wyjątkiem kilku gospodarek) znajduje się obecnie na tym etapie rozwoju. Wśród nich można wymienić np. Chile, Kolumbię, Indonezję, RPA, Izrael, Egipt (El Hedi Arouri i in. 2010, s. 5).

Ostatnim etapem rozwoju rynków akcji w krajach wschodzących jest faza dojrzałości, której najważniejszym symptomem jest znacząca redukcja barier prawnych dla inwestycji transgranicznych oraz obniżenie poziomu ryzyka specyficznego dla danych rynków (politycznego, płynności i walutowego) wskutek reform prawnych. Niektóre rynki wschodzące stają się zbliżone do rynków rozwiniętych pod względem zarówno płynności rynku, jak i systemów transakcyjnych. Wzrasta stopień integracji z międzynarodowymi rynkami kapitałowymi, co przyciąga kolejnych inwestorów zagranicznych poszukujących możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Mimo osiągnięcia etapu dojrzałości, należy podkreślić, że nawet tak zaawansowane w rozwoju rynki wschodzące nadal są bardzo wrażliwe na zewnętrzne szoki, czego przykładem było zachowanie azjatyckich rynków akcji krajów wschodzących podczas kryzysu azjatyckiego w 1997 roku (Harwood 1999, s. 117). Przykładami rynków wschodzących w fazie dojrzałości są Brazylia, Indie, Turcja, Korea Płd., Tajwan i Tajlandia.

Każdy rynek wschodzący ma swoją specyfikę, zależną w dużym stopniu od poziomu rozwoju, która wpływa na możliwości inwestycyjne oraz relację oczekiwanego zysku

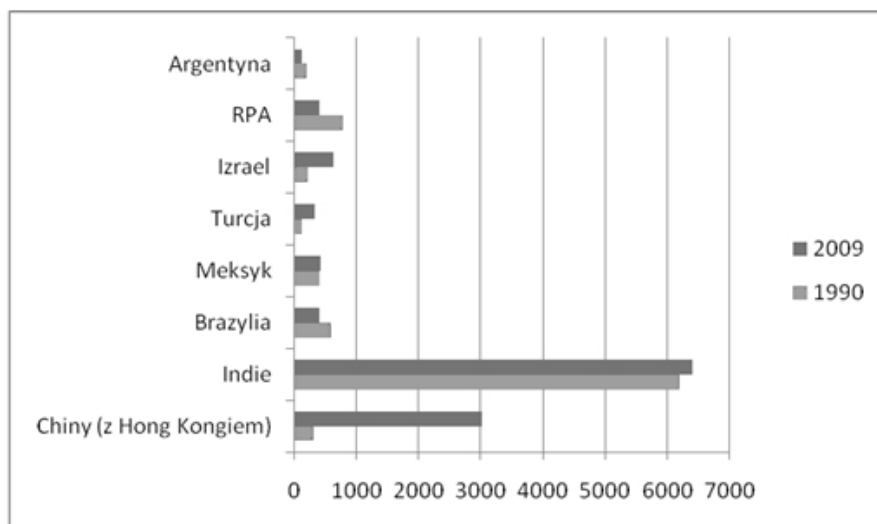
<sup>4</sup> W systemach notowań ciągłych cena danego instrumentu ustalana jest wielokrotnie w ciągu dnia, a w systemach notowań jednolitych jedynie określoną liczbę razy np. dwukrotnie w ciągu dnia.

do oczekiwanego poziomu ryzyka. Niektóre z rynków wschodzących, w tym dwa bardzo istotne, czyli Chiny i Rosję, trudno zaliczyć jednoznacznie do jednej z powyższych faz, gdyż w pewnych elementach spełniają warunki rynków dojrzałych, podczas gdy w innych są na znacznie niższym etapie (np. słaby stopień dostępności akcji spółek chińskich dla inwestorów zagranicznych, brak prywatyzacji). Wątpliwości te pokazują, że pomimo pewnych zalet powyższa klasyfikacja nie jest całkowicie precyzyjna.

Do analizy zmian w poziomie rozwoju rynków akcji i opisanie różnic pomiędzy giełdami w poszczególnych krajach można wykorzystać powszechnie dostępne dane liczbowe pokazujące najważniejsze cechy danych rynków takie jak liczba spółek obecnych na giełdzie, łączna kapitalizacja (pokazująca całkowitą wartość rynku) oraz wielkość obrotów, która ukazuje stopień płynności. W dalszej części artykułu zostaną przedstawione dane dotyczące rynków akcji w niektórych krajach wschodzących.

