

Polska Akademia Nauk
Instytut Nauk Ekonomicznych

Autoreferat rozprawy doktorskiej
napisanej pod kierunkiem naukowym dra hab. Tadeusza Winklera-Drewsa
na temat:

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

Jacek Stapała

Warszawa, wrzesień 2013

1. Uzasadnienie wyboru problemu podjętego w rozprawie doktorskiej

Uważa się powszechnie, że giełda dyskontuje przyszłość gospodarczą, a nastroje panujące na giełdach to wczesny sygnał informujący o nadchodzących zmianach w gospodarce. Istnieją liczne dowody empiryczne świadczące o wyprzedzeniu koniunktury gospodarczej przez koniunkturę giełdową. Eugene F. Fama (1990), wykazał wyprzedzenie cyklu giełdowego względem cyklu gospodarczego w gospodarce amerykańskiej. J. Choi, Shmuel Hauser and Kenneth J. Kopecky (1999) wykazali wyprzedzenia cykli giełdowych względem cykli gospodarczych w krajach grupy G-7. Wcześniej Mads Asprem (1989) badał to samo zjawisko dla dziesięciu gospodarek i giełd europejskich i wyciągnął te same wnioski. Podobne badania przeprowadził dla krajów emerging markets Paulo Mauro i również potwierdził wyprzedzenie cyklu gospodarczego przez cykl giełdowy. Yuzo Honda, Hiroshi Yamada (2004) sprawdzali relację pomiędzy giełdą i gospodarką Japonii, a rezultaty ich badań również potwierdziły, że koniunktura giełdowa w Japonii wyprzedza koniunkturę gospodarczą. Badania zależności między giełdą i gospodarką w Polsce prowadził Jacek Fundowicz (2003), który zauważył że w pewnych okresach indeks giełdowy zachowywał się jak wskaźnik wyprzedzający zmiany tempa wzrostu gospodarczego. Maria Drozdowicz- Bieć (2012) badając zależności pomiędzy giełdą i gospodarką w Polsce wykazała, że wyprzedzenia są zwykle większe dla górnych punktów zwrotnych i mniejsze dla dolnych punktów zwrotnych oraz, że mierniki reprezentujące sferę finansową gospodarki wykazują większe wyprzedzenie od mierników reprezentujących sferę realną, ale charakteryzują się wyższą zmiennością.

Wyprzedzenie koniunktury gospodarczej przez koniunkturę giełdową znajduje wyraz w traktowaniu przez badaczy koniunktury indeksów giełdowych, jako jednego z komponentów barometrów koniunktury gospodarczej lub jako niezależnych barometrów gospodarczych. Zaprezentowany przegląd literatury przedmiotu dowodzi, że wśród badaczy występuje zgodność co do wyprzedzenia koniunktury gospodarczej przez koniunkturę giełdową. W rozprawie badam związki pomiędzy koniunkturą gospodarczą i koniunkturą giełdową w Polsce w latach 1998-2011 i podejmuję próbę wykazania, że mimo występowania wyprzedzenia koniunktury gospodarczej przez koniunkturę giełdową badanie mierników koniunktury gospodarczej może okazać się przydatne do diagnozowania koniunktury giełdowej. Cel ten chcę osiągnąć przez zbadanie współbieżności 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 nowego 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 posłużyć do konstruowania barometrów koniunktury giełdowej, których komponentami będą mierniki gospodarcze.

2. Cel rozprawy i hipotezy badawcze

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”.

Pierwszym celem pomocniczym jest wybór najbardziej syntetycznych mierników koniunktury gospodarczej i giełdowej oraz zbadanie przesunięć czasowych pomiędzy cyklem giełdowym i cyklem gospodarczym w Polsce w latach 1998-2011. Badania pozwalają potwierdzić lub odrzucić występowanie efektu dyskontowania koniunktury gospodarczej przez koniunkturę giełdową w Polsce. Drugim celem pomocniczym jest ustalenie przesunięć czasowych dolnych i górnych punktów zwrotnych kilkudziesięciu mierników reprezentujących sferę realną i finansową gospodarki względem miernika koniunktury giełdowej. Badanie pozwala na klasyfikację polskich mierników gospodarczych według kryterium wyprzedzające, równoczesne, opóźnione względem miernika koniunktury giełdowej, co w konsekwencji pozwala na ustalenie ich przydatności do diagnozowania koniunktury giełdowej.

