

Tadeusz Winkler-Drews

Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Warszawie

RYNKOWE UWARUNKOWANIA ROZWOJU FUNDUSZY EMERYTALNYCH W KONTEKŚCIE PRZEMIAN GOSPODARCZYCH XX WIEKU

1. Wstęp

Transformując oszczędności w kapitał inwestycyjny, fundusze emerytalne przyczyniają się do wzrostu gospodarczego, który przekłada się m.in. na wzrost poziomu oszczędności, co z kolei warunkuje rozwój funduszy. To sprzężenie zwrotne manifestuje się jako korelacja dodatnia między koniunkturą giełdową i kondycją funduszy emerytalnych. Jest to więc funkcja rosnąca i teoretycznie, gdyby nie sinusoidalność zjawisk ekonomicznych, nieograniczona.

Wychodząc z powyższych przesłanek, dokonano retrospektywnej oceny sytuacji na najbardziej znaczących giełdach świata XX w. w kontekście wymogów inwestycyjnych funduszy emerytalnych. W tym celu posłużono się realnymi stopami zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych:

$$r_{(n-25)/n} = \left(\frac{x_n}{CPI_n} \times \frac{CPI_{n-25}}{x_{n-25}} \right)^{1/25} - 1,$$

gdzie: $r_{(n-25)/n}$ – stopa zwrotu kolejnego 25-letniego horyzontu inwestycyjnego,

x_n – wartość indeksu giełdowego 31 grudnia n -tego roku,

CPI_n – wartość wskaźnika inflacji n -tego roku,

x_{n-25} – wartość indeksu giełdowego 31 grudnia $(n-25)$ -tego roku,

CPI_{n-25} – wartość wskaźnika inflacji $(n-25)$ -tego roku.

Przedstawioną koncepcję zastosowano do histogramów giełd: Anglii, USA, Francji, Niemiec, Włoch i Japonii w XX w.

2. Wielka Brytania

Idea funduszy emerytalnych wywodzi się z instytucji wspólnego inwestowania, które pojawiły się w Wielkiej Brytanii pod koniec XIX w. Ze względu na błędy w polityce inwestycyjnej fundusze te nie oparły się kryzysowi giełdowemu z 1890 r. Na nowo fundusze pojawiły się w Wielkiej Brytanii w latach dwudziestych XX w. W wyniku wcześniejszych doświadczeń skorygowano strategię inwestycyjną, co spowodowało uodpornienie funduszy na późniejsze dekoniektury giełdowe. Do II wojny światowej na kontynencie europejskim fundusze emerytalne i powiernicze rozwijały się wyłącznie w Wielkiej Brytanii.

W wieku XX gospodarka brytyjska doznała przyspieszonego wzrostu gospodarczego, ale nie przywróciło to jej wiodącej pozycji gospodarczej w świecie, którą utraciła na skutek kryzysu gospodarczego z 1873 r. (nazywanego „wielką dwudziestoletnią depresją” 1874-1894).

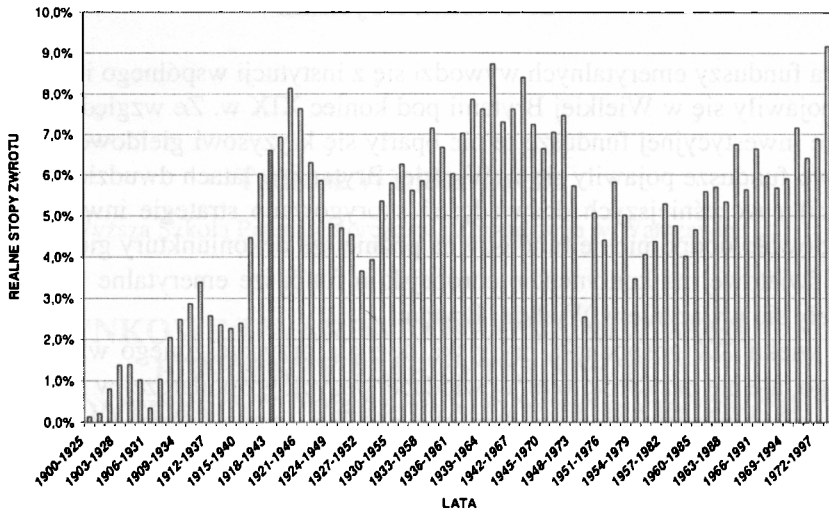
I wojna światowa wywołała w Anglii ponad 10-krotny wzrost produkcji militarnej, dzięki któremu kraj ten odnotował znaczny wzrost gospodarczy (było to możliwe dzięki olbrzymim pożyczkom wewnętrznym i zewnętrznym, głównie z USA).

Po wojnie 1918-1919 w Europie nastąpił znaczny wzrost popytu na artykuły konsumpcyjne. Koniunkturę tę wykorzystała Anglia, gdzie potencjał produkcyjny nie został naruszony przez wojnę.

W latach dwudziestych nastąpiło załamanie koniunktury. Kryzys nasilił się w 1921 r., gdy nadprodukcja dotknęła Anglię, Japonię i USA. Następnie nastął okres względnego spokoju i tempo wzrostu gospodarczego uległo przyspieszeniu. Stabilizacja powojenna spowodowała, że w 1928 r. światowe obroty handlowe były najwyższe w całym okresie międzywojennym.

