

Polska Akademia Nauk
Instytut Nauk Ekonomicznych

Podsumowanie rozprawy doktorskiej
napisanej pod kierunkiem naukowym dr hab. Tadeusza Winklera-Drews
na temat:

Koniunktura giełdowa a koniunktura gospodarcza w Polsce w latach 1998-2011

Jacek Stapała

Warszawa, wrzesień 2013

Przedmiotem zainteresowania mojej rozprawy jest badanie związków pomiędzy koniunkturą gospodarczą i koniunkturą giełdową w Polsce w latach 1998-2011. Celem głównym rozprawy jest wykazanie, że mimo utrwalonego wśród badaczy koniunktury poglądu o występowaniu wyprzedzenia koniunktury gospodarczej przez koniunkturę giełdową badanie mierników koniunktury gospodarczej może okazać się przydatne do diagnozowania koniunktury giełdowej. Dążąc do realizacji celu głównego badałem współbieżność kilkudziesięciu mierników koniunktury gospodarczej reprezentujących sferę realną i finansową gospodarki Polskiej z indeksem giełdowym. W literaturze przedmiotu nie spotkałem dotychczas publikacji, w których bada się współbieżność mierników gospodarczych względem indeksu giełdowego. Wypełnienie tej luki otwiera przestrzeń do obszaru badań, których rezultatem może być klasyfikacja polskich mierników gospodarczych według kryterium wyprzedzające, równoczesne, opóźnione oraz procykliczne, antycykliczne i acykliczne względem indeksu giełdowego. Rezultaty badań mogą również pomóc w konstruowaniu barometrów koniunktury giełdowej, których komponentami będą mierniki gospodarcze.

W celu znalezienia odpowiedzi na tak zarysowany problem badawczy postawiłem tezę główną: „cykl giełdowy dyskontuje cykl gospodarczy w Polsce, ale badanie mierników koniunktury gospodarczej dostarcza informacji diagnostycznych pozwalających określać zmiany koniunktury giełdowej” oraz sformułowałem dwie hipotezy.

Hipoteza 1. Istnieje związek pomiędzy koniunkturą gospodarczą a koniunkturą giełdową w Polsce.

Hipoteza 2. Mierniki gospodarcze mogą zostać wykorzystane do diagnozowania koniunktury giełdowej.

W oparciu o badania empiryczne ustaliłem, że średnie wyprzedzenie w latach 1998-2011 dla składnika cyklicznego tempo zmian WIG i PKB wyniosło 1,37 kwartału, natomiast dla składników cyklicznych tempo zmian WIG i produkcja przemysłowa wyniosło 0,88 miesiąca. Badania potwierdziły również, że wyprzedzenia są większe dla den cyklu i mniejsze dla szczytów cyklu. Ustaliłem, że korelacja pomiędzy składnikiem cyklicznym tempa zmian WIG a składnikiem cyklicznym produkcji przemysłowej wynosi aż 81%, mimo że struktura sektorowa indeksu giełdowego WIG dalece odbiega od struktury sektorowej produkcji przemysłowej. Związek korelacyjny pomiędzy składnikiem cyklicznym PKB a składnikiem cyklicznym tempo zmian WIG okazał się również istotny i wyniósł 49%.

Szukając związków korelacyjnych pomiędzy koniunkturą gospodarczą i koniunkturą giełdową ustaliłem, że związki giełdy z gospodarką były większe do 2007, a po tym okresie siła związku znacznie się obniżyła. Po 2007 roku wzrosły również amplitudy wahań cyklicznych i zwiększyły się przesunięcia czasowe punktów zwrotnych.

Porównując długości faz cyklu gospodarczego i długość faz cyklu giełdowego ustaliłem, że hossy na giełdzie trwały dłużej od cykli gospodarczych wzrostowych, a bessy były krótsze od cykli gospodarczych spadkowych.

Przebadalem przesunięcia czasowe 46 mierników gospodarczych względem WIG. W oparciu o wyniki badań sześć mierników zakwalifikowałem do kategorii wyprzedzające względem WIG, siedem mierników do kategorii równoczesne względem WIG, pozostałe 33 do kategorii opóźnione względem WIG. Do wskaźników wyprzedzających zaliczyłem: PMI dla przemysłu, obroty w handlu detalicznym, portfel zamówień krajowy i zagraniczny, nowe zamówienia w przemyśle, zdolność do regulowania zobowiązań finansowych oraz wskaźnik produkcji do wynagrodzeń nominalnych.

Z zestawienia przedziałów korelacji badanych mierników i WIG wynika, że aż 32 spośród 46 mierników wykazało korelację z WIG w czasie $t=0$ powyżej 0,6. Wykazałem tym samym, że mamy do dyspozycji bardzo dużą paletę mierników dobrze opisujących koniunkturę giełdową.

O ile badania empiryczne opierały się głównie na podobieństwach w przebiegu porównywanych zmiennych, ustaleniu przesunięć czasowych i związków korelacyjnych, to dużo miejsca poświęciłem w części teoretycznej pracy na wyjaśnienie związków przyczynowo- skutkowych tłumaczących podobieństwa i różnice cyklu giełdowego i cyklu gospodarczego.

