

## **Polska polityka fiskalna i pieniężna a stopy zwrotu z wybranych indeksów giełdowych notowanych na GPW w Warszawie**

**Eryk Łon\***

**Streszczenie:** W artykule badano powiązania między polską polityką fiskalną i pieniężną a stopami zwrotu z indeksów giełdowych notowanych na GPW w Warszawie. Okazało się, iż hossie na rynku akcji sprzyjają ekspansywne polityki fiskalne i pieniężne. Bessa na rynku akcji występuje, gdy obie polityki – fiskalna i pieniężna – mają charakter restrykcyjny. Informacje makroekonomiczne oparte na łagodnych politykach fiskalnej i pieniężnej pozwalają uzyskać ponadprzeciętne stopy zwrotu z badanych indeksów giełdowych.

**Słowa kluczowe:** polityka fiskalna, polityka pieniężna, rynek akcji, stopa zwrotu

### **Wprowadzenie**

W literaturze poświęconej badaniom powiązań między czynnikami makroekonomicznymi a sytuacją na rynku akcji przeważają prace dotyczące powiązań polityki pieniężnej ze zmianami indeksów giełdowych. Rzadko spotyka się prace poświęcone powiązaniom polityki fiskalnej z koniunkturą giełdową. Jeszcze mniej jest prac poświęconych wzajemnemu oddziaływaniu polityki fiskalnej i pieniężnej na rynki akcji. Brakuje badań na ten temat na rynku polskim. W artykule starano się tę lukę wypełnić. W pierwszej kolejności podjęto badania dotyczące powiązań polityki fiskalnej ze zmianami wybranych indeksów notowanych na GPW w Warszawie. Następnie zbadano powiązania między polityką pieniężną a zmianami indeksów giełdowych. W dalszej części artykułu skoncentrowano się na jednoczesnym oddziaływaniu zarówno polityki fiskalnej, jak i pieniężnej na sytuację na polskim rynku akcji.

Celem artykułu jest zbadanie mechanizmu wzajemnych powiązań między polską polityką fiskalną i pieniężną a sytuacją na polskim rynku akcji na przykładzie wybranych indeksów giełdowych notowanych na GPW w Warszawie.

---

\* dr hab. Eryk Łon, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Finansów Publicznych.

## **1. Powiązania między polityką fiskalną a wybranymi indeksami giełdowymi notowanymi na GPW w Warszawie**

Polityka fiskalna należy do ważnych czynników tzw. makroekonomicznej analizy fundamentalnej (Ostrowska 2011: 44–45), wykorzystywanej do wycen spółek giełdowych. Zakłada się tu, iż polityka fiskalna może oddziaływać na przyszłe realne tempo zmian PKB (Łon 2011: 36). Wyniki finansowe spółek zaś są powiązane z realnym tempem zmian PKB (Nawrot 2008: 58). W warunkach wysokiego tempa PKB są szanse na to, aby wyniki finansowe spółek uległy poprawie. Z kolei w warunkach niskiego tempa PKB wyniki finansowe spółek mogą ulec pogorszeniu. Z tych powodów polityka fiskalna jest szczególnie obserwowana przez analityków finansowych i inwestorów giełdowych dokonujących wycen akcji spółek (Łon 2006: 253). W warunkach polityki fiskalnej sprzyjającej szybkiemu realnemu tempu PKB uczestnicy rynku finansowego oczekują wyższych stóp zwrotu z akcji spółek, zaś w warunkach polityki fiskalnej hamującej przyszłe realne tempo PKB oczekują oni niższych stóp zwrotu z akcji tych spółek.

W literaturze pojawia się też pogląd, iż charakter polityki fiskalnej jest wyrazem nastrojów uczestników życia gospodarczego, np. konsumentów, przedsiębiorców czy inwestorów (Łon 2011: 47). Zgodnie z tym poglądem, polityka fiskalna ekspansywna (łagodna) jest wyrazem pesymistycznych nastrojów panujących w gospodarce, zaś polityka fiskalna restrykcyjna odzwierciedla optymistyczne nastroje w gospodarce. Postanowiono sprawdzić, czy powyższy pogląd jest słuszny w polskich warunkach gospodarczych.