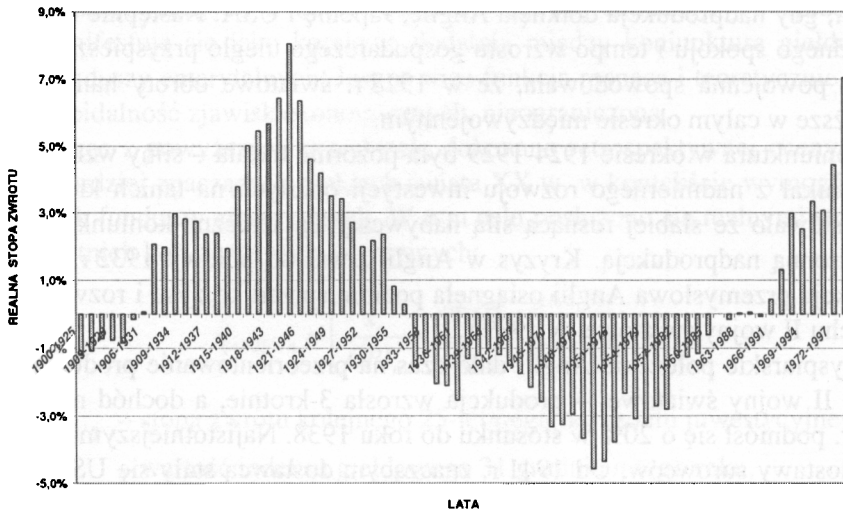
Koniunktura w okresie 1924-1929 była pozornie trwała – silny wzrost produkcji wynikał z nadmiernego rozwoju inwestycji opartych na tanich kredytach, co kontrastowało ze słabiej rosnącą siłą nabywczą. Ta sztuczna koniunktura groziła nieuchronną nadprodukcją. Kryzys w Anglii trwał do połowy 1932 r. W 1934 r. produkcja przemysłowa Anglii osiągnęła poziom sprzed kryzysu i rozwijała się do wybuchu II wojny światowej w 1939 r.

Wyspiarskie położenie Anglii dało czas na przeorientowanie produkcji na potrzeby II wojny światowej – produkcja wzrosła 3-krotnie, a dochód narodowy w 1944 r. podniósł się o 20% w stosunku do roku 1938. Najistotniejszym problemem były dostawy surowców. Od 1941 r. znaczącym dostawcą stały się USA, ale spowodowało to wzrost zadłużenia wewnętrznego i zewnętrznego (30-40% dochodu narodowego, przed wojną – 3%).



Rys. 1. Realne stopy zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych akcji na angielskim rynku kapitałowym (ciemny odcinek sygnalizuje moment powstania funduszy emerytalnych)

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów banku Paribas.



Rys. 2. Realne stopy zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych obligacji na angielskim rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów banku Paribas.

W latach 1945-1951 podjęto reformy w celu zbudowania państwa opiekuńczego. Nacjonalizacja i zwiększone wydatki socjalne niekorzystnie odbiły się na dynamice gospodarczej.

W połowie 1950 r. zaczął się wyścig zbrojeń. Przez cały czas dominującym nurtem polityki gospodarczej był keynesizm. Do roku 1955 gospodarka brytyjska rozwijała się nieźle (PKB średnioroczny wynosił 3%).

W 1959 r. Anglia straciła pozycję europejskiego lidera pod względem PKB, ustępując RFN, a od roku 1971 – również Francji. Tempo dynamiki produkcji 2,5-krotnie odstawało od tempa obserwowanego we Włoszech i w RFN. Przyczyną tego była konserwatywna struktura gospodarki i mniejsze, w porównaniu z innymi, inwestycje w R&D.

W 1964 r. podjęto nacjonalizację niektórych gałęzi przemysłu oraz reformy socjalne w imię budowania „społeczeństwa dobrobytu”. Nastąpiła duża kontrola władzy publicznej nad przedsiębiorstwami państwowymi, co nie doprowadziło do tworzenia „dobrobytu”.

Brak inwestycji produkcyjnych i nastawienia proeksportowego, rozluźnienie z koloniami spowodowały wieloletni ujemny bilans płatniczy, którego nie można było pokryć lokatami zagranicznego kapitału. Na to nałożyły się wydatki na zbrojenia oraz koszty realizacji „społeczeństwa dobrobytu”. W okresie 1960-1970 przeciętne tempo wzrostu produkcji przemysłowej wynosiło 3,2%.

Tempo wzrostu funduszy emerytalnych malało ze spadkiem cen na rynku akcji, co było konsekwencją zbyt dużego (ok. 90%) zaangażowania w akcje.

Postęp techniczny i zwiększający się popyt powodowały, że tempo zużycia surowców energetycznych w krajach uprzemysłowionych przekraczało 2-krotnie przyrost dochodu narodowego. Skutkiem podjętych działań był pierwszy kryzys naftowy (1974-1975), nazywany też kryzysem energetycznym. Spowodował on w Anglii spadek PKB: w 1974 r. o 1,4%, w 1975 r. o 5,1%, w 1975 r. inflacja zwiększyła się zaś do 24%.

