

Eryk Łon

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Ekonomii, Katedra Finansów
Publicznych
erlon@interia.pl

POLITYKA BUDŻETOWA A RYNEK AKCJI W OKRESIE KRYZYSU FINANSOWEGO

Streszczenie: W artykule badano powiązania między rodzajem polityki budżetowej a sytuacją na dojrzałych i wschodzących rynkach akcji. Ekspansywnej polityce budżetowej w danym roku z reguły towarzyszyła korzystna koniunktura giełdowa na rynkach akcji w roku następnym. Z kolei restrykcyjna polityka budżetowa prowadziła do pogorszenia sytuacji na rynkach akcji. W okresie kryzysu finansowego zaostrenie polityki budżetowej wpływało na pogorszenie koniunktury giełdowej. W 2009 roku na poprawę koniunktury giełdowej wpłynęło złagodzenie amerykańskiej polityki budżetowej.

Słowa kluczowe: rynek akcji, polityka budżetowa, rynki dojrzałe, rynki wschodzące.

Klasyfikacja JEL: G15, G18.

FISCAL POLICY AND STOCK MARKETS DURING THE FINANCIAL CRISIS

Abstract: This article investigates links between the nature of fiscal policy and the situation on stock markets. The study was conducted on the markets of developed and emerging economies. An expansionary fiscal policy in a given year usually leads to a bull market in the following year, whereas a restrictive fiscal policy leads to a bear market. During the financial crisis, implementing a restrictive fiscal policy resulted in a stock market downturn. In 2009 introducing an expansionary fiscal policy in the U.S improved the situation on developed and emerging markets.

Keywords: stock market, fiscal policy, developed markets, emerging markets.

Wstęp

Celem artykułu jest zbadanie powiązań między amerykańską i krajową polityką budżetową a sytuacją na rynkach akcji na przykładzie grupy krajów dojrzałych i wschodzących. Rodzaj polityki budżetowej jest w artykule określany za pomocą relacji salda budżetowego do produktu krajowego brutto. Sytuację na rynkach akcji zaś odzwierciedla stopa zwrotu z indeksu giełdowego (procentowa zmiana indeksu giełdowego danego kraju w ciągu roku).

Podział rynków akcji na rynki dojrzałe i wschodzące wywodzi się z metodologii zaproponowanej przez bank inwestycyjny Morgan Stanley. Generalnie zakłada się w tej metodologii, że do krajów dojrzałych zaliczane są kraje, których PKB *per capita* jest bardzo wysoki i jednocześnie wysoka jest relacja kapitalizacji krajowego rynku akcji do PKB. Do krajów wschodzących zaliczane są te kraje, których PKB *per capita* jest stosunkowo niski i jednocześnie stosunkowo niska jest relacja kapitalizacji krajowego rynku akcji do PKB.

Badania empiryczne obejmują lata 1996–2013. Były to zatem lata poprzedzające kryzys finansowy z lat 2007–2008, lata kryzysu oraz lata następujące po kryzysie. W literaturze zachodniej, a zwłaszcza amerykańskiej, jako lata kryzysu finansowego w odniesieniu do rynku akcji przyjmuje się lata 2007–2008. W sierpniu 2007 roku rozpoczął się bowiem trend spadkowy na rynkach akcji, który trwał do końca 2008 roku. Na początku zaś 2009 roku nastąpiła zmiana trendu spadkowego na trend wzrostowy na tych rynkach. Dlatego początek 2009 roku traktuje się jako okres wychodzenia z kryzysu finansowego na rynkach akcji.

1. Powiązania między polityką budżetową, stopą zwrotu z indeksu giełdowego a realnym tempem wzrostu PKB w teorii

W literaturze panuje pogląd, że polityka budżetowa powiązana jest z sytuacją na rynku akcji poprzez oczekiwania dotyczące przyszłego realnego tempa wzrostu PKB [Lon 2011, s. 36–40]. Państwo, prowadząc politykę budżetową, stara się tak kształtować wysokość i strukturę dochodów i wydatków budżetowych, aby wpływać na realne procesy gospodarcze. Z wielu badań wynika, że rodzaj polityki budżetowej w roku $T-1$ jest powiązany z realnym tempem wzrostu PKB w roku $T+1$ [Mauro 2000]. W badaniach tych zakłada się, że ekspansywna polityka budżetowa stwarza korzystne warunki do

przyspieszania realnego tempa wzrostu PKB w przyszłości, zaś restrykcyjna polityka budżetowa prowadzi do obniżania realnego tempa wzrostu PKB [Stiglitz 2004, s. 6–8].