Dążąc do realizacji poszczególnych celów pomocniczych, udowodnienia tezy oraz znalezienia odpowiedzi na wyżej zarysowany problem badawczy zdefiniowałem 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 celu weryfikacji hipotezy 1 w części empirycznej pracy w rozdziale V badam koniunkturę gospodarczą i koniunkturę giełdową w Polsce latach 1998-2011. Badanie prowadzę w trzech etapach. W pierwszym etapie dokonuję wyboru i charakterystyki najbardziej syntetycznych mierników koniunktury gospodarczej i koniunktury giełdowej. Ten etap służy wskazaniu ewentualnych rozbieżności w przebiegu cyklu giełdowego i gospodarczego. W drugim etapie wyodrębniam wahania koniunkturalne cyklu giełdowego i gospodarczego i ustaliam cechy morfologiczne tych cykli. W trzecim etapie prowadzę analizę porównawczą cyklu giełdowego i cyklu gospodarczego, a ściślej ustaliam przesunięcia czasowe punktów zwrotnych pomiędzy

cyklami giełdowym i gospodarczym oraz badam siłę i kierunek powiązania tych cykli. Rezultatem przeprowadzonych badań jest weryfikacja hipotezy 1 „Istnieje związek pomiędzy koniunkturą gospodarczą a koniunkturą giełdową w Polsce.”

W rozdziale VI weryfikuję hipotezę 2 „Mierniki gospodarcze mogą zostać wykorzystane do diagnozowania koniunktury giełdowej”. W tym celu badam współbieżność kilkudziesięciu mierników gospodarczych opisujących sferę realną i finansową polskiej gospodarki względem wybranego miernika koniunktury giełdowej. Badane mierniki dzielę na odrębne kategorie: inwestycje, budownictwo i mieszkalnictwo, podaż pieniądza i czynniki kreacji pieniądza, bilans NBP i jego składowe, konsumpcja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, rynek pracy, saldo obrotów towarowych NBP, inflacja i stopy procentowe, waluty oraz barometry koniunktury. W oparciu o przeprowadzone badania dokonuję klasyfikacji mierników gospodarczych według kryterium: wyprzedzające, równoczesne, opóźnione oraz według kryterium: procykliczne, antycykliczne, acykliczne względem wybranego miernika koniunktury giełdowej. Ostatecznym efektem przeprowadzonych badań jest weryfikacja hipotezy 2. Hipoteza może zostać przyjęta, jeżeli zostaną znalezione mierniki wyprzedzające lub równoczesne względem wybranego miernika koniunktury giełdowej.

3. Metoda badawcza

Badania obejmują okres od stycznia 1998 do grudnia 2011, a w przypadku danych kwartalnych od I kwartału 1998 do IV kwartału 2011 roku. W sytuacji braku danych za pełny okres badam szeregi czasowe, w takim okresie czasu, w jakim jest dostępny w statystyce.