W rozdziale I w oparciu o badania literaturowe, wymieniłem przyczyny występowania cykliczności w gospodarce i zgrupowałem je w obrębie czynników o charakterze egzogenicznym i endogenicznym. Znajomość przyczyn sprawczych cykliczności oraz sekwencji zdarzeń w cyklu koniunkturalnym ułatwia identyfikację fazy cyklu gospodarczego i przez to również cyklu giełdowego.

W rozdziale II zaprezentowałem podejście wyjaśniające zgodność cyklu giełdowego i gospodarczego. Ceny akcji, a w konsekwencji wartość indeksów giełdowych zależy od oczekiwanych zysków spółek, natomiast koniunktura gospodarcza mierzona PKB od strony dochodowej jest wyrażona zyskami brutto przedsiębiorstw. Można na tej podstawie stwierdzić, że porównuje się dwie wielkości związane ze zmianami zagregowanych zysków spółek. Ważnym czynnikiem decydującym o podobieństwie koniunktury gospodarczej i giełdowej jest udział kapitalizacji giełdy w relacji do PKB. Im wyższa kapitalizacja giełdy w relacji do PKB czynnik ewentualnego niedopasowania powinien maleć. Duże znaczenie ma też podobieństwo w strukturze sektorowej indeksu i mierników reprezentujących gospodarkę.

Czynnikami zakłócającymi przebieg związków między giełdą a gospodarką są czynniki wyrastające z teorii racjonalności oczekiwań i efektywności rynku. Uczestnicy rynku kapitałowego wykazują tendencję do podejmowania decyzji w sposób przynajmniej częściowo niezgodny z zasadami racjonalności, mają ograniczoną zdolność przetwarzania informacji, oraz przejawiają awersję do ryzyka. Inwestorom szczególnie indywidualnym w

podejmowaniu decyzji towarzyszą emocje, strach w okresach recesji i euforia w fazie ekspansji gospodarczej.

Wśród najważniejszych mechanizmów oddziaływania gospodarki na giełdę wskazałem na prowadzoną przez państwo politykę monetarną. Im niższa stopa procentowa tym bardziej atrakcyjne staje się inwestowanie w akcje w relacji do inwestycji w instrumenty finansowe wolne od ryzyka. Niskie stopy procentowe oznaczają również niższy koszt pozyskania kapitału przez spółki giełdowe. Polityka monetarna wpływa na rynek giełdowy nie tylko przez kształtowanie poziomu stóp procentowych, ale poprzez kształtowanie poziomu podaży pieniądza w gospodarce wyrażone programami wspomagania ilościowego. Badania potwierdziły, że wzrost podaży pieniądza powoduje wzrost akcji, spadek podaży pieniądza efekt odwrotny. Jako przykład oddziaływania polityki fiskalnej na giełdę można wskazać na obniżanie podatków, co pozytywnie wpływa na wielkość wolnych środków pieniężnych w przedsiębiorstwach oraz programy wspierania rynku pracy zwiększające zdolności nabywcze konsumentów.

Podkreśliłem, że współcześnie szczególnego znaczenia nabrała polityka monetarna i prowadzone przez Banki Centralne programy luzowania ilościowego oraz kwestia globalizacji. Dzięki łatwemu dostępowi do informacji, większej otwartości gospodarek, łatwiejszej wymianie międzynarodowej, upowszechnieniu postępu technicznego w tym internetu, a co za nim idzie szybkości przepływu informacji oraz synchronizacji polityki rządów i banków centralnych cykle giełdowe i cykle koniunkturalne są ze sobą zsynchronizowane. Poprzez synchronizację cykli gospodarczych i występowanie związków pomiędzy giełdą i gospodarką mamy również do czynienia z synchronizacją cykli giełdowych.

W rozdziale III omówiłem zagadnienia alokacji aktywów w cyklu koniunkturalnym. W oparciu o obie koncepcje, alokacji klas aktywów i sektorowej określiłem kluczowe znaczenie stopy procentowej w inwestycjach i wynikające stąd implikacje praktyczne dla uczestników rynku kapitałowego. Najlepszym momentem do rozpoczęcia inwestycji w akcje jest faza wzrostu gospodarczego, której towarzyszy spadek stóp procentowych.

Reasumując można powiedzieć, że istnieje związek pomiędzy koniunkturą gospodarczą i giełdową, co zostało potwierdzone empirycznie oraz teoretycznie. Syntetyczne mierniki aktywności gospodarczej (PKB, produkcja przemysłowa) wykazują opóźnienie względem cyklu giełdowego, jednak istnieją mierniki wykazujące wyprzedzenia względem tego cyklu. Ocena koniunktury giełdowej w ujęciu makroekonomicznym jest możliwa przez odpowiednią identyfikację faz cyklu koniunkturalnego. Jest to obserwacja, która wspiera tezę główną rozprawy.