

Jacek Fundowicz, Bohdan Wyżnikiewicz

Istnieje wyraźny związek między zmianami indeksów warszawskiej giełdy a tempem wzrostu gospodarczego

Rynek jest już dojrzały

Warszawska giełda skutecznie reaguje na informacje napływające z gospodarki. Przejawia się to w przyływach i odpływach kapitału, przyczyniających się do zmian poziomu indeksów giełdowych. To zjawiska charakterystyczne głównie dla rozwiniętych i dojrzałych rynków papierów wartościowych. Wydaje się więc, że już od kilku lat polska giełda wykazuje cechy takiego właśnie dojrzałego rynku.

WIG, wskaźnik uwzględniający największą liczbę akcji notowanych na stołecznym parkiecie, w ostatnich tygodniach znalazł się - i to po raz drugi w tym roku - na najwyższym poziomie w dotychczasowej historii. Dla ekspertów zajmujących się analizami makroekonomicznymi wydarzenie takie staje się okazją do pytań o źródła tego sukcesu.

Te pytania brzmią: w jakim stopniu rekordowe notowania są odzwierciedleniem fundamentalnych danych gospodarczych, a w jakim stopniu stanowią odbicie płytkości rynku, na przykład przy wzmożonym napływie środków z zagranicy lub rosnących zakupów funduszy inwestycyjnych? Wskazanie na pierwszą z zawartych w pytaniu możliwości świadczyłoby o dojrzałości polskiej giełdy, wybór drugiej oznaczałby, że tego stanu jeszcze ona nie osiągnęła.

W rozwiniętych gospodarkach rynkowych podstawowym zadaniem giełd papierów wartościowych jest dostarczanie spółkom publicznym kapitału. Giełda stwarza też graczom możliwość krótko- lub długoterminowego inwestowania wolnych aktywów finansowych. Nieodłączną cechą giełdy jest ryzyko związane z nieoczekiwanymi wahaniami indeksów oraz cen notowanych akcji i innych instrumentów finansowych. Ryzyko to jest czynnikiem wspomagającym i uatrakcyjniającym funkcjonowanie giełdy. Bez niego jakiegokolwiek inwestycje byłyby niemożliwe: ewentualny zysk trzeba przecież traktować jako wynagrodzenie za ponoszenie ryzyka.

Przenoszenie impulsów

Eliminacja giełdowej niepewności nie jest ani możliwa, ani wskazana. Czynnikiem niepewności łagodzi jednak fakt, że w długim okresie notowania indeksów, obejmujących ceny notowanych akcji, nie są oderwane od wyników osiąganym przez gospodarkę rozpatrywaną w skali makro. Dzieje się tak dzięki działaniu specyficznych mechanizmów rynkowych, przenoszących obustronnie impulsy koniunkturalne między giełdą a realną sferą gospodarki. Wśród najważniejszych należy tu wymienić tzw. efekty dochodowe oraz efekty kapitałowe.

Pierwsze z nich związane są ze zmianami wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych podmiotów lokujących swoje kapitały na giełdzie. W uproszczeniu wzrost cen aktywów powoduje bogacenie się inwestorów, dzięki czemu wydatki ich mogą wzrosnąć. Spadek notowań prowadzi z kolei do zmniejszenia zasobu bogactwa, a więc i poziomu wydatków.

Efekty kapitałowe związane są natomiast z możliwościami pozyskiwania kapitału przez notowane spółki. Są one tym lepsze, im korzystniejsza koniunktura panuje na giełdzie.

Dodać należy, że przedsiębiorstwa giełdowe nie działają w próżni, a ich wyniki zależne są od otoczenia makroekonomicznego. Okresy dobrej koniunktury gospodarczej sprzyjają zatem uzyskiwaniu pomyślnych wyników finansowych: powinno to skutkować wzrostem wyceny akcji oraz zwykłą indeksów, w skład których one wchodzi.