Do wyodrębniania wahań koniunkturalnych badanych mierników wykorzystuję procedurę ARIMA-X12. Do badania synchronizacji (współbieżności) cykli koniunkturalnych stosuję analizę korelacji jednoczesnej i krzyżowej, analizę porównawczą cech morfologicznych cykli koniunkturalnych oraz analizę graficzną. Do prezentacji graficznej wahań koniunkturalnych stosuję koncepcję *business cycle tracer* znaną również w Polsce pod nazwą zegara koniunktury. W oparciu o przeprowadzone badania dla kilkudziesięciu zmiennych reprezentujących gospodarkę polską ustalam przesunięcia czasowe punktów zwrotnych składników cyklicznych badanych mierników względem miernika reprezentującego koniunkturę giełdową, co dalej pozwala na przeprowadzenie klasyfikacji badanych mierników według kryterium: procykliczne, acykliczne i antycykliczne względem miernika odniesienia. Przyjąłem kryteria, zgodnie z którymi miernik jest kwalifikowany, jako procykliczny, jeżeli współczynnik korelacji w czasie $t=0$ jest większy niż 0,3; antycykliczny, jeżeli współczynnik korelacji w czasie $t=0$ jest mniejszy od -0,3; acykliczny, jeżeli współczynnik korelacji w czasie $t=0$ zawiera się w przedziale pomiędzy -0,3 a 0,3. Analiza korelacji jednoczesnej i krzyżowej badanych mierników pozwala zakwalifikować je do jednej z trzech kategorii: wyprzedzające, równoczesne lub opóźnione względem miernika

odniesienia zgodnie z przyjętymi kryteriami: do mierników wyprzedzających kwalifikuję te, dla których rząd opóźnień ma znak ujemny. Do mierników równoczesnych kwalifikuję te, dla których rząd opóźnień jest równy 0. Mierniki opóźnione wykazują dodatni rząd opóźnień, równy, bądź większy od 1.

4. Struktura pracy

W kontekście ustalonego celu pracy, tezy głównej oraz postawionych hipotez w części teoretycznej pracy skupiam uwagę na zagadnieniach, które pomagają w wyjaśnieniu przyczyn występowania wahań cyklicznych w gospodarce oraz zrozumieniu mechanizmów oddziaływania giełdy na gospodarkę i gospodarki na giełdę.

W rozdziale I kieruję uwagę na teorie cykli koniunkturalnych. Przetawiam definicje i klasyfikację cykli koniunkturalnych, główne nurty w myśli ekonomicznej wyjaśniające przyczyny fluktuacji gospodarczych oraz mechanizmy oddziaływania sfery finansowej na sferę realną gospodarki.

W rozdziale II przedstawiam ekonomiczne i pozaekonomiczne mechanizmy oddziaływania giełdy na gospodarkę i gospodarki na giełdę. Omawiam wpływ zmian cen aktywów finansowych na giełdach na poziom konsumpcji i inwestycji w gospodarce. Przedstawiam wpływ polityki gospodarczej na otoczenie, w jakim funkcjonują spółki giełdowe. Uwagę kieruję również na czynniki pozaekonomiczne leżące u podstaw teorii racjonalności oczekiwań i efektywności informacyjnej rynku. Zgodnie ze współczesnym nurtem badań uznaje się, że inwestorzy zachowują się nieracjonalnie, co może być czynnikiem zakłócającym związek pomiędzy koniunkturą giełdową a koniunkturą gospodarczą.

W rozdziale III omawiam zagadnienie alokacji aktywów oraz rotacji sektorowej w cyklu koniunkturalnym. W oparciu o badania literaturowe ustaliam, w które klasy aktywów inwestować, jakie sektory gospodarki preferować, w jaki sposób alokować aktywa w kolejnych fazach cyklu koniunkturalnego, w szczególności odpowiadam, kiedy inwestować w akcje w cyklu koniunkturalnym.

W rozdziale IV omawiam definicje pojęć związanych zewnętrznym obrazem cyklu koniunkturalnego, przedstawiam metody analizy koniunktury oraz dokonuje przeglądu metod dekompozycji serii statystycznych.

Rozdział V i VI to część empiryczna, w której weryfikuję hipotezę 1 „Istnieje związek pomiędzy koniunkturą gospodarczą a koniunkturą giełdową w Polsce oraz hipotezę 2 „Mierniki gospodarcze mogą zostać wykorzystane do diagnozowania koniunktury giełdowej.