Konsekwencją pierwszego kryzysu naftowego było głębokie załamanie gospodarki europejskiej (mniejsze tylko od wielkiego kryzysu międzywojennego). Kryzys w Europie Zachodniej trwał od roku 1973 do początków 1976 r.

Aby ograniczyć skutki kryzysu energetycznego, Anglia zaczęła eksploatować własne zasoby ropy – w 1976 r. koniunktura lekko się poprawiła; inflacja spadła (do 8%), ale przez następne 3 lata była dwucyfrowa. W roku 1977 osiągnięto najwyższe bezrobocie od 1939 r. (5,7%); w latach 1976-1979 PKB średnio wynosił 3,8%.

W 1979 r. (rządy konserwatystów) odchodzono od etatyzmu na rzecz neoliberalizmu monetarnego i eliminacji nierentownych przedsiębiorstw. Działania te zbiegły się z nadejściem drugiego kryzysu energetycznego – w wyniku rewolucji islamskiej w Iranie w 1979 r. doszło do nowego raptownego spadku wydobywania ropy. Spowodowało to największe załamanie gospodarcze (we wszystkich państwach). W okresie 1980-1981 nastąpił spadek PKB do wartości ujemnych, co spowodowało decyzje o likwidacji kopalń i wydobywaniu gazu i ropy na Morzu Północnym.

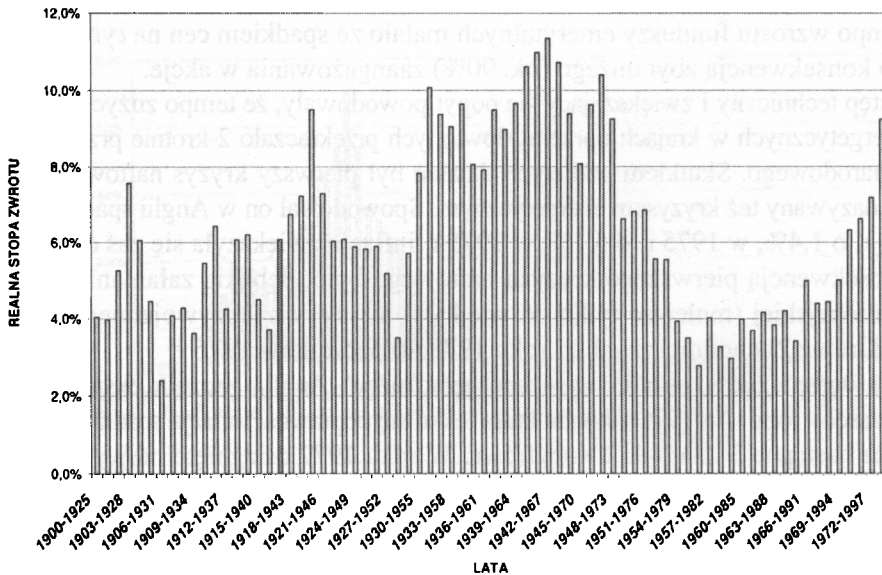
Po roku 1982 tempo wzrostu gospodarczego wynosiło 3-4%, inflacja zmniejszyła się z 18% w 1980 r. do 5% w roku 1984. Utrzymywało się dziesięcioprocentowe bezrobocie, produkcja przemysłowa wzrosła nieznacznie (w latach 1980-1990 – o 15%, w USA – o 24%).

3. USA

Z doświadczeń brytyjskich skorzystały Stany Zjednoczone, gdzie w 1904 r. pojawił się pierwszy fundusz inwestycyjny zamknięty, a w latach dwudziestych rozwijały się fundusze emerytalne.

W latach 1871-1913 Stany Zjednoczone miały najwyższą dynamikę produkcji przemysłowej na świecie, której podstawą był popyt wewnętrzny. Olbrzymi wzrost gospodarczy spowodował ponad 5-krotny wzrost PKB.

Zaangażowanie USA w działania I wojny światowej wprowadziło elementy centralnego sterowania i gospodarki wojennej, co spowodowało wzrost wydatków z budżetu pokrywanych dzięki zadłużeniu wewnętrznemu. Mimo tych zjawisk, dla gospodarki USA był to okres pomyślny na skutek wzmożonego eksportu żywności, ropy i artykułów przemysłowych. Duża część tego eksportu była kredytowana, co uczyniło z USA największego wierzyciela świata.



Rys. 3. Realne stopy zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych akcji na amerykańskim rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów banku Paribas.

Wśród państw wysoko rozwiniętych zaczęły dominować Stany Zjednoczone, również w sferze finansowej, zajmując pierwsze miejsce w eksporcie kapitału.

Okres powojenny spowodował odchodzenie od interwencjonizmu państwowego. Rozpoczęły się proces koncentracji produkcji, reformy walutowe i powrót do parytetu złota (1919 r.). Powrót do waluty złotej miał wiele wad, bo nie wystarczało tego kruszcu na pokrycie pieniądza w obiegu. Przestrzeganie tej deflacyjnej polityki doprowadziło w USA do spadku popytu i kryzysu nadprodukcji.