Badając powiązania między charakterem polityki fiskalnej a zmianami wybranych wskaźników nastrojów uczestników życia gospodarczego posłużono się następującymi miarami fiskalnymi: relacja salda budżetowego do PKB, relacja dochodów budżetowych do PKB, relacja wydatków budżetowych do PKB oraz relacja długu publicznego do PKB. Ponadto posłużono się następującymi wskaźnikami nastrojów: wskaźnik nastrojów pracowników sektora bankowego PENGAB, wskaźnik nastrojów konsumentów oraz wskaźnik nastrojów przedsiębiorców przemysłowych.

Okazało się, iż w istocie zachodzi powiązanie między wskaźnikami fiskalnymi a wskaźnikami nastrojów w gospodarce (tabela 1). Z jednej strony powiązanie wskaźników nastrojów ma charakter dodatni z takimi wskaźnikami fiskalnymi, jak: relacja salda budżetowego do PKB oraz relacja dochodów budżetowych do PKB. Z drugiej zaś strony wskaźniki nastrojów są ujemnie powiązane z relacją wydatków budżetowych do PKB oraz relacją długu publicznego do PKB. Wyniki tych badań nie są zaskakujące, gdyż wysoki wskaźnik relacji salda budżetowego do PKB jest wyrazem dobrego stanu gospodarki i stosunkowo niskiego deficytu budżetowego.

Podobnie można zinterpretować wysoki wskaźnik relacji dochodów budżetowych do PKB. Rosnące dochody budżetowe towarzyszą zazwyczaj poprawie aktywności gospodarczej. Z kolei niski wskaźnik relacji wydatków budżetowych do PKB oraz niski wskaźnik relacji długu publicznego do PKB jest również wyrazem dobrego stanu gospodarki.

W warunkach przyspieszającego realnego tempa PKB nie ma bowiem potrzeby zwiększania wydatków budżetowych i długu publicznego.

**Tabela 1**

Korelacja między wskaźnikami fiskalnymi w roku T a wskaźnikami nastrojów uczestników życia gospodarczego w roku T w latach 1996–2013

Wskaźniki nastrojów	Wskaźniki fiskalne			
	saldo budżetowe do PKB	dochody budżetowe do PKB	wydatki budżetowe do PKB	dług publiczny do PKB
PENGAB	0,46	0,18	-0,16	-0,41
Wskaźnik nastrojów konsumentów	0,71	0,47	-0,01	-0,29
Wskaźnik nastrojów przedsiębiorców przemysłowych	0,39	0,22	-0,04	-0,22

Źródło: opracowanie na podstawie baz danych portalu „Bankier” oraz Gazety Giełdy ”Parkiet”.

Z badań wynika, iż stosunkowo silne powiązanie ze wskaźnikami fiskalnymi wykazuje wskaźnik nastrojów PENGAB. Spośród wskaźników fiskalnych najsilniejszym powiązaniem ze wskaźnikami nastrojów cechuje się relacja salda budżetowego do PKB. Wskaźnik korelacji między relacją salda budżetowego do PKB a poszczególnymi wskaźnikami nastrojów kształtował się na następującym poziomie: ze wskaźnikiem PENGAB 0,46, ze wskaźnikiem nastrojów konsumentów 0,71 oraz ze wskaźnikiem nastrojów przedsiębiorców 0,39. Pozostałe wskaźniki fiskalne wykazywały zdecydowanie słabsze powiązania ze wskaźnikami nastrojów (tabela 1). Z tego względu zdecydowano się w dalszych badaniach skoncentrować na wskaźniku relacja salda budżetowego do PKB. Wskaźnik ten jest bardzo ważnym wskaźnikiem fiskalnym, brany pod uwagę przy ocenie sytuacji budżetowej danego kraju przez wiele organizacji międzynarodowych, np. OECD czy Unię Europejską.

Warto w tym miejscu zauważyć, iż między nastrojami uczestników życia gospodarczego a sytuacją na rynku akcji też występują powiązania. W literaturze poświęconej psychologicznym aspektom inwestowania zakłada się, iż hossa na rynku akcji poprzedzona jest kiepskimi nastrojami inwestorów, a bessy poprzedzona jest dobrymi ich nastrojami (Pring 2006: 125–128). Warto sprawdzić, czy prawidłowość ta sprawdza się w warunkach polskiego rynku akcji. Dokonano w związku z tym odpowiednich badań, wykorzystując omawiane wcześniej rodzaje wskaźników nastrojów gospodarczych. Okazało się, iż w istocie między wskaźnikami nastrojów gospodarczych w roku T a zmianami indeksów giełdowych w roku T+1 zachodzą powiązania ujemne. Najsilniejsze powiązania ze zmianami indeksów wykazuje wskaźnik nastrojów PENGAB. Warto zatem w kolejnych badaniach brać pod uwagę szczególnie tenże wskaźnik nastrojów.