W pracy korzystam z bogatej literatury przedmiotu. Bazuję głównie na polskich oraz zagranicznych pozycjach książkowych oraz artykułach poświęconych diagnozowaniu koniunktury gospodarczej. Jako materiały źródłowe wykorzystuję również prasę ekonomiczną

i finansową, ustawy, witryny instytucji finansowych, portale o tematyce ekonomicznej i finansowej. Bardzo pomocne w zakresie opisu mierników wykorzystanych do badania okazały się szczególnie publikacje GUS i NBP. Skorzystałem również z materiałów innych, niezależnych instytutów badawczych.

5. Wyniki rozprawy i wnioski

W oparciu badania literaturowe ujawniłem, że wśród badaczy koniunktury występuje zgodność, odnośnie występowania wyprzedzenia cyklu gospodarczego przez cykl giełdowy m.in. Stanach Zjednoczonych, Japonii, Wielkiej Brytanii, Niemczech. Potwierdziłem w oparciu o wyniki badań, że giełda dyskontuje również gospodarkę w Polsce. Cykl giełdowy reprezentowany przez tempo zmian WIG wyprzedza cykl gospodarczy mierzony PKB i produkcją przemysłową. 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. Analiza korelacji jednoczesnej i krzyżowej pomiędzy badanymi składnikami cyklicznymi potwierdziła wyniki tych badań. Najwyższy współczynnik korelacji pomiędzy składnikami cyklicznymi tempo zmian WIG i PKB wystąpił w czasie t-2 i wyniósł 64%, natomiast w przypadku składników cyklicznych tempo zmian WIG i produkcja przemysłowa wystąpił również w czasie t-2 i wyniósł aż 88%. Badania potwierdziły również, że wyprzedzenia są większe dla den cyklu i mniejsze dla szczytów cyklu. Ustaliłem również, że związki korelacyjne 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 stwierdziłem, że hossy na giełdzie trwały dłużej od cykli gospodarczych wzrostowych, a bessy były krótsze od cykli gospodarczych spadkowych.

W rozdziale V w oparciu o przeprowadzone badania wykazałem, że istnieje związek korelacyjny pomiędzy koniunkturą giełdową i koniunkturą gospodarczą. 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%. W oparciu o zaprezentowane wyniki badań, ustalenie istotnych związków korelacyjnych pomiędzy WIG a PKB i produkcją przemysłową stwierdziłem, że nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy 1 o istnieniu związku pomiędzy koniunkturą gospodarczą, a koniunkturą giełdową.

Teza główna, jaką postawiłem w rozprawie głosi, że „cykl giełdowy dyskontuje cykl gospodarczy w Polsce, ale badanie mierników koniunktury gospodarczej dostarcza informacji diagnostycznych pozwalających określać zmiany koniunktury giełdowej”. Mimo, że nie

jesteśmy w stanie ustalić punktów zwrotnych koniunktury giełdowej w oparciu o przebieg cyklu gospodarczego mierzonego PKB i produkcją przemysłową z powodu ustalonego opóźnienia składników cyklicznych tych mierników względem cyklu giełdowego, to ustalenie kierunków zmian tych mierników jest dobrym narzędziem pozwalającym identyfikować aktualne fazy cyklu giełdowego, choć z opóźnieniem. Z drugiej strony, o ile PKB i produkcja przemysłowa nie ma właściwości wyprzedzających względem koniunktury giełdowej, to takie właściwości mają inne mierniki sfery realnej i finansowej, co wykazałem w rozdziale VI.

Postawiłem hipotezę 2: „mierniki gospodarcze mogą zostać wykorzystane do diagnozowania koniunktury giełdowej”. Przyjąłem, że hipoteza zostanie pozytywnie zweryfikowana, jeżeli zostaną znalezione mierniki, których składniki cykliczne wykażą wyprzedzenia lub będą równoczesne względem składnika cyklicznego koniunktury giełdowej. Przebadałem 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. Trzynaście mierników spełniło ustalone kryterium, co powoduje, że nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy 2.