W badaniach przyjmuje się, że polityka budżetowa może być mniej lub bardziej ekspansywna bądź mniej lub bardziej restrykcyjna. Jej ekspansywność w danym okresie uwidacznia się w występowaniu deficytu budżetowego. Jest ona natomiast restrykcyjna wówczas gdy występuje nadwyżka lub równowaga budżetowa. Istnieje jeszcze inna możliwość określania ekspansywnej polityki budżetowej [Łon 2011, s. 94]. Przez taką politykę można rozumieć politykę budżetową, której cechą charakterystyczną jest deficyt budżetowy wyższy od 3% PKB. W tym miejscu warto nawiązać do tzw. kryterium konwergencji budżetowej. Stanowi ono jeden z warunków przystąpienia danego kraju do strefy euro. Zgodnie z tym kryterium deficyt budżetowy nie może być wyższy niż 3% PKB. Z tego punktu widzenia można przyjąć, że występowanie nadwyżki lub równowagi budżetowej oraz deficytu budżetowego nieprzekraczającego 3% PKB oznacza, że w danym okresie była prowadzona restrykcyjna polityka budżetowa. Z kolei gdy w danym okresie deficyt budżetowy przekroczy 3% PKB jest to dowodem, że prowadzona była wówczas ekspansywna polityka budżetowa.

Rodzaj polityki budżetowej może być powiązany z sytuacją na rynku akcji poprzez możliwość jej oddziaływania na przyszłe realne tempo wzrostu PKB (Haugen 1999, s. 11–29). Celem bowiem ekspansywnej polityki budżetowej jest doprowadzenie do poprawy przyszłego realnego tempa wzrostu PKB, zaś rezultatem restrykcyjnej polityki budżetowej jest obniżenie przyszłego tempa wzrostu PKB. Z kolei rynek akcji, jako mechanizm koncentrowania podaży akcji spółek z popytem na nie, może być traktowany jak barometr przyszłego poziomu aktywności gospodarczej [Nawrot 2008, s. 46–47]. Prawdopodobnie ta wynika z tego, że kursy akcji związane są z sumą zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych [Jurek 2004, s. 14–19]. Poziom owych przepływów uzależniony jest zaś od właśnie aktywności gospodarczej [Tarczyński 2002, s. 10–15]. Sytuacja na rynku akcji w roku T jest zatem powiązana z realnym tempem wzrostu PKB w roku $T+1$. Z badań wynika, że hossa na rynku akcji w roku T sprzyja wystąpieniu wysokiego realnego tempa wzrostu PKB w roku $T+1$, zaś bessy na rynku akcji w roku T sprzyja wystąpieniu niskiego realnego tempa wzrostu PKB w roku $T+1$ [Łon 2006, s. 40–50]. Na podstawie powyższych wywodów można założyć, iż ekspansywna polityka budżetowa w roku $T-1$ sprzyja wystąpieniu hossy na rynku akcji w roku T , zaś restrykcyjna polityka budżetowa w roku $T-1$ sprzyja wystąpieniu bessy na tych rynkach w roku T .

2. Powiązania między polityką budżetową, stopą zwrotu z indeksu giełdowego a realnym tempem wzrostu PKB w grupie krajów dojrzałych i wschodzących

W artykule bada się wzajemne powiązania między rodzajem polityki budżetowej w roku $T-1$, stopą zwrotu z indeksu giełdowego w roku T a realnym tempem zmian PKB w roku $T+1$ na przykładzie wybranych krajów dojrzałych i wschodzących (tabela 1).

Tabela 1. Korelacja między relacją salda budżetowego do PKB w roku $T-1$ a realnym tempem wzrostu PKB w roku $T+1$, korelacja między stopą zwrotu z indeksu giełdowego w roku T a realnym tempem wzrostu PKB w roku $T+1$ oraz korelacja między relacją salda budżetowego do PKB w roku $T-1$ a stopą zwrotu z indeksu giełdowego w roku T na przykładzie USA i grupy krajów dojrzałych i wschodzących w latach 2000–2010

Korelacja między relacją salda budżetowego do PKB w USA w roku $T-1$ a realnym tempem wzrostu PKB w roku $T+1$		Korelacja między stopą zwrotu z indeksu giełdowego USA w roku T a realnym tempem wzrostu PKB w roku $T+1$		Korelacja między relacją salda budżetowego do PKB w USA w roku $T-1$ a stopą zwrotu z indeksu giełdowego w roku T	
krajów dojrzałych	krajów wschodzących	krajów dojrzałych	krajów wschodzących	krajów dojrzałych	krajów wschodzących
-0,26	-0,74	0,65	0,77	-0,46	-0,32

Źródło: Na podstawie danych MFW i OECD.