Spełnienie tych warunków należy teoretycznie traktować jako podstawową cechę charakteryzującą dojrzały rynek giełdowy. Alternatywnie można by wymienić wiele innych kryteriów, na przykład liczbę notowanych spółek, relację kapitalizacji do produktu krajowego brutto czy wielkość obrotów. Ich niedogodnością jest jednak fakt, że dla każdej giełdy musiałyby mieć one inną wartość, adekwatną do czynników instytucjonalnych i strukturalnych, kształtujących gospodarkę, w której dany rynek funkcjonuje. Należy natomiast założyć, że wszystkie one razem powinny wpływać na możliwość reagowania giełdy na procesy zachodzące w realnej sferze gospodarki.

Giełdowe indeksy i PKB

Stwierdzenie, że między poziomem indeksu warszawskiej GPW a wynikami osiąganymi przez polską gospodarkę występuje silne powiązanie, mogłoby zatem świadczyć o osiągnięciu przez nasz rynek giełdowy fazy dojrzałości. W analizie takiej problemem staje się jednak odpowiednia synchronizacja danych, jakie bierze się pod uwagę. Najważniejszą wielkość charakteryzującą poziom aktywności gospodarki, czyli tempo wzrostu PKB, różni się bowiem istotnie od wskaźników publikowanych przez giełdę. Różnice odnoszą się między innymi do sposobów obliczania, częstotliwości pomiarów i publikacji oraz okresów odniesienia.

Te niedogodności można wyeliminować, sprowadzając dane giełdowe do konwencji, w jakiej publikowane są dane makroekonomiczne. W Polsce dynamika produktu krajowego brutto podawana jest z częstotliwością kwartalną, do niedawna wyłącznie w odniesieniu do analogicznego kwartału roku poprzedniego. W podobny sposób wyrazić można notowania indeksu giełdowego WIG. W tym celu obliczyć należy średnie kwartalne wartości indeksu, a następnie ich dynamikę względem analogicznych kwartałów lat poprzednich. (Wyniki takich obliczeń dla lat 1996 - 2003 w zestawieniu z tempem wzrostu PKB - patrz wykres).

Analiza danych zawartych w wykresie jednoznacznie wskazuje, że zależność między rynkiem giełdowym a gospodarką jest w Polsce w ujęciu realnym silna. Współczynnik korelacji między tymi wielkościami wynosi ponad 70 procent, a więc tylko o około 10 punktów procentowych mniej niż taki sam współczynnik obliczony dla amerykańskiego PKB i kwartalnych średnich indeksu Nasdaq (patrz wykres: kwartalne tempo wzrostu PKB w USA obliczono w tym przypadku w konwencji zbliżonej do polskiej, czyli w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego). Oba wykresy pokazują również, że indeksy giełdowe mogą być wykorzystywane jako wiarygodne barometry koniunktury.

Sprężenie zwrotne

Uzyskane wyniki jednoznacznie zatem wskazują, że warszawska giełda w efektywny sposób reaguje na napływające z gospodarki informacje. Przejawem tego procesu są przyływy i odpływy kapitału na rynek, oddziałujące na zmiany poziomu indeksów. Takie zjawiska są charakterystyczne przede wszystkim dla wystarczająco rozwiniętych i dojrzałych rynków

papierów wartościowych. W świetle przedstawionych argumentów wydaje się, że cech takich polska giełda nabrała już co najmniej kilka lat temu.

Alternatywnym tłumaczeniem tego fenomenu może być również twierdzenie, że silne powiązanie giełdy z gospodarką wynika z postępującej globalizacji: na gospodarkę polską oddziałują światowe trendy makroekonomiczne, a na giełdę - koniunktura na bardziej rozwiniętych giełdach zachodnich. Związek między GPW a dynamiką PKB w Polsce byłby zatem niejako "importowany" z dojrzałych giełd zagranicznych. Takie wyjaśnienie jest jednak mniej prawdopodobne, zwłaszcza ze względu na natężenie poruszonego tu zjawiska. Nie wykluczałoby ono zresztą prawdziwości tezy o nabieraniu przez warszawską giełdę znamion dojrzałości.