Zatem na podstawie dotychczasowych badań można założyć, że skoro między wskaźnikami nastrojów w roku T a wskaźnikami fiskalnymi w roku T (takimi, jak wskaźnik salda budżetowego do PKB) zachodzą powiązania dodatnie i jednocześnie między wskaźnikami nastrojów w roku T a zmianami indeksów giełdowych w roku T + 1 występują powiązania

ujemne, to nasuwa się logicznie spostrzeżenie, iż między wskaźnikami fiskalnymi w roku T a zmianami indeksów giełdowych w roku T + 1 powinny zachodzić powiązania ujemne. Postanowiono zweryfikować to spostrzeżenie.

**Tabela 2**

Korelacja między wskaźnikami nastrojów w roku T a zmianami indeksów giełdowych w roku T + 1 w latach 1996–2013

Wskaźniki nastrojów w roku T	Zmiany WIG w roku T + 1	Zmiany WIG20 w roku T + 1	Zmiany sWIG80 w roku T + 1
PENGAB	-0,38	-0,35	-0,19
Wskaźnik nastrojów konsumentów	-0,27	-0,23	-0,18
Wskaźnik nastrojów przedsiębiorców przemysłowych	-0,32	-0,23	-0,11

Źródło: opracowanie na podstawie baz danych portalu „Bankier” oraz Gazety Giełdy ”Parkiet”.

Do badań wzięto wskaźnik salda budżetowego do PKB oraz stopy zwrotu z wybranych indeksów giełdowych notowanych na GPW w Warszawie. Obliczono zatem stopy zwrotu z wybranych indeksów giełdowych w dwóch sytuacjach makroekonomicznych: w latach następujących po łagodnych uwarunkowaniach fiskalnych oraz w latach następujących po restrykcyjnych uwarunkowaniach fiskalnych.

W artykule przyjęto, iż z łagodnymi uwarunkowaniami fiskalnymi mamy do czynienia, gdy relacja salda budżetowego do PKB jest niższa od -3% do PKB, a z restrykcyjnymi uwarunkowaniami fiskalnymi mamy do czynienia, gdy owa relacja jest wyższa od -3% do PKB. Koncepcja ta nawiązuje do wskaźnika konwergencji budżetowej Traktatu z Maastricht, branego pod uwagę przy ocenie gotowości danego kraju do przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej.

Okazało się, iż z wysokimi stopami zwrotu z indeksów giełdowych mamy do czynienia w latach następujących po łagodnej polityce fiskalnej (tabela 3).

W większości przypadków (z wyjątkiem indeksu branży drzewnej) mamy do czynienia ze zdecydowanie wyższymi stopami zwrotu z indeksów giełdowych po roku łagodnej polityki fiskalnej aniżeli po roku polityki restrykcyjnej. Oznacza to, że warto inwestować na naszej giełdzie w akcje spółek po roku następującym po łagodnej polityce fiskalnej. Inwestorzy liczą zapewne na pozytywne oddziaływanie łagodnej polityki fiskalnej na wzrost gospodarczy i poprawę wyników finansowych spółek w przyszłości. Szczególnie wysokie różnice stóp zwrotu osiąga się na następujących indeksach giełdowych: WIG 20 (23,40%), sWIG80 (21,38%) oraz WIG metalowy (23,75%).

Warto również sprawdzić, jakich stóp zwrotu z indeksów giełdowych można spodziewać się po latach następujących, gdy prowadzona jest łagodna polityka fiskalna w warunkach pesymistycznych nastrojów w gospodarce oraz, gdy prowadzona jest restrykcyjna polityka fiskalna w warunkach optymistycznych nastrojów w gospodarce (tabela 4).