Z tabeli 1 wynika, że relacja salda budżetowego do PKB w USA w roku $T-1$ jest powiązana ujemnie z realnym tempem wzrostu PKB w roku $T+1$ zarówno w grupie krajów dojrzałych, jak i wschodzących. Oznacza to, że ekspansywna polityka budżetowa w USA w danym roku stwarza dogodne warunki do podwyższania realnego tempa wzrostu PKB w krajach dojrzałych i wschodzących dwa lata później, zaś restrykcyjna polityka prowadzi do obniżania realnego tempa wzrostu PKB w przyszłości. Ponadto stopa zwrotu z indeksu giełdowego USA w roku T jest dodatnio powiązana z realnym tempem wzrostu PKB w krajach dojrzałych i wschodzących w roku $T+1$. Oznacza to, że hossa (bessa) na rynku akcji w USA w danym roku sprzyja podwyższaniu (obniżaniu) realnego tempa wzrostu PKB w krajach dojrzałych i wschodzących w roku następnym.

Z kolei relacja salda budżetowego do PKB w USA w roku $T-1$ jest powiązana ujemnie z sytuacją na rynkach akcji w roku T . Oznacza to, że ekspansywna (restrykcyjna) polityka budżetowa w USA w danym roku stwarza dogodne

warunki do wystąpienia hossy (bessy) na rynkach dojrzałych i wschodzących w roku następnym.

Badając powiązania między rodzajem polityki budżetowej a sytuacją na rynkach akcji w grupie krajów dojrzałych i wschodzących, warto prześledzić średnie stopy zwrotu z indeksów giełdowych owych krajów w badanych latach.

Tabela 2. Średnie roczne stopy zwrotu z indeksu giełdowego dla wybranych krajów dojrzałych i wschodzących w latach 1996–2013 (w %)

Kraje dojrzałe				Kraje wschodzące	
Australia	9,14	Kanada	11,30	Brazylia	19,88
Austria	7,26	Niemcy	9,25	Chiny	6,53
Belgia	8,45	Norwegia	12,89	Czechy	15,22
Dania	14,11	Nowa Zelandia	5,32	Indie	19,16
Finlandia	15,89	Portugalia	7,08	Indonezja	19,19
Francja	7,79	Szwajcaria	8,07	Korea Pd.	16,52
Grecja	8,32	Szwecja	13,58	Polska	10,79
Hiszpania	9,92	USA	8,01	Rosja	37,85
Holandia	5,93	Wlk. Brytania	6,71	Turcja	30,97
Japonia	3,51	Włochy	5,95	Węgry	20,37
Przeciętna stopa zwrotu			8,92	Przeciętna stopa zwrotu	19,65

Źródło: Jak w tabeli 1.

Z tabeli 2 wynika, że przeciętna stopa zwrotu z indeksów rynków wschodzących (19,65%) jest zdecydowanie wyższa aniżeli stopa zwrotu z indeksu rynków dojrzałych (8,92%). W grupie krajów wschodzących najwyższymi stopami zwrotu z indeksu giełdowego w badanych latach charakteryzowały się następujące kraje: Rosja (37,85%) oraz Turcja (30,97%). Z kolei w grupie krajów dojrzałych najwyższymi stopami zwrotu z indeksu giełdowego charakteryzowały się: Finlandia (15,89%) oraz Dania (14,11%). Okazało się, że inwestowanie na rynkach akcji krajów wschodzących było bardziej korzystne dla inwestorów giełdowych aniżeli inwestowanie na rynkach dojrzałych. Niemniej trzeba pamiętać, że generalnie inwestowanie na rynkach wschodzących jest bardziej ryzykowne aniżeli na rynkach dojrzałych.

Mówiąc o inwestowaniu na rynkach akcji, warto też wskazać na zjawisko tzw. amerykanizacji rynków finansowych. Zjawisko to sprowadza się do

istotnego i trwałego wpływu koniunktury giełdowej w USA na sytuację na rynkach akcji w innych krajach. Zjawisko to można zobrazować, odwołując się do wyników badań przedstawionych w tabeli 3.

Z przeprowadzonych badań wynika, że występuje stosunkowo silna dodatnia korelacja między sytuacją na rynku akcji w USA a sytuacją na rynkach akcji krajów dojrzałych (0,73). Oznacza to, że wystąpieniu hossy (bessy) na rynku akcji w USA na ogół towarzyszy hossa (bessa) na pozostałych rynkach akcji. Powiązanie sytuacji na rynku akcji w USA z sytuacją na rynkach akcji krajów wschodzących jest nieco słabsze, lecz również w tym przypadku występuje korelacja dodatnia (0,38).