Porównanie liczby spółek notowanych na giełdach (zob. wykres 1.), wartości obrotów (zob. wykresy 2. i 3.) oraz kapitalizacji rynkowej pokazuje wyraźne zróżnicowanie krajów wschodzących – wszystkie analizowane rynki akcji są obecnie na wyższym poziomie rozwoju, jednak tempo wzrostu nie wszędzie było jednakowe. Niektóre rynki w 2009 roku stały się znacznie bardziej rozwinięte. Najlepszym przykładem są Chiny (z Hong Kongiem), gdzie liczba spółek wzrosła z 300 do ponad 3000, wartość obrotów w 2009 roku wyniosła ponad 9300 mld USD (w stosunku do zaledwie 35 mld USD w 1990 roku), a kapitalizacja rynku wzrosła bardzo wyraźnie do 5877 mld USD.

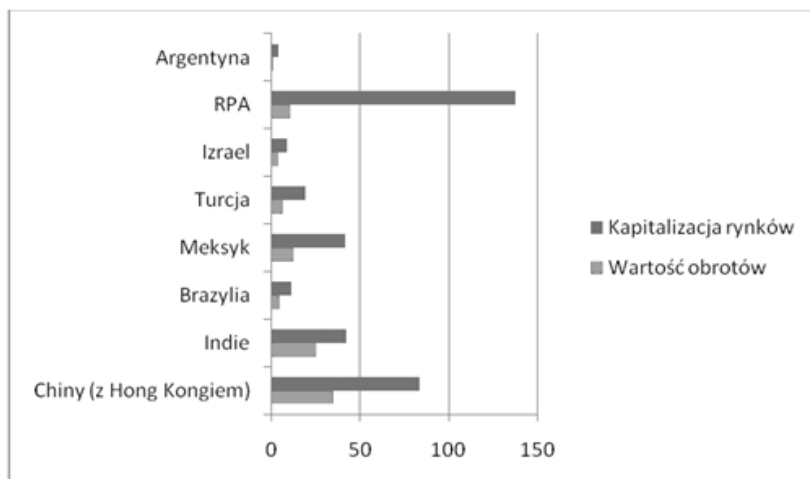
**Wykres 1.** Liczba notowanych spółek w wybranych państwach wschodzących



Źródło: Opracowanie własne na podst. danych Światowej Federacji Giełd: World Federation of Exchanges (2011), *Time Series – Total Numer of Listed Companies*, serwis internetowy world-exchanges.org, www.world-exchanges.org/statistics/ [data dostępu: 12.06.2011].

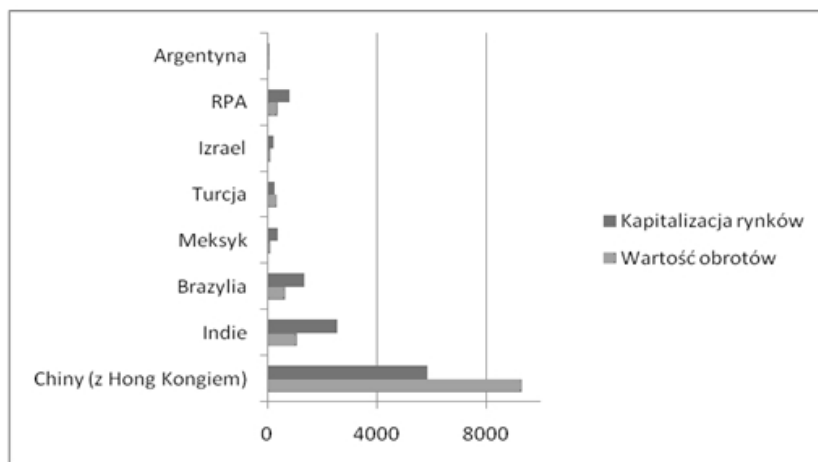
Inne kraje wschodzące, w których rynki akcji również stały się bardziej zbliżone do swoich odpowiedników w państwach rozwiniętych, to Indie i Brazylia. Niektóre rynki akcji pozostają nadal niewielkie i mało płynne, np. w Argentynie, Izraelu czy Turcji, gdzie kapitalizacje rynków i wartości obrotów są wciąż niskie w stosunku do potencjałów gospodarczych tych krajów. Szybki rozwój rynków akcji w państwach wschodzących był spowodowany głównie przyjmowaniem nowych doktryn w polityce gospodarczej oraz reform strukturalnych w sektorze finansowym, głównie związanych z liberalizacją (Bekaert i in. 2001).