**Tabela 3**

Średnie stopy zwrotu z wybranych indeksów giełdowych w latach następujących po roku prowadzonej łagodnej polityki fiskalnej (relacja salda budżetowego do PKB niższa od -3%) oraz w latach następujących po roku prowadzonej restrykcyjnej polityki fiskalnej (relacja salda budżetowego do PKB wyższa od -3%) w latach 1996–2013 w %

Rodzaj indeksu giełdowego	Stopy zwrotu po roku łagodnej polityki fiskalnej	Stopy zwrotu po roku restrykcyjnej polityki fiskalnej	Różnica stóp zwrotu
1	2	3	2-3
WIG	17,08	-1,55	18,64
WIG20	13,38	-10,01	23,40
sWIG80	27,69	6,30	21,38
WIG cenowy	23,06	7,32	15,74
WIG banki	16,63	14,54	2,10
WIG drzewny	14,27	54,05	-39,79
WIG mat. budowlanych	16,27	14,04	2,23
WIG media	13,08	1,27	11,81
WIG metalowy	27,81	4,06	23,75
WIG paliwa	9,04	-2,85	11,88
WIG spożywczy	15,76	11,60	4,17
WIG informatyka	19,24	-3,55	22,79

Źródło: opracowanie na podstawie baz danych portalu „Bankier” oraz Gazety Giełdy ”Parkiet”.

**Tabela 4**

Średnie stopy zwrotu z wybranych indeksów giełdowych w latach następujących po roku prowadzonej łagodnej polityki fiskalnej (relacja salda budżetowego do PKB niższa od -3%) i jednocześnie niskim wskaźniku nastrojów PENGAB oraz w latach następujących po roku prowadzonej restrykcyjnej polityki fiskalnej (relacja salda budżetowego do PKB wyższa od -3%) i jednocześnie wysokim wskaźniku nastrojów PENGAB w latach 1996–2013 w %

Rodzaj indeksu giełdowego	Stopy zwrotu po roku łagodnej polityki fiskalnej i niskiego wskaźnika nastrojów PENGAB	Stopy zwrotu po roku restrykcyjnej polityki fiskalnej i wysokiego wskaźnika nastrojów PENGAB	Różnica stóp zwrotu
1	2	3	2-3
WIG	24,21	-20,89	45,11
WIG20	18,21	-25,50	43,71
sWIG80	36,82	-22,54	59,36
WIG cenowy	27,15	-18,61	45,75
WIG banki	10,66	-3,90	14,56
WIG drzewny	35,68	-20,70	56,38
WIG mat. budowlanych	18,05	-23,86	41,91
WIG media	3,58	-9,08	12,66
WIG metalowy	43,95	-30,55	74,50
WIG paliwa	15,25	-15,66	30,91
WIG spożywczy	33,36	-21,36	54,72
WIG informatyka	9,62	-32,24	41,85

Źródło: opracowanie na podstawie baz danych portalu „Bankier” oraz Gazety Giełdy ”Parkiet”. Niski (wysoki) wskaźnik nastrojów PENGAB oznacza niższy (wyższy) jego poziom od średniego poziomu w latach 1996–2013.

Z badań wynika, iż jednoczesne połączenie dwóch informacji makroekonomicznych: charakteru polityki fiskalnej oraz charakteru nastrojów gospodarczych może być bardzo korzystne dla inwestorów giełdowych. Okazało się bowiem, iż po roku prowadzonej łagodnej polityki fiskalnej i jednocześnie pesymistycznych nastrojów w gospodarce (niski wskaźnik PENGAB) mamy do czynienia ze zdecydowanie wyższymi stopami zwrotu aniżeli po roku prowadzonej restrykcyjnej polityki fiskalnej i jednocześnie optymistycznych nastrojów w gospodarce (wysoki wskaźnik PENGAB). Najwyższe różnice w stopach zwrotu zanotowano w przypadku następujących indeksów giełdowych: sWIG80 (59,36%), WIG drzewny (56,38%), WIG metalowy (74,50%) oraz WIG spożywczy (54,72%).

## 2. Powiązania między polityką pieniężną a wybranymi indeksami giełdowymi notowanymi na GPW w Warszawie

Obok polityki fiskalnej, drugim członem polityki gospodarczej interesującym inwestorów giełdowych jest polityka pieniężna (Kaźmierczak 2008: 134–142). Elementem polityki pieniężnej, który najbardziej interesuje inwestorów giełdowych są informacje dotyczące zmian poziomu oficjalnych stóp procentowych. Niskie oficjalne stopy procentowe ogłaszane przez bank centralny sprzyjają korzystniejszym wycenom akcji spółek giełdowych. Z kolei