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. W rozdziale VI badałem również przesunięcia czasowe mierników reprezentujących inflację i stopy procentowe do tempa zmian WIG. Badania potwierdziły właściwości wyprzedzające tych mierników względem cyklu giełdowego. Wszystkie badane mierniki reprezentujące inflację i stopy procentowe wykazały istotne wyprzedzenia względem tempa zmian WIG. Inflacja CPI i oczekiwania inflacyjne wyprzedziły koniunkturę giełdową o pięć miesięcy. Podobny wynik uzyskałem dla rentowności obligacji 10-letnich. Równie dobrym prognostykiem okazał się *spread* pomiędzy rentownością obligacji 10-letnich a stopą WIBOR 3M. Stopa WIBOR 3M wyprzedzała giełdę średnio o 1 miesiąc.

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 II zaprezentowałem podejście wyjaśniające zgodność cyklu giełdowego i gospodarczego, zgodnie z którym spółki notowane na giełdach możemy traktować, jako reprezentację firm całej gospodarki – pewien podzbiór. Ceny akcji, a w rezultacie wartość indeksu, zależy od sumy oczekiwanych zysków spółek, które trafiają do inwestorów w postaci wypłaconych dywidend lub wzrostu zysków zatrzymanych.

Koniunktura gospodarcza mierzona PKB jest wyrażona od strony dochodowej głównie 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 będzie 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.

Efekt dyskontowania koniunktury gospodarczej przez koniunkturę giełdową na gruncie teoretycznym tłumaczyłem zjawiskiem antycypacji przyszłego stanu gospodarki i przyszłych zysków spółek przez uczestników rynku kapitałowego, mającego poparcie w teorii efektywności informacyjnej rynku. Czynnikiem zakłócającym przebieg związków między giełdą a gospodarką są czynniki wyrastające z teorii behawioralnej. Uczestnicy rynku kapitałowego wykazują tendencję do podejmowania decyzji w sposób przynajmniej częściowo niezgodny z zasadami racjonalności, mają ograniczoną zdolność przetwarzania informacji, ponieważ przytłoczone są ich mnogością oraz działają w warunkach niepewności i pod presją czasu oraz przejawiają krótkowzroczną awersję do ryzyka. Inwestorom szczególnie indywidualnym w podejmowaniu decyzji towarzyszą emocje, strach w okresach recesji i euforia w fazie ekspansji gospodarczej. Oczekiwania inwestorów powodują, że indeksy giełdowe rosną szybciej niż potencjał wzrostu gospodarczego. Podkreśliłem również znaczącą rolę asymetrii informacji w decyzjach inwestorów oraz kwestionowanie założeń hipotezy efektywności informacyjnej rynku w formie półsilnej i silnej, jako czynnik zakłócający.

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 programy wspomagania ilościowego. 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 internecie, 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. Poglądy, które zaprezentowałem w rozdziale II wspierają hipotezę 1 o istnieniu związku pomiędzy koniunkturą gospodarczą a koniunkturą giełdową. Akcent położyłem również na czynniki pozaekonomiczne, zakłócające, z których należy zdawać sobie sprawę.

W rozdziale 1 w oparciu o badania literaturowe, wymieniłem przyczyny występowania cykliczności w gospodarce i zgrupowałem je w obrębie czynników o charakterze egzogenicznym i endogenicznym. Na gruncie przeglądu teorii ekonomicznych pokazałem, że ekonomia klasyczna i późniejsze jej nurty realnego cyklu koniunkturalnego odwołują się do zasad wolnego rynku i zjawiska cykliczne tłumaczą czynnikami pochodzenia egzogenicznego. Odmiennie w nurcie keynesowskim dominuje podejście o endogenicznym charakterze czynników sprawczych, znajdujących się wewnątrz niestabilnego systemu gospodarczego. Przyczyny fluktuacji szuka się tutaj w błędach w polityce pieniężnej, nadmiernej ekspansji kredytowej, nadmiernej emisji pieniądza, nadmiernych oszczędnościach oraz przeinwestowaniu. Współcześnie dominuje nurt realnego cyklu koniunkturalnego, nurt związany z teoriami przeinwestowania oraz teorie pieniężne, jako konsekwencja coraz większego wpływu rynku finansowego na sferę realną. Cykl koniunkturalny jest sekwencją następujących po sobie zdarzeń w sferze realnej i finansowej, które współcześnie potrafimy zmierzyć dysponując dużą paletą mierników. Znajomość przyczyn sprawczych cykliczności oraz sekwencji zdarzeń w cyklu koniunkturalnym ułatwia identyfikację fazy cyklu gospodarczego i przez to również cyklu giełdowego.