Pierwsze załamanie nastąpiło 24 października 1929 r. (czarny czwartek) na Waal Sreet, która była „barometrem” koniunktury światowej. Genezy krachu dopatrywano się w nieskrępowanej od 1924 r. polityce kredytowej, co spowodowało największe bankructwa w sektorze bankowym.

Od końca roku 1929 do początku 1933 r. zrezygnowano z systemu waluty złotej. Chaos systemu walutowego spowodował głęboką zapaść systemu bankowego. W roku 1933 w USA wdrażano reformy na podstawie teorii Keynesa. Poddano interwencjonizmowi państwowemu przemysł i zreformowano rolnictwo. Efektem było wychodzenie USA z kryzysu na przełomie lat 1933 i 1934 – PKB powiększał się średniorocznie o 9,5% i w 1937 r. osiągnięto poziom przedkryzysowy.

W 1941 r., po ataku na Pearl Harbor, USA przystąpiły do wojny. Pod wpływem wzrostu inwestycji i zatrudnienia dochód narodowy wzrósł ponad 2-krotnie. Tak duża dynamika rozwoju wynikała z ogromnej luki technologicznej i gospodarczej.

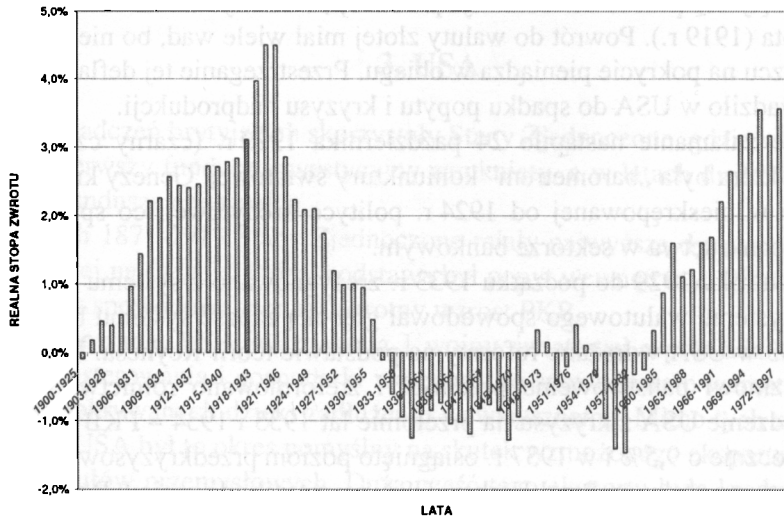
Wybuch wojny koreańskiej był również bardzo korzystny dla USA. W latach 1950-1953 produkcja przemysłowa wzrosła o 41% – siłę napędową stanowił przemysł zbrojeniowy. Zakończenie wojny koreańskiej (1953-1954) skutkowało spadkiem wydatków budżetowych, co wywołało krótkotrwałą recesję.

W latach 1950-1973 USA rozwijały się wolniej od krajów zachodnioeuropejskich, ale były to korzystne lata dla gospodarki tego kraju. Dobrą koniunkturę gospodarki USA zakłóciła kolejna krótkotrwała recesja w okresie 1957-1958. W 1959 r. nastąpiło ożywienie (PKB wzrósł o 5,5%), ale w następnych 2 latach tempo znów spadło.

W latach 1960-1964 Kennedy wdrażał program „Nowa Ekonomika” oparty na założeniach keynesowskich. Zagrożeniem dla tego programu były duże wydatki na przemysł zbrojeniowy i eksplorację kosmosu, wynikające z rywalizacji z ZSRR. Mimo tego zagrożenia, program przyniósł wymierne efekty. W okresie 1964-1968 „Nową Ekonomikę” uzupełniono o program walki z ubóstwem „wielkiego społeczeństwa”. Pomimo widocznych sukcesów musiano go ograniczyć ze względu na wydatki związane z wojną wietnamską. Nie dokonano jednak radykalnych cięć budżetowych i rok 1968 charakteryzował się nieprzerwanym, wysokim wzrostem gospodarczym.

Zbyt duże wydatki spowodowały deficyt budżetowy i wzrost inflacji – w 1968 r. inflacja była największa od 18 lat (4,2%). Od roku 1969 za główny cel przyjęto walkę z inflacją, odchodząc od keynesizmu; działania te nie dały jednak efektów – inflacji nie udało się zahamować. Pod koniec lat sześćdziesiątych zadłużenie ze-

wnętrze USA 3-krotnie przekraczało wartość rezerw monetaryzmu. Zmniejszono podaż pieniądza i wydatki budżetowe – USA groził kryzys walutowy. Spowodowało to powrót do polityki kenesowskiej.



Rys. 4. Realne stopy zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych obligacji na amerykańskim rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów banku Paribas.

Trudności gospodarcze USA spowodowały m.in. wycofanie się wojsk tego kraju z Wietnamu i spowolnienie badań kosmicznych.

W 1970 r. zaczęła się kolejna recesja – stagflacja. Stagnacji PKB towarzyszył wzrost cen – po raz pierwszy od 1893 r. wystąpił deficyt w handlu zagranicznym wynikający z nadmiernego importu.