**Wykres 2.** Wartość obrotów na giełdach i kapitalizacja rynków akcji w wybranych państwach wschodzących w 1990 roku (w mld USD)



Źródło: Opracowanie własne na podst. danych Światowej Federacji Giełd: World Federation of Exchanges (2011), *Time Series – 1990*, serwis internetowy world-exchanges.org, www.world-exchanges.org/statistics/ [data dostępu: 12.06.2011].

**Wykres 3.** Wartość obrotów na giełdach i kapitalizacja rynków akcji w wybranych państwach wschodzących w 2009 roku (w mld USD)



Źródło: Opracowanie własne na podst. danych Światowej Federacji Giełd: World Federation of Exchanges (2011), *Time Series – 2009*, serwis internetowy world-exchanges.org, www.world-exchanges.org/statistics/ [data dostępu: 12.06.2011].

Na podstawie analizy danych umieszczonych na wykresie 1., należy stwierdzić, że w części państw wschodzących spadła liczba notowanych spółek, co analizowane odrębnie mogłoby świadczyć o spadku znaczenia rynków akcji w tych krajach. Jednak taka interpretacja – jeśli weźmie się pod uwagę wyraźny wzrost obrotów i kapitalizacji – nie byłaby prawidłowa (zob. wykresy 2. i 3.). Zmniejszenie liczby spółek obecnych na giełdach było spowodowane wycofaniem się spółek o słabej kondycji finansowej, z niską kapitalizacją. Było to związane z wprowadzaniem wyższych standardów regulacyjnych przez nadzór finansowy oraz konsolidacją giełd. Innym skutkiem zmian jest to, że rynki

akcji w krajach wschodzących charakteryzują się obecnie wysoką koncentracją, rozumianą jako wysoki – znacznie wyższy niż na rynkach rozwiniętych – udział kilku największych spółek w całkowitej kapitalizacji.

Cechą charakterystyczną wszystkich rynków akcji są wahania kursów akcji – po okresie wzrostu kursów akcji (*hossa*) następuje czas spadków (*bessa*). Na rynkach wschodzących amplituda tych wahań jest zazwyczaj znacznie wyższa niż na rynkach rozwiniętych, gdzie są one wygładzone, podobnie jak cykle koniunkturalne (m.in. w wyniku prowadzonej polityki fiskalnej i pieniężnej). Przykładowo – po kryzysie azjatyckim w 1997 roku kursy akcji na wielu rynkach wschodzących, nie tylko azjatyckich, znacząco spadły i zaplanowała *bessa*. Lata 2003–2007 to czas bardzo szybkiego wzrostu indeksów, który zakończył się załamaniem trendu w 2008 roku, kiedy panika na światowych rynkach finansowych spowodowała ekstremalną awersję do ryzyka, problemy z płynnością i załamanie na rynku międzybankowym. Skutkiem tego była wysoka zmienność i niestabilność finansowa na rynkach wschodzących. Analiza historycznych tendencji na rynkach wschodzących pokazuje jednak, że *hossy* trwają zazwyczaj dłużej niż *bessy*, a średnie wzrosty podczas *hossy* są większe niż średnie spadki podczas *bessy*. Wśród ekonomistów panuje przekonanie, że taka sytuacja będzie miała również miejsce w kolejnych dekadach, do momentu, gdy rynki wschodzące staną się rynkami dojrzałymi (El Hedi Arouri i in. 2010, s. 11).

## Emisje akcji jako jedno ze źródeł zewnętrznego finansowania krajów wschodzących

Wyróżnia się cztery składowe rynku finansowego – rynek pieniężny, rynek kapitałowy, rynek instrumentów pochodnych i rynek walutowy (Sławiński 2006). W ostatnich trzech dekadach władze krajów wschodzących dokonały na tych rynkach wielu innowacyjnych zmian w celu poprawy ich płynności oraz mikrostruktury. Pełnią one obecnie rolę zbliżoną do roli w krajach rozwiniętych, tj. umożliwiają efektywną alokację dostępnych środków, pozyskiwanie kapitału i podział ryzyka na poziomie krajowym oraz międzynarodowym poprzez proces integracji ze światowymi rynkami kapitałowymi. Dla rozwoju rynków finansowych oraz wzrostu gospodarczego w państwach wschodzących szczególnie ważna jest możliwość pozyskania kapitału przez podmioty prywatne w formie zewnętrznych (tj. napływających spoza danego kraju) źródeł finansowania, takich jak emisja obligacji oraz akcji czy zaciąganie kredytów zagranicznych.