**Tabela 5**

Poziom wskaźnika łagodności polityki pieniężnej w latach 1996–2013

Lata	Poziom wskaźnika łagodności polityki pieniężnej NBP w %
1996	100
1997	59,16
1998	65
1999	87,94
2000	0
2001	83,83
2002	100
2003	100
2004	49,31
2005	75,61
2006	100
2007	23,28
2008	9,31
2009	100
2010	100
2011	5,47
2012	10
2013	100

Źródło: opracowanie na podstawie baz danych portalu „Bankier” oraz Gazety Giełdy ”Parkiet”.

wyższe stopy procentowe są raczej informacją makroekonomiczną negatywnie wpływającą na wyceny spółek. Niskie stopy procentowe sprzyjają bowiem poprawie wyników finansowych spółek, zaś wyższe stopy procentowe ich pogorszeniu. Warto zatem do zbadania powiązań między charakterem polityki pieniężnej a zmianami indeksów giełdowych wykorzystać informacje o zmianach oficjalnych stóp procentowych.

W artykule wykorzystuje się informacje o tzw. „pierwszych obniżkach” (obniżkach po serii podwyżek stóp procentowych) i tzw. „pierwszych podwyżkach” (podwyżkach po serii obniżek stóp procentowych) dokonywanych przez NBP. „Pierwsza obniżka” jest szczególnie korzystną informacją dla inwestorów, gdyż zapowiada początek okresu łagodzenia przez NBP polityki pieniężnej, natomiast „pierwsza podwyżka” jest raczej niekorzystną informacją makroekonomiczną, bowiem jest zapowiedzią początku zaostrzania polityki pieniężnej. Na podstawie dat „pierwszych obniżek” i „pierwszych podwyżek” można skonstruować tzw. wskaźnik łagodności polityki pieniężnej. Wskaźnik ten jest obliczany dla każdego roku kalendarzowego i wyraża procent dni w danym roku, w których panowały łagodne uwarunkowania monetarne. Wskaźnik przyjmuje wartości od 0 do 100%. Przyjęto, że z łagodnymi uwarunkowaniami monetarnymi mamy do czynienia, gdy wskaźnik ów przyjmuje wartości nie niższe od 50%, zaś z uwarunkowaniami restrykcyjnymi, gdy wskaźnik przyjmuje wartości niższe od 50%. Poziom wskaźnika łagodności polityki pieniężnej w badanych latach zawiera tabela 5.

Powiązania między charakterem polityki pieniężnej a sytuacją na rynku akcji warto badać współtwarzysząco. Jednym z ważnych bowiem celów polityki pieniężnej danego ban-

**Tabela 6**

Średnie stopy zwrotu z wybranych indeksów giełdowych w latach, gdy jest prowadzona łagodna polityka pieniężna (wskaźnik łagodności nie niższy od 50%) oraz latach, gdy jest prowadzona restrykcyjna polityka pieniężna (wskaźnik łagodności niższy od 50%) w latach 1996–2013 w %

Rodzaj indeksu giełdowego	Stopy zwrotu w latach łagodnej polityki pieniężnej	Stopy zwrotu w latach restrykcyjnej polityki pieniężnej	Różnica stóp zwrotu
1	2	3	2 – 3
WIG	18,72	-1,44	20,16
WIG20	11,72	-3,05	14,77
sWIG80	27,13	10,89	16,24
WIG cenowy	31,42	-5,37	36,79
WIG banki	25,49	-1,35	26,83
WIG drzewny	42,81	-4,91	47,72
WIG mat. budowlanych	27,13	-5,49	32,61
WIG media	10,64	7,71	2,93
WIG metalowy	34,54	-4,32	38,86
WIG paliwa	12,24	-6,73	18,97
WIG spożywczy	31,17	-15,95	47,13
WIG informatyka	25,75	-11,67	37,45

Źródło: opracowanie na podstawie baz danych portalu „Bankier” oraz Gazety Giełdy ”Parkiet”.

ku centralnego (w tym również NBP) jest oddziaływanie na przyszłe realne tempo wzrostu PKB. Ponadto, z licznych badań w literaturze przedmiotu wiadomo, iż rynek akcji jest z kolei sprawnym barometrem przyszłego realnego tempa PKB (Kasprzak 2006: 65–85). Tak więc logicznie nasuwa się domniemanie, iż powinny zachodzić powiązania współtowarzyszące między charakterem polityki pieniężnej i zmianami indeksów giełdowych. Zweryfikowano to domniemanie w stosownych badaniach empirycznych. W tym celu postanowiono sprawdzić, jakich stóp zwrotu z wybranych indeksów giełdowych można się spodziewać w dwóch sytuacjach makroekonomicznych: w warunkach współwystępowania łagodnej polityki pieniężnej oraz w warunkach współwystępowania restrykcyjnej polityki pieniężnej (tabela 6).