Na drugą połowę lat siedemdziesiątych przypadają kryzysy energetyczne, które bardzo niekorzystnie wpłynęły na gospodarkę USA. Skutki pierwszego były dotkliwsze niż drugiego. W latach 1974-1975 PKB miał ujemną wartość $-0,8\%$, (w okresie 1980-1982 wynosił on $+0,3\%$).

Podjęto walkę z recesją w duchu monetarystycznym. W 1976 r. PKB miał wysoki wzrost 5% , produkcja przemysłowa wzrosła o 8% , inflacja o $6-8\%$. W 1977 r. zapoczątkowano wiele programów o charakterze socjalnym, które pogorszyły sytuację kraju.

W 1979 r. ZSRR rozpoczął interwencję wojskową w Afganistanie, co naruszyło interesy USA traktujące Afganistan jako obszar swoich wpływów. W celu przeciwstawienia się ekspansji realnego socjalizmu USA zwiększyły potencjał militarny.

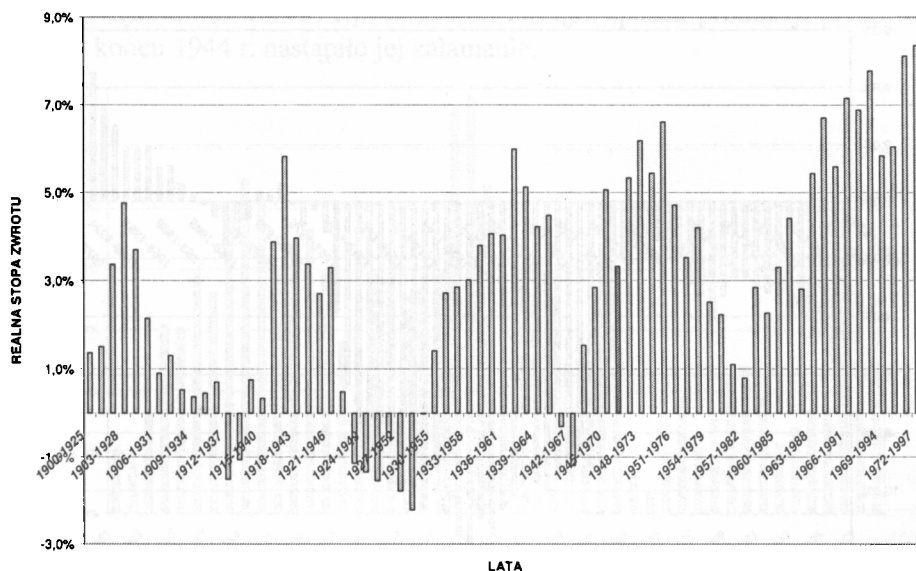
W 1980 r. wzrosła inflacja ($13,5\%$). W 1981 r. zwiększyły się wydatki na zbrojenia – „gwiazdne wojny”. Inflacja spadła w 1981 r. do $6,2\%$, a w roku 1982 do $3,2\%$, czemu pomogło obniżenie cen ropy.

Dokonano korekt polegających na wkomponowaniu interwencjonizmu państwowego. W roku 1983 USA były największym dłużnikiem świata. Do tego dochodził ogromny dług wewnętrzny – w 1986 r. deficyt wynosił 200 mld dol. głównie na skutek „gwiazdnych wojen”. W latach dziewięćdziesiątych sytuacja uległa poprawie.

4. Francja

We Francji stopień rozwoju rynku kapitałowego był niski, a jego znaczenie dla gospodarki było nieistotne. Dzięki pomocy USA po II wojnie światowej kraje kapitalistyczne dość szybko odbudowały gospodarkę. W latach 1946-1950 przeciętne roczne tempo wzrostu produkcji przemysłowej sięgało 13%, dlatego proces pojawienia się i rozwoju funduszy emerytalnych wystąpił dopiero w latach powojennych.

W 1945 r. rząd współtworzyli komuniści i socjaliści. W celu otrzymania pomocy w ramach planu Marshalla, w 1947 r., partię komunistyczną wykluczono z rządu. Sytuację gospodarczą cechowały: silny deficyt płatniczy, wysoka inflacja, braki zaopatrzeniowe, spadek plac realnych. Pomimo tego polityka gospodarcza opierała się wdrażaniu planowania centralnego. Dokonano nacjonalizacji sektora energetycznego, górnictwa węglowego, transportu lotniczego, dużej części banków (ok. 20% całego kapitału przemysłowego).



Rys. 5. Realne stopy zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych akcji na francuskim rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów banku Paribas.

Podjęte działania przyniosły wymierne efekty (PKB rósł przeciętnie o 9,2%), ale nie udało się opanować wysokiej inflacji, która dopiero w 1949 r. została „zdużona” z 60% do 11%.