W rozdziale III omówiłem zagadnienia alokacji aktywów w cyklu koniunkturalnym. Pokazałem, że klasy aktywów zmieniają swoje trendy w odpowiedniej kolejności począwszy od rynku pieniężnego, poprzez obligacyjny, akcyjny i surowcowy. Fazy te wzajemnie się przenikają w obrębie cyklu koniunkturalnego. Kluczowe znaczenie w identyfikacji punktów zwrotnych klas aktywów ma diagnozowanie tempa zmian w gospodarce oraz poziomu stóp procentowych. Ponieważ przedmiotem zainteresowania w pracy jest rynek akcji, stwierdziłem, że właściwą fazą w cyklu koniunkturalnym, w której dokonuje się inwestycji w akcje jest faza wzrostu gospodarczego, której towarzyszy spadek stóp procentowych. Rozszerzyłem koncepcję klas aktywów o koncepcję alokacji sektorowej. Dokonałem na tej podstawie podziału na sektory atrakcyjne inwestycyjnie z punktu widzenia nastawienia do polityki monetarnej (ekspansywna, restrykcyjna) i pokazałem przez to, że w momencie ekspansywnej polityki pieniężnej inwestorzy powinni kierować swoją uwagę w kierunku sektorów cyklicznych, podczas gdy w warunkach podwyżki stóp procentowych inwestycje powinny być kierowane w kierunku inwestycji antycyklicznych. W oparciu o obie koncepcje, alokacji klas aktywów i sektorowej pokreśliłem kluczowe znaczenie stopy procentowej w inwestycjach i wynikające stąd implikacje praktyczne dla uczestników rynku kapitałowego.

Teoretyczne podstawy analizy i dekompozycji serii statystycznych, z których korzystałem w pracy przedstawiłem w rozdziale IV. Omówiłem definicje pojęć związanych

opisem cyklu koniunkturalnego, opisałem metody analizy koniunktury oraz dokonałem przeglądu metod dekompozycji serii statystycznych. W oparciu o zaprezentowaną teorię stwierdziłem, że zewnętrzny obraz cyklu koniunkturalnego, w wyniku licznych przekształceń znacznie może się różnić w zależności od zastosowanych metod wykorzystywanych do analizy i dekompozycji. Najważniejszy wpływ na końcowy rezultat ma przyjęta metoda wyodrębniania wahań koniunkturalnych oraz metoda wyznaczenia trendu. Mimo, że istnieją zgodne kryteria wyznaczania punktów zwrotnych na ich wyznaczenie również wpływa przyjęta metoda badawcza.

W pracy w badaniu związków pomiędzy koniunkturą gospodarczą i giełdową przyjąłem perspektywę makroekonomiczną. Nie rozwijałem szeroko wszystkich czynników wpływających na koniunkturę giełdową, takich jak: efekt globalizacji, efekt zarażania, analiza przepływów kapitałowych, aktywności inwestorów instytucjonalnych (OFE, TFI, inwestorów zagranicznych), analiza branżowa i analiza poszczególnych spółek. Zdając sobie sprawę z tego ograniczenia starałem się ważne czynniki sygnalizować w pracy, zwłaszcza czynniki zewnętrzne. Przyjęcie perspektywy makroekonomicznej nie powinno jednak wpłynąć na wartość poznawczą uzyskanych wyników badań. Ograniczenie to może być też wyznacznikiem dalszych kierunków badań nad tematem związków między giełdą i gospodarką.