Okazało się, iż w przypadku wszystkich badanych indeksów giełdowych stopy zwrotu są wyższe w warunkach łagodnych uwarunkowań monetarnych aniżeli w warunkach restrykcyjnych uwarunkowań monetarnych. Najwyższe różnice w stopach zwrotu zanotowano w przypadku następujących indeksów giełdowych: WIG cenowy (36,79%), WIG drzewny (47,72%), WIG metalowy (38,86%), WIG spożywczy (47,13%) oraz WIG informatyka (37,45%).

### **3. Powiązania między polityką fiskalną i pieniężną a wybranymi indeksami giełdowymi notowanymi na GPW w Warszawie**

Dotychczasowe badania sygnalizują, iż szczególnie korzystnymi dla inwestorów giełdowych są łagodne uwarunkowania zarówno fiskalne, jak i pieniężne, a szczególnie niekorzystnymi są restrykcyjne uwarunkowania fiskalne i pieniężne. Warto zatem zbadać, jakich stóp zwrotu możemy spodziewać się po pierwsze: w warunkach współwystępowania ze sobą łagodnych uwarunkowań fiskalnych i pieniężnych oraz po drugie, w warunkach współwystępowania ze sobą restrykcyjnych uwarunkowań fiskalnych i pieniężnych. Do badań jako charakterystykę polityki fiskalnej wzięto relację salda budżetowego do PKB, a jako charakterystykę polityki pieniężnej wskaźnik łagodności polityki pieniężnej.

Warto pamiętać, aby w badaniach zachować odpowiednie przesunięcie w czasie między badanymi zmiennymi. Uwarunkowania fiskalne warto brać bowiem pod uwagę w roku  $T$ , a uwarunkowania pieniężne oraz stopy zwrotu z indeksu giełdowego w roku  $T + 1$ . Przeprowadzono zatem stosowane badania, których wyniki zawarto w tabeli 7.

Okazało się, iż we wszystkich przypadkach stopy zwrotu z indeksów giełdowych w warunkach współwystępowania łagodnych polityk fiskalnej i pieniężnej były wyższe aniżeli w warunkach współwystępowania polityk restrykcyjnych. Najwyższe różnice w stopach zwrotu zanotowano w przypadku następujących indeksów giełdowych: WIG cenowy (50,36%), WIG metalowy (68,57%) oraz WIG spożywczy (59,59%).



**Tabela 7**

Średnie stopy zwrotu z wybranych indeksów giełdowych w roku T + 1 po roku łagodnej polityki fiskalnej w roku T i łagodnej polityki pieniężnej w roku T + 1 oraz po roku restrykcyjnej polityki fiskalnej w roku T i restrykcyjnej polityki pieniężnej w roku T + 1 w latach 1996–2013 w %

Rodzaj indeksu giełdowego	Stopy zwrotu po latach łagodnej polityki fiskalnej w roku T oraz w latach łagodnej polityki pieniężnej w roku T + 1	Stopy zwrotu po latach restrykcyjnej polityki fiskalnej w roku T oraz w latach restrykcyjnej polityki pieniężnej w roku T + 1	Różnica stóp zwrotu
1	2	3	2 – 3
WIG	21,62	-20,34	41,96
WIG20	16,99	-21,51	38,50
sWIG80	29,39	-15,89	45,28
WIG cenowy	34,71	-15,66	50,36
WIG banki	24,95	-4,06	29,01
WIG drzewny	18,60	-25,94	44,54
WIG mat. budowlanych	22,57	-23,79	46,37
WIG media	12,61	-4,91	17,52
WIG metalowy	37,08	-31,49	68,57
WIG paliwa	12,95	-22,63	35,57
WIG spożywczy	27,62	-31,97	59,59
WIG informatyka	33,52	-16,42	49,95

Źródło: opracowanie na podstawie baz danych portalu „Bankier” oraz Gazety Giełdy ”Parkiet”.