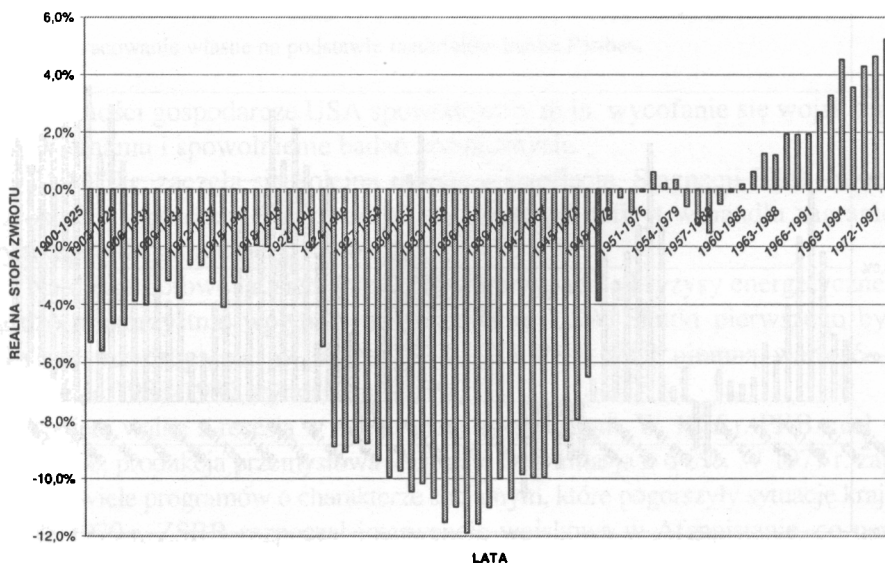
Koniunktura wojny koreańskiej oraz zaangażowanie Francuzów w Indochinach tylko częściowo wpłynęły na gospodarkę francuską lat pięćdziesiątych. Wydatki na wojsko negatywnie odbiły się na rozwoju przemysłu konsumpcyjnego, udało się natomiast zahamować inflację.

Od 1954 r. kondycja gospodarki francuskiej poprawiła się, ale w latach 1958-1959 uległa osłabieniu na skutek ogólnoświatowego spadku koniunktury.

Cztery lata po wycofaniu się Francji z wojny indochińskiej (1958 r.) zaczęto realizować ideę Wielkiej Francji, której filarem miała być mocna gospodarka. Zdevaluowano franka o kilkanaście procent i wprowadzono nowego franka (w relacji 1:100), co zwiększyło konkurencyjność eksportu.

Przebudowa struktury wytwórczej przemysłu oraz działania proeksportowe spowodowały, że w latach 1960-1970 PKB wzrósł o 5,7%. Sytuacja ta w znacznej mierze wynikała z zasilenia kapitałowego i technologicznego z USA oraz uczestnictwa Francji w EWG. W latach 1970-1974 Francja rozwijała się w tempie 5%.

Recesja gospodarcza pierwszej połowy lat siedemdziesiątych we Francji miała mniejsze rozmiary niż w innych krajach. W 1980 r. Francja pod względem wielkości dochodu narodowego ustępowała tylko RFN.



Rys. 6. Realne stopy zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych obligacji na francuskim rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów banku Paribas.

Od 1981 r. rząd był lewicowy. Spowodowało to etatyzację i nacjonalizację, co pogorszyło konkurencyjność gospodarki francuskiej.

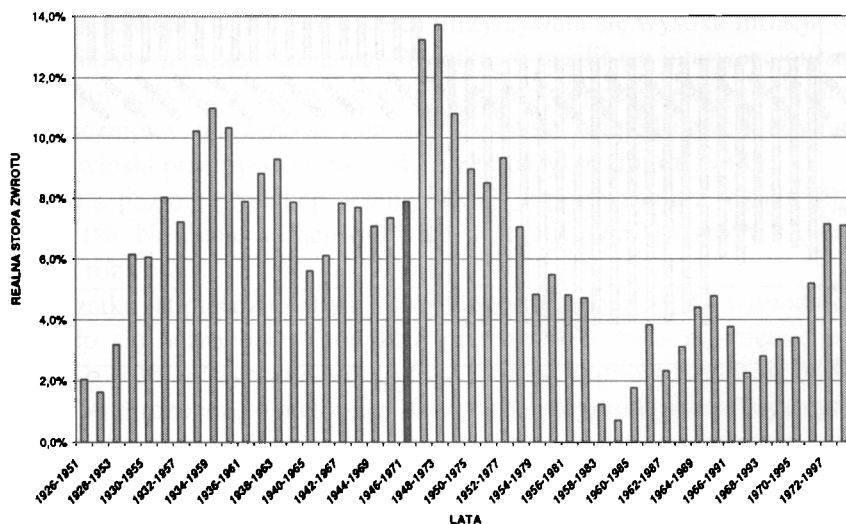
Przeprowadzona kosztem wysokich odszkodowań nacjonalizacja pogłębiła problemy finansowe Francji skorelowane z kryzysami naftowymi. W 1982 r. wystąpiły straty (15 mld dol.) oraz kilkunastoprocentowa inflacja. Zamrożono ceny i płace oraz dokonano cięć budżetowych. W okresie 1981-1983, ze względu na trudności handlowe, nastąpiły dwie dewaluacje franka.

Od roku 1986 nastąpiły rządy prawicowe i podjęto reprivatyzację wobec nacjonalizowanych banków i przedsiębiorstw. W latach 1974-1990 Francja rozwijała się dość dobrze, szybciej niż Anglia i podobnie do Niemiec – PKB w tym okresie wzrósł o 50%.