Obecnie większość obligacji międzynarodowych emitowana jest pod postacią obligacji zagranicznych (*foreign bonds*) oraz euroobligacji<sup>5</sup>. Historycznie, w pierwszym rzędzie dostęp do międzynarodowych rynków obligacji uzyskały najważniejsze wówczas państwa wschodzące, w tym Argentyna, Brazylia, Korea Płd., Indonezja i Meksyk. Po otwarciu rynków kapitałowych dla inwestorów zagranicznych pod koniec 90. XX w. kolejne kraje (np. Jordania, Sri Lanka, Węgry i Słowacja) zaczęły być obecne na rynkach międzynarodowych. Dzisiaj niemal wszystkie kraje zaliczane do rynków wschodzących emitują obligacje międzynarodowe, najczęściej z okresem wykupu od 5 do 7 lat, czasami jednak nawet do 17 lat (Bunda i in. 2010).

Jak wynika z tabeli 1., emisja obligacji oraz zaciąganie kredytów zagranicznych były w ostatnich latach najważniejszymi źródłami zewnętrznego finansowania prywatnych podmiotów (głównie przedsiębiorstw) z krajów wschodzących. Emisja akcji, mimo

<sup>5</sup> Obligacje zagraniczne to obligacje emitowane przez zagraniczne podmioty, nominowane w walucie kraju, w którym przeprowadzana jest emisja. Euro-obligacje to obligacje nominowane w walucie obcej dla emitenta, notowane na międzynarodowych rynkach finansowych, niezajdujących się pod jurysdykcją poszczególnych krajów.

znacznego wzrostu w stosunku do 1995 roku, wciąż jest na niskim poziomie. Jedynie w 2007 roku nieznacznie przewyższyła pod względem wartości emisję obligacji.

**Tabela 1.** Całkowita wartość i źródła zewnętrznego finansowania podmiotów prywatnych w krajach wschodzących w wybranych latach (w mld USD)

Rok	Emisja obligacji	Emisja akcji	Kredyty zagr.	Łączna wartość
1995	59,2	10,0	82,0	151,2
2000	80,5	41,8	94,2	216,5
2005	148,1	53,4	136,2	337,7
2006	130,8	99,5	184,5	414,8
2007	144,6	184,0	244,5	573,1
2008	77,7	45,5	220,3	343,5
2009	144,1	91,9	210,3	446,3

Źródło: Opracowanie własne na podst. International Monetary Fund (2010), *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding and Systematic Liquidity*, International Monetary Fund, Washington D.C. (aneks statystyczny).

Można wyróżnić dwa główne czynniki mające wpływ na ukształtowanie się takiej struktury finansowania zagranicznego – z większą rolą emisji obligacji w stosunku do akcji. Pierwszym z nich były ograniczenia w dostępie do rynków akcji dla inwestorów zagranicznych, które nie dotyczyły obligacji, zwłaszcza obligacji międzynarodowych. Przykładem tego typu barier są systemy podatkowe dyskryminujące inwestorów zagranicznych nabywających akcje krajowych spółek. Sprawia to, że emisja obligacji jest łatwiejsza i korzystniejsza niż emisja akcji. Drugim czynnikiem jest brak wiarygodnego i bezpiecznego otoczenia inwestycyjnego, który sprawia, że inwestorzy omijają rynki akcji i poszukują alternatywnych sposobów dostępu do rynków danego kraju. W przypadku jednej z odmian obligacji międzynarodowych, tj. euroobligacji, dodatkową korzyścią jest brak zależności od przepisów prawnych jednego państwa.

## Uwagi końcowe

W artykule zostały przeanalizowane najważniejsze cechy brane pod uwagę przy ocenie stopnia rozwoju rynków akcji w krajach wschodzących. Mimo istotnych różnic pomiędzy poszczególnymi giełdami, ich cechami wspólnymi są istniejące wciąż zapóźnienie w stosunku do rynków akcji w krajach rozwiniętych oraz pozytywne zmiany, prowadzące do większej dojrzałości. Giełdy w poszczególnych krajach wschodzących znajdują się na różnych etapach rozwoju, co wynika z odmiennych potencjałów gospodarczych, otoczenia politycznego i prawnego oraz stopnia otwartości dla inwestorów zagranicznych. W tekście został opisany podział rynków akcji państw wschodzących na cztery grupy: embrionalną, niskiej aktywności, aktywnego rozwoju i dojrzałości. Podział ten pokazuje, że określenie „rynków wschodzących” jest bardzo pojemne, ponieważ obejmuje zarówno kraje z bardzo słabo rozwiniętymi rynkami akcji, jak i kraje, w których giełdy jedynie nieznacznie odbiegają stopniem rozwoju od giełd w krajach rozwiniętych. Są także kraje, które trudno jednoznacznie zaliczyć do jednej z wymienionych grup na podstawie przedstawionych kryteriów.