Tabela 3. Korelacja między stopą zwrotu z indeksu giełdowego USA a stopami zwrotu z indeksów giełdowych krajów dojrzałych i wschodzących w latach 1996–2013

Kraje dojrzałe				Kraje wschodzące	
Australia	0,59	Kanada	0,67	Brazylia	0,47
Austria	0,51	Niemcy	0,86	Chiny	0,44
Belgia	0,77	Norwegia	0,59	Czechy	0,03
Dania	0,81	Nowa Zelandia	0,59	Indie	0,49
Finlandia	0,64	Portugalia	0,79	Indonezja	0,27
Francja	0,87	Szwajcaria	0,80	Korea Pd.	0,33
Grecja	0,77	Szwecja	0,81	Polska	0,42
Hiszpania	0,77	Wlk. Brytania	0,91	Rosja	0,38
Holandia	0,88	Włochy	0,81	Turcja	0,51
Japonia	0,56			Węgry	0,49
Przeciętna korelacja			0,73	Przeciętna korelacja	0,38

Źródło: Jak w tabeli 1.

3. Powiązania między polityką budżetową USA a stopą zwrotu z indeksu giełdowego krajów dojrzałych i wschodzących

Przejawem zjawiska amerykanizacji rynków akcji, o którym wspomniano w poprzednim punkcie artykułu jest także wpływ polityki budżetowej USA na sytuację na rynkach akcji krajów dojrzałych i wschodzących. Badając

powiązania między rodzajem polityki budżetowej USA a stopą zwrotu z indeksów giełdowych w poszczególnych krajach, odwołamy się do wskaźnika konwergencji budżetowej. Jak już wspomniano wyżej, z ekspansywną polityką budżetową mamy do czynienia, gdy deficyt budżetowy jest wyższy niż 3% PKB, zaś z restrykcyjną polityką budżetową, gdy występuje nadwyżka lub równowaga budżetowa, a także gdy deficyt budżetowy nie przekracza 3% PKB.

W pierwszej kolejności badanie przeprowadzono na grupie rynków dojrzałych (tabela 4), a następnie na grupie krajów wschodzących (tabela 5).

Tabela 4. Średnia stopa zwrotu z indeksu rynków dojrzałych w roku T po ekspansywnej i restrykcyjnej polityce budżetowej USA w roku $T-1$ w latach 1996–2013 (w %)

Kraj	Stopa zwrotu z indeksu giełdowego w roku T		
	po ekspansywnej polityce budżetowej USA w roku $T-1$	po restrykcyjnej polityce budżetowej USA w roku $T-1$	różnica stóp zwrotu (w pkt proc.)
Australia	12,62	0,53	12,09
Austria	12,92	-3,57	16,49
Belgia	12,28	0,05	12,23
Dania	20,42	-2,32	22,74
Finlandia	7,10	36,95	-29,95
Francja	8,93	3,51	5,42
Grecja	10,77	4,10	6,67
Hiszpania	11,79	0,98	10,81
Holandia	9,48	-5,01	14,49
Japonia	8,20	-0,91	9,11
Kanada	14,30	2,52	11,78
Niemcy	15,90	-5,42	21,32
Norwegia	19,79	-5,38	25,17
Nowa Zelandia	8,60	-5,23	13,83
Portugalia	10,30	-7,21	17,51
Szwajcaria	13,53	-2,64	16,17
Szwecja	17,64	1,76	15,88
USA	13,53	-2,64	16,17
Wlk. Brytania	10,59	-4,56	15,15
Włochy	6,54	1,78	4,76

Źródło: Jak w tabeli 1.

W wyniku przeprowadzonych badań okazało się, że ze zdecydowanie wyższą stopą zwrotu z indeksów giełdowych mamy do czynienia po roku ekspansywnej polityki budżetowej USA aniżeli po roku restrykcyjnej polityki budżetowej. Ta sytuacja wystąpiła w aż 17 przypadkach na 18 przypadków. Najwyższe różnice stóp zwrotu z indeksu giełdowego zanotowano w przypadku następujących krajów: Norwegia (25,17 pkt proc.), Dania (22,74 pkt proc.) oraz Niemcy (21,32 pkt proc.).

Tabela 5. Stopa zwrotu z indeksu rynków wschodzących w roku T po ekspansywnej i restrykcyjnej polityce budżetowej USA w roku $T-1$ w latach 1996–2013 (w %)

Kraj	Stopa zwrotu z indeksu giełdowego w roku T		
	po ekspansywnej polityce budżetowej USA w roku $T-1$	po restrykcyjnej polityce budżetowej USA w roku $T-1$	różnica stóp zwrotu (w pkt proc.)
Brazylia	32,42	-10,45	42,87
Chiny	17,33	-21,65	38,98
Czechy	18,14	8,14	10,00
Indie	28,19	4,74	23,45
Indonezja	25,19	4,76	20,43
Korea Pd.	10,33	46,15	-35,82
Polska	13,15	-2,26	15,41
Rosja	32,40	39,93	-7,53
Turcja	39,27	14,88	24,39
Węgry	24,16	-1,42	25,38

Źródło: Jak w tabeli 1.