5. Niemcy

W latach 1939-1941 Niemcy znacznie zwiększyły potencjał ekonomiczny (aneksja i eksploatacja ziem podbitych: Austrii, Alzacji, Lotaryngii, Luksemburga, Czech, Polski). Ze względu na ograniczone rezerwy surowcowe i zależność od importu Niemcy chcieli przeprowadzić wojnę błyskawiczną.

Fiasco wojny błyskawicznej przeciw ZSRR oraz przystąpienie USA do wojny w 1941 r. spowodowały zwiększenie produkcji wojennej (w roku 1943 była 4-krotnie większa niż w 1939 r.). W 1944 r. nastąpił spadek produkcji przemysłowej, by w końcu 1944 r. nastąpiło jej załamanie.

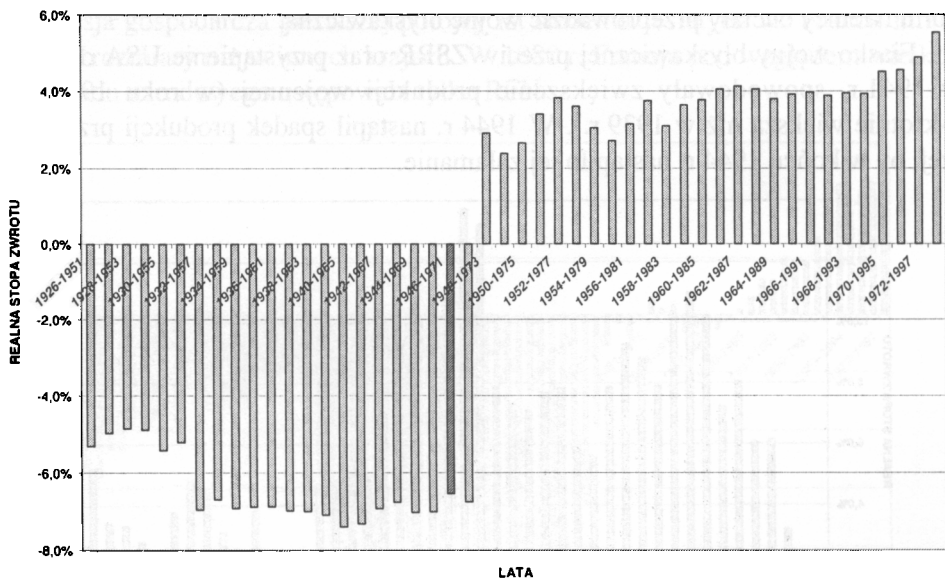


Rys. 7. Realne stopy zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych akcji na niemieckim rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów banku Paribas.

W latach powojennych, pomimo pomocy USA, w RFN wytwórczość nie osiągnęła poziomu z roku 1938. Na skutek zniszczeń wojennych i masowego demontażu maszyn (w ramach reparacji wojennych) potencjał przemysłowy w radzieckiej strefie okupacyjnej skurczył się (w 1947 r. o 40% w stosunku do poziomu przedwojennego). W pozostałych strefach państwa zachodnie nie przeprowadziły demontażu i potencjał był wyższy (ok. 80% poziomu przedwojennego). Wskaźniki produkcji były jednak podobne z powodu źle funkcjonującego transportu niemającego sprostac słabemu zaopatrzeniu w surowce.

Brak zaufania społecznego do słabnącej reichmarki spowodował w 1948 r. jej wymianę na deutsche mark (w relacji 10:1). Działania te dały silny impuls inwestycyjny. Pomimo najwyższej dynamiki wzrostu, spośród wszystkich krajów kapitalistycznych (średniorocznie 40%) poziom produkcji przemysłowej w 1949 r. odbiegał od stanu przedwojennego i dopiero w roku 1950 przekroczył ten poziom. Najwyższa dynamika rozwoju gospodarczego w RFN była konsekwencją braku obciążeń wydatkami zbrojeniowymi. W 1950 r. poziom produkcji przemysłowej w RFN, w porównaniu z rokiem 1949, był wyższy o 71%.



Rys. 8. Realne stopy zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych obligacji na niemieckim rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów banku Paribas.

Niemiecki „cud gospodarczy” charakteryzował się olbrzymim wzrostem produkcji. W latach 1959-1965 produkcja przemysłowa wzrosła o 225%. W znacznej

mierze była to zasługa eksportu, który w latach 1950-1955 zwiększał się średniorocznie o 35,5%, oraz znaczącego wsparcia USA w postaci kredytów (głównie dla Niemiec, Francji i Włoch).

Druga połowa lat pięćdziesiątych i lata sześćdziesiąte to okres dynamicznego wzrostu gospodarczego. W latach 1950-1973 produkcja przemysłowa RFN wzrosła prawie 5-krotnie. Znakomicie rozwijał się handel zagraniczny dzięki utrzymującej się do 1970 r. podwartościowości marki zdewaluowanej 2 razy w końcu lat czterdziestych.

Kryzysy energetyczne spowodowały, że w najgorszym 1975 r. PKB Niemiec spadł o 1,1%, produkcja przemysłowa o 5,4%. Podobną zapaść odnotowano w okresie 1981-1982. Rozwijająca się gospodarka niemiecka uzyskała olbrzymi przyrost PKB, który w 1980 r. doszedł do 23% PKB USA (w 1950 r. – 15%).