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.

6. Spis treści

Wstęp	
Rozdział I. Cykl koniunkturalny w sferze realnej i finansowej	
Wprowadzenie.....	
1.1. Pojęcie i klasyfikacja cykli koniunkturalnych.....	
1.2. Przegląd teorii cyklu koniunkturalnego.....	
1.3. Sfera finansowa a cykl koniunkturalny w sferze realnej.....	
Podsumowanie.....	
Rozdział II. Mechanizmy oddziaływania giełdy na gospodarkę i gospodarki na giełdę	
Wprowadzenie.....	
2.1. Efektywność rynku.....	
2.2. Racjonalność oczekiwań.....	
2.3. Efekt majątkowy i względnych zmian cen kapitału.....	
Podsumowanie.....	
Rozdział III. Alokacja aktywów w cyklu koniunkturalnym	
Wprowadzenie.....	
3.1. Pojęcie alokacji aktywów.....	
3.2. Alokacja klas aktywów według Muphy’ego i Pringa	
3.3. Rotacja sektorowa a cykl koniunkturalny.....	
Podsumowanie.....	
Rozdział IV. Analiza i dekompozycja cykli koniunkturalnych	
Wprowadzenie.....	
4.1. Istota analizy cykli koniunkturalnych.....	
4.2. Przegląd metod analizy koniunktury gospodarczej.....	
4.3. Przegląd metod dekompozycji serii statystycznych.....	
Podsumowanie.....	

Rozdział V.	Synchronizacja cyklu gospodarczego i giełdowego w Polsce latach 1998-2011.....
	Wprowadzenie.....
	5.1 Analiza wyboru syntetycznych mierników koniunktury gospodarczej i koniunktury giełdowej.....
	5.2. Dekompozycja mierników koniunktury gospodarczej i koniunktury giełdowej.....
	5.2.1. Wyodrębnienie wahań koniunkturalnych produkcji przemysłowej.....
	5.2.2. Wyodrębnienie wahań koniunkturalnych PKB.....
	5.2.3. Wyodrębnienie wahań koniunkturalnych WIG kwartalny.....
	5.2.4. Wyodrębnienie wahań koniunkturalnych WIG miesięczny.....
	5.3. Badanie synchronizacji cyklu gospodarczego i cyklu giełdowego.....
	5.3.1. Badanie synchronizacji wahań koniunkturalnych PKB i WIG kwartalny.....
	5.3.2. Badanie synchronizacji wahań koniunkturalnych produkcji przemysłowej i WIG miesięczny.....
	5.4. Uwarunkowania polityczno- gospodarcze cyklu giełdowego i gospodarczego w Polsce w latach 1998-2011.....
	5.4.1. Okres niskiej aktywności gospodarczej w latach 1998-2002.....
	5.4.2. Okres ożywienia przedakcesyjnego w latach 2002-2005.....
	5.4.3. Okres ekspansji gospodarczej i kryzysu subprime w latach 2005-2009.....
	5.4.4. Okres odreagowania po kryzysie subprime w latach 2009-2011.....
	Podsumowanie
Rozdział VI.	Badanie przydatności mierników gospodarczych do diagnozowania koniunktury giełdowej w Polsce w latach 1998-2011.....
	Wprowadzenie.....
	6.1. Inwestycje.....
	6.2. Budownictwo i mieszkalnictwo.....
	6.3. Podaż pieniądza i czynniki kreacji pieniądza.....

6.4.	Bilans NBP i jego składowe.....
6.5.	Konsumpcja.....
6.6.	Sprzedaż detaliczna.....
6.7.	Produkcja przemysłowa.....
6.8.	Inflacja i stopy procentowe.....
6.9.	Rynek walutowy.....
6.10.	Rynek pracy.....
6.11.	Saldo obrotów towarowych NBP.....
6.12.	Barometry koniunktury.....
	Podsumowanie.....

Zakończenie.....

Bibliografia.....

Spis tabel.....

Spis rysunków.....