Podobne wnioski nasuwają się z badania przeprowadzonego na grupie krajów wschodzących. Również i tutaj ze zdecydowanie wyższymi stopami zwrotu z indeksu giełdowego mamy do czynienia po roku ekspansywnej polityki budżetowej aniżeli po roku restrykcyjnej polityki budżetowej. Taka sytuacja wystąpiła w 8 przypadkach na 10 przypadków. Najwyższe różnice stóp zwrotu z indeksu giełdowego zanotowano w przypadku następujących krajów: Brazylia (42,87 pkt proc.) oraz Chiny (38,98 pkt proc.).

Z przeprowadzonego badania wynika, że amerykańska polityka budżetowa ma istotny wpływ zarówno na dojrzałe, jak i na wschodzące rynki akcji. Jednak jej oddziaływanie na rynki dojrzałe jest silniejsze aniżeli na rynki wschodzące. Wynika to z silniejszego powiązania pomiędzy cyklem koniunkturalnym USA a cyklami koniunkturalnymi krajów dojrzałych. Powiązania gospodarek rynków wschodzących z gospodarką USA są o wiele słabsze [Łon 2011, s. 140–154].

4. Zależności między krajową polityką budżetową a stopą zwrotu z indeksu giełdowego w krajach dojrzałych i wschodzących

Analogicznie do badań z poprzedniego punktu artykułu można przeprowadzić badania oddziaływania polityki budżetowej w poszczególnych krajach w roku $T-1$ na stopę zwrotu z indeksu giełdowego w roku T w grupie krajów dojrzałych (tabela 6) i wschodzących (tabela 7).

Z badań przeprowadzonych dla grupy krajów dojrzałych okazało się, że w większości przypadków mamy do czynienia z wyższymi stopami zwrotu z indeksów giełdowych po latach ekspansywnej polityki budżetowej krajowej aniżeli po latach restrykcyjnej polityki budżetowej krajowej. Taka sytuacja wystąpiła w 16 przypadkach na 20 przypadków.

Tabela 6. Stopa zwrotu z indeksu rynków dojrzałych w roku T po ekspansywnej i restrykcyjnej polityce budżetowej krajowej w roku $T-1$ w latach 1996–2013 (w %)

Kraj	Stopa zwrotu z indeksu giełdowego w roku T		
	po ekspansywnej polityce budżetowej krajowej w roku $T-1$	po restrykcyjnej polityce budżetowej krajowej w roku $T-1$	różnica stóp zwrotu (w pkt proc.)
Australia	2,80	11,00	-8,20
Austria	-1,76	11,09	-12,85
Belgia	11,34	7,58	3,76
Dania	23,44	13,27	10,17
Finlandia	15,97	15,87	0,10
Francja	14,96	-3,53	18,49
Grecja	15,71	-13,61	29,32
Hiszpania	11,14	6,36	4,78
Holandia	4,70	5,43	-0,73
Japonia	8,95	-10,50	19,45
Kanada	2,77	13,34	-10,57
Niemcy	11,94	7,56	4,38
Norwegia	15,68	10,59	5,09
Nowa Zelandia	13,21	2,67	10,54
Portugalia	7,25	2,77	4,48
Szwajcaria	20,68	0,44	20,24
Szwecja	29,79	7,79	22,00
USA	10,85	-0,22	11,07
Wlk. Brytania	16,19	-5,18	21,37
Włochy	8,14	0,85	7,29

Źródło: Jak w tabeli 1.

Najwyższe różnice stóp zwrotu z indeksów giełdowych zanotowano w przypadku następujących krajów: Grecja (29,32 pkt proc.), Wielka Brytania (21,37 pkt proc.) oraz Szwajcaria (20,24 pkt proc.).

Przeprowadzono też badania dla grupy krajów wschodzących (tabela 7). Wyniki badań są w tym przypadku zróżnicowane. Z jednej strony można wyróżnić kraje, które zachowują się w sposób typowy dla krajów dojrzałych. W ich przypadku stopy zwrotu z indeksu giełdowego są wyższe po latach ekspansywnej polityki budżetowej krajowej niż po latach restrykcyjnej polityki budżetowej. Do krajów tych należą m. in.: Rosja (16,31 pkt proc.), Polska (16,15 pkt proc.) oraz Czechy (7,64 pkt proc.). Z drugiej zaś strony można wyróżnić też kraje, które zachowują się w sposób odmienny od rynków dojrzałych. W ich przypadku stopy zwrotu z indeksu giełdowego są wyższe po latach restrykcyjnej polityki budżetowej krajowej aniżeli po latach ekspansywnej polityki budżetowej. Do krajów tych należą m. in.: Chiny (-24,56 punktów procentowych), Indonezja (-17,63 pkt proc.) oraz Indie (-11,47 pkt proc.).