Badając powiązania między polityką fiskalną i pieniężną a sytuacją na polskim rynku akcji warto do analiz brać pod uwagę zmiany realnego tempa PKB oraz inflacji (CPI). Określony bowiem typ polityki fiskalnej i pieniężnej podejmowany jest przez decydentów budżetowych i monetarnych w zależności od zmian głównych zmiennych makroekonomicznych, takich jak PKB i inflacja. Z jednej strony łagodną politykę fiskalną rząd jest skłonny prowadzić, gdy dane dotyczące realnego tempa PKB są bardzo niekorzystne (niskie tempo PKB), natomiast bank centralny z reguły łagodzi politykę pieniężną w warunkach niskiej inflacji (niski poziom CPI). Z drugiej strony, gdy tempo wzrostu PKB jest bardzo szybkie, rząd jest skłonny nieco zaostrzyć politykę fiskalną, zaś bank centralny decyduje się prowadzić restrykcyjną politykę monetarną w warunkach znacznej presji inflacyjnej (wysoki poziom CPI). Celem zaś zarówno łagodnej polityki fiskalnej, jak i monetarnej jest doprowadzenie do szybkiego realnego tempa PKB w przyszłości i nawet nieco wyższej inflacji. Celem zaś zarówno restrykcyjnej polityki fiskalnej, jak i pieniężnej jest z kolei doprowadzenie do wyhamowania szybkiego realnego tempa PKB i obniżenie presji inflacyjnej. Warto zatem te uwarunkowania makroekonomiczne brać pod uwagę w stosowanych badaniach dotyczących stóp zwrotu z indeksów giełdowych. Wyniki badań zawiera tabela 8.

Z badań wynika, iż z wysokimi stopami zwrotu z indeksów giełdowych mamy do czynienia w warunkach łagodnej polityki fiskalnej prowadzonej w warunkach niskiego realnego tempa PKB i jednocześnie w warunkach łagodnej polityki pieniężnej prowadzonej w warunkach niskiej inflacji. Tak prowadzone polityki gospodarcze mają bowiem doprowadzić

do ożywienia gospodarki w kolejnych latach. Inwestorzy giełdowi starają się dyskontować te pozytywnie zapowiadające się informacje makroekonomiczne kupując akcje spółek (sytuacja A, tabela 8).

**Tabela 8**

Średnie stopy zwrotu z wybranych indeksów giełdowych w roku T + 1 po roku łagodnej polityki fiskalnej w roku T, niskiego PKB w roku T oraz łagodnej polityki pieniężnej w roku T + 1, niskiej inflacji w roku T + 1, przed wysokim PKB w roku T + 2, wysoką inflacją w roku T + 2 (sytuacja A) oraz po roku restrykcyjnej polityki fiskalnej w roku T, wysokiego PKB w roku T oraz restrykcyjnej polityki pieniężnej w roku T + 1, wysokiej inflacji w roku T + 1, przed niskim PKB w roku T + 2, niską inflacją w roku T + 2 (sytuacja B) w latach 1996–2013 w %

Rodzaj indeksu giełdowego	Stopy zwrotu w sytuacji A	Stopy zwrotu w sytuacji B	Różnica stóp zwrotu	Przeciętna stopa zwrotu	Różnica stóp zwrotu
1	2	3	2–3	5	2–5
WIG	43,26	–51,07	94,33	15,15	28,11
WIG20	28,82	–48,21	77,03	10,57	18,25
sWIG80	116,56	–56,95	173,51	27,83	88,73
WIG cenowy	108,80	–50,94	159,74	20,68	88,11
WIG banki	33,69	–46,46	80,15	19,49	14,20
WIG drzewny	96,22	–61,65	157,87	19,87	76,35
WIG mat. budowlanych	81,97	–65,07	147,04	17,90	64,08
WIG media	65,74	–29,96	95,70	9,61	56,13
WIG metalowy	134,57	–59,60	194,17	22,65	111,92
WIG paliwa	10,08	–59,68	69,76	6,23	3,85
WIG spożywczy	85,40	–61,91	147,31	20,28	65,12
WIG informatyka	76,71	–45,83	122,54	21,01	55,70

Źródło: opracowanie na podstawie baz danych portalu „Bankier” oraz Gazety Giełdy „Parkiet”. Przez wysoki (niski) poziom danej zmiennej makroekonomicznej rozumie się poziom wyższy (niższy) od przeciętnego ich poziomu w latach 1996–2013.