W ostatnich latach można było zaobserwować rosnący poziom dojrzałości rynków wschodzących, wyrażający się np. w większej liczbie notowanych spółek i wzroście kapitalizacji rynków oraz obrotów, co zostało pokazane na przykładzie kilku wybranych



krajów. Tempo zmian nie było równe we wszystkich analizowanych krajach, niektóre giełdy (np. chińska) rozwijały się znacznie szybciej od pozostałych. Zdecydowana większość rynków wschodzących stała się obecnie bardziej rozwinięta, dzięki czemu można się spodziewać zwiększonego zainteresowania inwestorów wynikającego m.in. z malejącej zmienności cen aktywów na bardziej rozwiniętych rynkach. Malejąca zmienność oznacza korzystniejszą relację zysku i ryzyka, stabilniejsze stopy zwrotu, a w rezultacie także korzystniejsze wyceny aktywów. Mimo bardziej opłacalnych dla inwestorów zmian, emisja akcji pozostaje najmniej istotnym źródłem finansowania zewnętrznego krajów wschodzących, a dominują wciąż emisje obligacji oraz kredyty zagraniczne. Niechęć inwestorów zagranicznych wobec zakupu akcji rynków wschodzących była spowodowana głównie ograniczeniami w dostępie do rynków akcji nakładanymi przez rządy tych krajów. W ostatnich latach emisja akcji zaczęła zyskiwać na znaczeniu, doganiając (a w 2007 roku nawet przewyższając) pod względem wartości emisję obligacji. Można uznać, że jest to potwierdzenie rosnącego poziomu rozwoju rynków akcji w krajach wschodzących, a tym samym większego zainteresowania inwestorów zagranicznych zakupem akcji przedsiębiorstw notowanych na tych giełdach. Jeśli weźmie się także pod uwagę fakt, że niemal wszystkie publikowane dzisiaj opracowania wskazują na to, iż w wyniku wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego w kolejnych latach rynki wschodzące staną się jeszcze istotniejszym elementem światowej gospodarki, to – w połączeniu z przedstawionymi zmianami na rynkach akcji – w przyszłości można się jeszcze spodziewać pogłębienia atrakcyjności inwestycyjnej rynków wschodzących dla zarządzających globalnymi funduszami inwestycyjnymi. Wobec tego należy oczekiwać dalszego zwiększania się udziałów aktywów z państw wschodzących w ich portfelach.

## Bibliografia

- van Agtmael A. (2007), *The Emerging Markets Century*, Free Press, London.
- Bekaert G., Harvey C., Lundblad C. (2001), Emerging equity markets and economic development, *Journal of Development Economics*, Vol. 66.
- Bunda I., Hamann A., Lall S. (2010), Correlations in Emerging Market Bonds: The Role of Local and Global Factors, *IMF Working Paper*, 01/2010.
- Derrabi M., Leseur M. (2003), *Global Asset Allocation: Risk and Return on Emerging Stock Markets*, Association Française de Finance, Paris.
- El Hedi Arouri M., Jawadi F., Nguyen D.K. (2010), *The Dynamics of Emerging Stock Markets*, Physica-Verlag, Berlin.
- Harvey C. (1995), The Risk Exposure of Emerging Equity Markets, *World Bank Economic Review*, Vol. 9/1995.
- Harwood A., Litan R., Pomerleano M. (1999), *Financial Markets & Development: The Crisis in Emerging Markets*, Brookings, Washington.
- International Monetary Fund (2010), *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding and Systematic Liquidity*, International Monetary Fund, Washington D.C.
- Miklaszewski S. (red. nauk.) (2007), *Kraje rozwijające się w światowym systemie gospodarczym*, Wyd. Difin, Warszawa.
- Sławiński A. (2006), *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- World Federation of Exchanges (2011), *Time Series*, serwis internetowy world-exchanges.org, [www.world-exchanges.org/statistics/](http://www.world-exchanges.org/statistics/) [data dostępu: 12.06.2011].