Tabela 7. Stopa zwrotu z indeksu rynków wschodzących w roku T po ekspansywnej i restrykcyjnej polityce budżetowej krajowej w roku $T-1$ w latach 1996–2013 (w %)

Kraj	Stopa zwrotu z indeksu giełdowego w roku T		
	po ekspansywnej polityce budżetowej krajowej w roku $T-1$	po restrykcyjnej polityce budżetowej krajowej w roku $T-1$	różnica stóp zwrotu (w pkt proc.)
Chiny	-5,69	18,87	-24,56
Indie	15,90	27,37	-11,47
Indonezja	6,74	24,37	-17,63
Korea Pd.	22,38	20,04	2,34
Brazylia	20,37	18,79	1,58
Czechy	19,70	12,06	7,64
Węgry	13,21	20,48	-7,27
Polska	14,32	-1,83	16,15
Rosja	44,21	27,90	16,31
Turcja	31,75	32,92	-1,17

Źródło: Jak w tabeli 1.

Podsumowując ten wątek rozważań, można zauważyć, że powiązania między rodzajem polityki budżetowej krajowej a sytuacją na rynkach akcji mają bardziej zróżnicowany charakter aniżeli w przypadku powiązań między rodzajem polityki budżetowej USA a sytuacją na tych rynkach. Ekspansywna polityka budżetowa USA pozytywnie wpływa bowiem na sytuację zarówno na rynkach akcji w grupie krajów dojrzałych, jak i wschodzących. Zaś

oddziaływanie krajowej polityki budżetowej na sytuację na rynkach akcji jest zróżnicowane. O ile w przypadku rynków dojrzałych ekspansywna polityka budżetowa krajowa wpływa pozytywnie na sytuację na rynkach akcji, o tyle w przypadku rynków wschodzących zarówno ekspansywna, jak i restrykcyjna polityka budżetowa krajowa może mieć pozytywny wpływ na sytuację na rynkach akcji tej grupy krajów.

5. Powiązania między krajową polityką budżetową a stopą zwrotu z indeksu giełdowego w krajach dojrzałych i wschodzących w okresie kryzysu finansowego

Badając powiązania między rodzajem polityki budżetowej krajowej a sytuacją na rynkach akcji w krajach dojrzałych i wschodzących w okresie ostatniego kryzysu finansowego warto dokonać pewnej periodyzacji. Można wyróżnić okres poprzedzający kryzys finansowy (lata 2003–2006), okres kryzysu finansowego (lata 2007–2008) oraz okres pokryzysowy (lata 2009–2013). Warto zbadać powiązania rodzaju krajowej polityki budżetowej w okresie kryzysu finansowego z sytuacją na rynkach akcji.

W pierwszej kolejności zbadano wpływ polityki budżetowej krajowej na sytuację na rynkach akcji krajów dojrzałych (tabela 8). Z przeprowadzonych badań okazało się, że restrykcyjna krajowa polityka budżetowa (nadwyżka budżetowa powyżej 3% PKB) w latach 2003–2007 sprzyjała pogorszeniu koniunktury giełdowej w 2008 roku. Mieliśmy wówczas do czynienia z silnymi spadkami na rynkach akcji krajów dojrzałych. Średni poziom osłabienia koniunktury giełdowej wyniósł wówczas prawie 82 pkt proc. (tabela 8). Z kolei prowadzenie ekspansywnej polityki budżetowej krajowej w latach 2003–2007 powodowało zmniejszenie osłabienia koniunktury giełdowej w 2008 roku. Średni poziom osłabienia tej koniunktury wyniósł wówczas prawie 58 pkt proc.

Podobne badania przeprowadzono dla grupy krajów wschodzących (tabela 9). Wyniki badań są podobne jak w przypadku rynków dojrzałych. Restrykcyjna polityka budżetowa krajowa w latach 2003–2007 sprzyjała silnemu osłabieniu koniunktury giełdowej na rynkach akcji krajów wschodzących w 2008 roku. Prowadzenie zaś ekspansywnej polityki budżetowej krajowej w latach 2003–2007 w niewielkim stopniu wpłynęło na zmniejszenie pogorszenia koniunktury giełdowej na rynkach wschodzących.

W dalszej kolejności przeprowadzono badania zależności między stopniem złagodzenia polityki budżetowej krajowej a skalą poprawy koniunktury giełdowej na rynkach akcji. W pierwszej kolejności zbadano grupę krajów dojrzałych (tabela 10).