Z kolei w warunkach prowadzonej restrykcyjnej polityki fiskalnej w warunkach wysokiego realnego tempa PKB i jednocześnie w warunkach restrykcyjnej polityki pieniężnej prowadzonej w warunkach wysokiej inflacji stopy zwrotu są wysoce ujemne. Tak prowadzone tym razem polityki gospodarcze mają doprowadzić do osłabienia tempa wzrostu gospodarczego w kolejnych latach. Wówczas to inwestorzy dyskontują te negatywnie zapowiadające się informacje makroekonomiczne sprzedając akcje spółek (sytuacja B, tabela 8). Z najwyższymi różnicami w stopach zwrotu mamy do czynienia w przypadku następujących indeksów giełdowych: sWIG 80 (173,51%), WIG cenowy (159,74%), WIG drzewny (157,87%) oraz WIG metalowy (194,17%). Co ciekawe, we wszystkich przypadkach omawiane wyżej stopy zwrotu z indeksów giełdowych są wyższe aniżeli przeciętne stopy zwrotu w całym badanym okresie (kolumna 6, tabela 8).

## **Uwagi końcowe**

Po pierwsze, łagodne uwarunkowania fiskalne i pieniężne sprzyjają hossie na polskim rynku akcji. Stopy zwrotu z indeksów giełdowych notowanych na GPW w Warszawie są bowiem wówczas wysoce dodatnie.

Po drugie, charakter polityki fiskalnej można traktować jako swego rodzaju wyraz nastrojów panujących w gospodarce. Łagodna polityka fiskalna odzwierciedla pesymistyczne nastroje w polskiej gospodarce, zaś restrykcyjna polityka fiskalna – nastroje optymistyczne. Hossa na rynku akcji jest zatem poprzedzona pesymistycznymi nastrojami w gospodarce (łagodnym typem polityki fiskalnej), zaś bessa na rynku akcji – optymistycznymi nastrojami (restrykcyjnym typem polityki fiskalnej).

Po trzecie, hossa na polskim rynku akcji występuje w warunkach współwystępowania łagodnej polityki fiskalnej prowadzonej w sytuacji niskiego realnego tempa PKB oraz łagodnej polityki pieniężnej prowadzonej w sytuacji niskiej inflacji, bessa zaś występuje w warunkach współwystępowania restrykcyjnej polityki fiskalnej prowadzonej w sytuacji wysokiego realnego tempa PKB oraz restrykcyjnej polityki pieniężnej prowadzonej w sytuacji wysokiej inflacji.

Po czwarte, zastosowanie informacji makroekonomicznych opartych na łagodnych politykach fiskalnej i pieniężnej pozwala uzyskać ponadprzeciętne stopy zwrotu z badanych indeksów giełdowych.

## **Literatura**

- Kasprzak A. (2012), *Giełdowy rynek akcji a gospodarka*, Difin, Warszawa, s. 15–89.
- Każmierczak A. (2008), *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 134–142.
- Łon E. (2006), *Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań, s. 253.
- Łon E. (2011), *Powiązania amerykańskiej polityki budżetowej i pieniężnej z sytuacją na dojrzałych i wschodzących rynkach akcji*, SIN, Sopot, s. 36.
- Nawrot W. (2008), *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, Ce De Wu, Warszawa, s. 58.
- Ostrowska E. (2011), *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny*, C.H. Beck, Warszawa, s. 44–45.
- Pring M. (2007), *Psychologia inwestowania*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków, s. 125–128.
- Yamarone R. (2006), *Wskaźniki ekonomiczne. Przewodnik dla inwestora*, Helion, Gliwice, s. 65–85.

**POLISH FISCAL AND MONETARY POLICIES AND THE RATES OF RETURN  
ON THE SELECTED STOCK INDEXES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE**

**Abstract:** The article was examined connections between Polish fiscal and monetary policies and rates of return on stock indexes listed on the Warsaw Stock Exchange.

Bull market appears when monetary and fiscal policies are expansive. The bear market occurs when both policies are restrictive. In addition, macroeconomic policies based on expansive fiscal and monetary policies allow you to get above-average returns on the Polish stock market.

**Keywords:** fiscal policy, monetary policy, stock market, rate of return

## **Cytowanie**

Lon E. (2014), *Polska polityka fiskalna i pieniężna a stopy zwrotu z wybranych indeksów giełdowych notowanych na GPW w Warszawie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 65, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 125–136; [www.wneiz.pl/firfu](http://www.wneiz.pl/firfu).