Tabela 8. Wpływ polityki budżetowej krajowej na skalę osłabienia koniunktury giełdowej w grupie krajów dojrzałych

Kraj	Średnie saldo budżetowe w latach 2003–2007 (w % PKB)	Różnica stóp zwrotu z indeksu giełdowego w roku 2008 w stosunku do roku 2007 (skala spowolnienia koniunktury giełdowej) (w pkt proc.)	Średni poziom osłabienia koniunktury giełdowej w roku 2008 dla krajów prowadzących restrykcyjną oraz ekspansywną politykę budżetową w latach 2003–2007 (w pkt proc.)
Norwegia	13,82	–93,64	} –81,88
Nowa Zelandia	4,44	–60,20	
Finlandia	3,37	–101,34	
Dania	3,33	–72,37	
Australia	1,96	–77,31	} –57,84
Szwecja	1,38	–50,07	
Kanada	1,19	–74,15	
Hiszpania	1,04	–63,63	
Belgia	–0,56	–62,20	
Szwajcaria	–0,72	–35,44	
Holandia	–0,90	–67,71	
Austria	–2,14	–69,71	
Niemcy	–2,53	–79,76	
Francja	–3,16	–55,81	
Wlk. Brytania	–3,25	–55,28	
Włochy	–3,34	–54,76	
Japonia	–4,36	–25,10	
Portugalia	–4,42	–74,68	
USA	–4,91	–43,00	
Grecja	–6,31	–96,30	

Źródło: Jak w tabeli 1.

Tabela 9. Wpływ polityki budżetowej krajowej na skalę osłabienia koniunktury giełdowej w grupie krajów wschodzących

Kraj	Średnie saldo budżetowe w latach 2003–2007 (w % PKB)	Różnica stóp zwrotu z indeksu giełdowego w roku 2008 w stosunku do roku 2007 (skala spowolnienia koniunktury giełdowej) (w pkt proc.)	Średni poziom osłabienia koniunktury giełdowej w 2008 roku dla krajów prowadzących restrykcyjną oraz ekspansywną politykę budżetową w latach 2003–2007 (w pkt proc.)
Rosja	5,52	–66,47	–87,79
Korea Pd	3,02	–80,24	
Chiny	0,12	–115,95	
Indonezja	–1,08	–88,53	
Czechy	–3,17	–61,08	
Brazylia	–3,62	–107,59	
Turcja	–3,80	–110,77	–83,1
Polska	–4,32	–53,38	
Indie	–6,48	–118,36	
Węgry	–7,24	–47,45	

Źródło: Jak w tabeli 1.

Z przeprowadzonych badań wynika, że złagodzenie polityki budżetowej krajowej w 2008 roku w stosunku do roku poprzedniego wpłynęło na poprawę koniunktury giełdowej na rynkach akcji w roku 2009 w porównaniu z rokiem poprzednim. Średni poziom poprawy koniunktury giełdowej wyniósł wówczas 40,31 pkt proc. (tabela 10). Z kolei w warunkach niewielkiego złagodzenia lub zaostrzenia polityki budżetowej krajowej skala poprawy koniunktury giełdowej na rynkach akcji była mniejsza. Średni poziom poprawy koniunktury giełdowej wówczas wyniósł nieco ponad 33 pkt proc.

Analogiczne badania do wcześniej przedstawionych przeprowadzono również dla grupy rynków wschodzących (tabela 11). Wyniki badań są odmienne niż w przypadku krajów dojrzałych. Otóż okazało się, że zaostrzenie w 2008 roku polityki budżetowej krajowej było w 2009 roku korzystniejsze dla rynków wschodzących. Skala poprawy koniunktury giełdowej w tych warunkach była większa (104,05 pkt proc.) aniżeli w warunkach złagodzenia polityki budżetowej krajowej (62,92 pkt proc.). Wynik ten nie do końca jest zaskakujący. Na rynkach wschodzących, które ze swej natury są bardziej ryzykowne aniżeli rynki dojrzałe, restrykcyjna polityka budżetowa

krajowa nie zawsze jest negatywnie przyjmowana przez inwestorów giełdowych. Bardziej restrykcyjna polityka budżetowa krajowa prowadzona w krajach wschodzących może zmniejszać bowiem ryzyko odpływu kapitału od tych rynków.

Tabela 10. Złagodzenie polityki budżetowej krajowej a skala poprawy koniunktury giełdowej w grupie krajów dojrzałych

Kraj	Poziom złagodzenia polityki budżetowej (różnica relacji salda budżetowego do PKB w 2008 roku w stosunku do 2007 roku) (w pkt proc.)	Różnica stóp zwrotu z indeksu giełdowego w roku 2009 w stosunku do roku 2008 (skala poprawy koniunktury giełdowej) (w pkt proc.)	Średni poziom poprawy koniunktury giełdowej w roku następującym po roku złagodzenia polityki budżetowej (w pkt proc.)
Hiszpania	-6,48	36,46	40,31
Nowa Zelandia	-4,06	43,01	
Grecja	-3,16	22,60	
USA	-2,91	24,20	
Australia	-2,40	68,78	
Wlk. Brytania	-2,09	37,34	
Kanada	-1,75	52,70	
Dania	-1,51	35,24	
Szwecja	-1,40	60,17	
Włochy	-1,08	22,62	
Finlandia	-0,99	7,23	33,2
Belgia	-0,96	54,26	
Francja	-0,59	27,64	
Portugalia	-0,48	35,38	
Niemcy	-0,30	21,36	
Austria	-0,01	38,40	
Japonia	0,23	4,44	
Holandia	0,32	37,86	
Szwajcaria	0,93	22,93	
Norwegia	1,48	82,51	

Źródło: Jak w tabeli 1.

Tabela 11. Złagodzenie polityki budżetowej krajowej a skala poprawy koniunktury giełdowej w grupie krajów wschodzących

Kraj	Poziom złagodzenia polityki budżetowej (różnica relacji salda budżetowego do PKB w 2008 roku w stosunku do 2007 roku) (w pkt proc.)	Różnica stóp zwrotu z indeksu giełdowego w roku 2009 w stosunku do roku 2008 (skala poprawy koniunktury giełdowej) (w pkt proc.)	Średni poziom poprawy koniunktury giełdowej w roku następującym po roku złagodzenia polityki budżetowej (w pkt proc.)
Indie	-3,12	100,50	62,92
Polska	-1,80	37,25	
Korea Pd.	-1,69	69,42	
Czechy	-1,47	19,56	
Chiny	-1,06	58,81	
Turcja	-0,20	92,00	
Brazylia	0,75	121,25	104,05
Indonezja	1,17	120,75	
Węgry	1,42	73,88	
Rosja	1,67	100,32	

Źródło: Jak w tabeli 1.

Zakończenie

Z przeprowadzonych w artykule badań wynika, że prowadzona polityka budżetowa wpływa na sytuację na rynkach akcji w roku następnym. Ekspansywna polityka budżetowa w danym roku prowadzi do hossy na rynkach akcji w roku następnym, zaś restrykcyjna do bessy na tych rynkach. Prawdliwość tę można zauważyć zarówno w grupie krajów dojrzałych, jak i wschodzących. Inwestorzy giełdowi oczekują bowiem, że obecnie prowadzona ekspansywna (restrykcyjna) polityka budżetowa spowoduje przyspieszenie (spowolnienie) realnego tempa wzrostu PKB w roku następnym.

Ważnym czynnikiem oddziałującym na sytuację na rynkach akcji jest amerykańska polityka budżetowa. Ekspansywna amerykańska polityka budżetowa w danym roku przyczynia się do poprawy koniunktury giełdowej na rynkach akcji w roku następnym zarówno w grupie krajów dojrzałych, jak i wschodzących. Z kolei restrykcyjna amerykańska polityka budżetowa w danym roku powoduje pogorszenie koniunktury giełdowej w roku następnym w grupie tych krajów. Zależność tę można wytłumaczyć zjawiskiem amerykanizacji rynków finansowych, czyli znaczącym wpływem sytuacji na rynku

akcji w USA oraz czynników z nią związanych (takich jak na przykład amerykańska polityka budżetowa) na sytuację na rynkach akcji całego świata.

Obok wpływu amerykańskiej polityki budżetowej na sytuację na rynkach akcji, zbadano też wpływ krajowej polityki budżetowej na sytuację na tych rynkach. Okazało się, że i w tym przypadku ekspansywnej polityce budżetowej w danym roku z reguły towarzyszy poprawa koniunktury giełdowej na rynkach akcji w roku następnym. Jednakże w przypadku niektórych krajów wschodzących (m.in. Chin i Indonezji), również restrykcyjna krajowa polityka budżetowa w danym roku może być korzystna dla koniunktury giełdowej w roku następnym.

Zbadano także wpływ krajowej polityki budżetowej na sytuację na rynkach akcji. Okazało się, że restrykcyjna polityka budżetowa w okresie poprzedzającym kryzys finansowy na ogół powodowała pogorszenie koniunktury giełdowej na rynkach akcji krajów dojrzałych i wschodzących w 2008 roku. Z kolei prowadzona wówczas ekspansywna polityka budżetowa z reguły przyczyniała się do poprawy koniunktury giełdowej w 2009 roku zarówno w grupie krajów dojrzałych, jak i krajów wschodzących.

Bibliografia

- Haugen, R., 1999, *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, Wig Press, Warszawa.
- Jurek, W., 2004, *Konstrukcja i analiza portfela papierów wartościowych o zmiennym dochodzie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Łon, E., 2006, *Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej Poznań, Poznań.
- Łon, E., 2011, *Powiązania amerykańskiej polityki budżetowej i pieniężnej z sytuacją na dojrzałych i wschodzących rynkach akcji*, SIN, Sopot.
- Mauro, P., 2000, *The Stock Returns and Output Growth in Emerging and Advanced Economics*, IMF.
- Nawrot W., 2008, *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, CeDeWu, Warszawa.
- Stiglitz, J., 2004, *Ekonomia sektora publicznego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Tarczyński, W., 2002, *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.