Początek lat osiemdziesiątych to czas słabnięcia marki i redukcji kapitałów zagranicznych. Aby ustabilizować gospodarkę, zmniejszono rolę państwa, zastosowano deregulację i ograniczono wydatki budżetowe. Działania te przyniosły efekty – w całym okresie 1974-1990 tempo wzrostu gospodarczego na tle innych krajów było wysokie – PKB wzrósł o 45%. Zawdzięczano to wysokiemu poziomowi inwestycji i eksportowi. W latach 1974-1990 z państw o większym potencjale najszybciej rozwijały się Włochy, Francja, RFN.

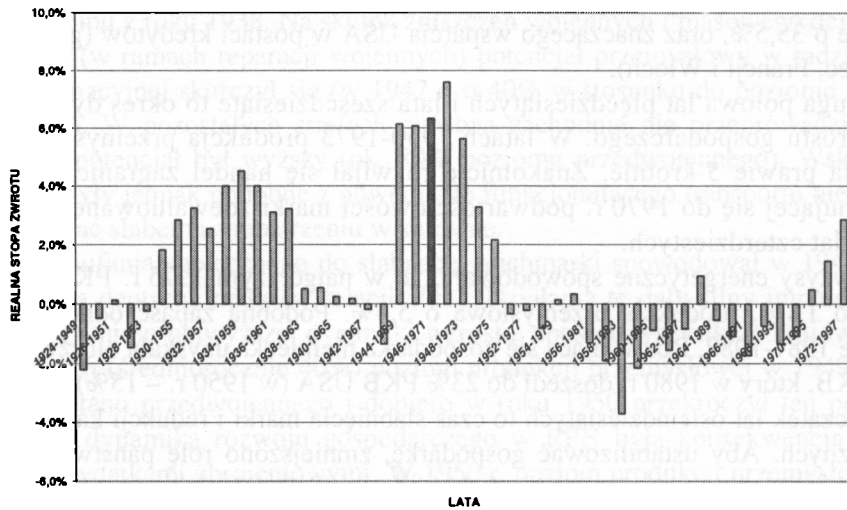
6. Włochy

W latach powojennych we Włoszech utrzymywała się wysoka inflacja oraz na kraju tym ciążyły reparacje wojenne. Wyjątkowo nasilił się interwencjonizm państwa. W gestii państwa znalazły się koleje, górnictwo, część energetyki, przemysł stalowy, stoczniowy, maszynowy i największe banki. Na podstawie kredytów amerykańskich włoski przemysł w roku 1949 przekroczył poziom z 1938 r.

W 1950 r. poziom produkcji przemysłowej, w porównaniu z rokiem 1949, był wyższy o 21%. Nasilenie inflacji (głównie w Anglii i we Włoszech) nie zahamowało tempa rozwoju.

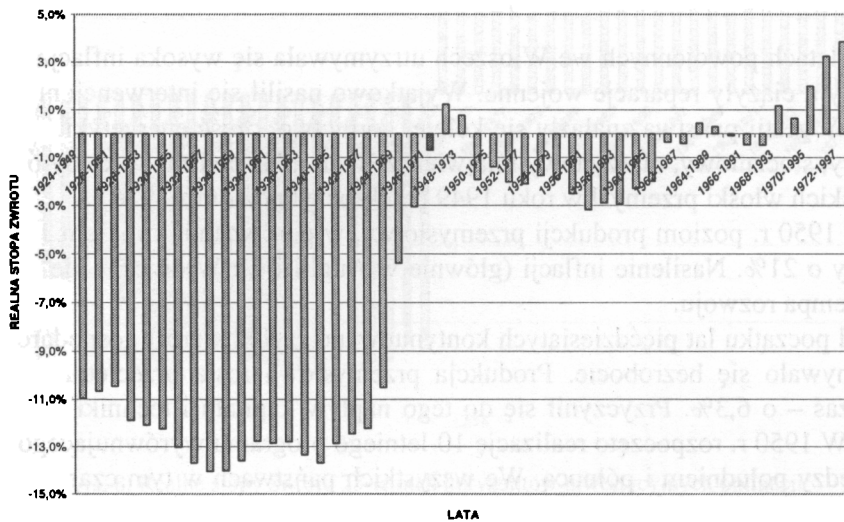
Od początku lat pięćdziesiątych kontynuowano szybki wzrost gospodarczy, ale utrzymywało się bezrobocie. Produkcja przemysłowa rosła przeciętnie o 7,9%, PKB zaś – o 6,3%. Przyczynił się do tego napływ kapitału i techniki amerykańskiej. W 1950 r. rozpoczęto realizację 10-letniego programu wyrównującego różnice między południem i północą. We wszystkich państwach w tym czasie obowiązywał keynesizm – jeszcze bardziej zwiększono udział państwa.

Szczytowy okres „cudu gospodarczego” przypadł na połowę lat pięćdziesiątych i lata sześćdziesiąte. W latach 1960-1970 średnioroczny przyrost produkcji przemysłowej wynosił 8%, PKB brutto – 5,8%, eksport – 14%.



Rys. 9. Realne stopy zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych akcji na włoskim rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów banku Paribas.



Rys. 10. Realne stopy zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych obligacji na włoskim rynku kapitałowym

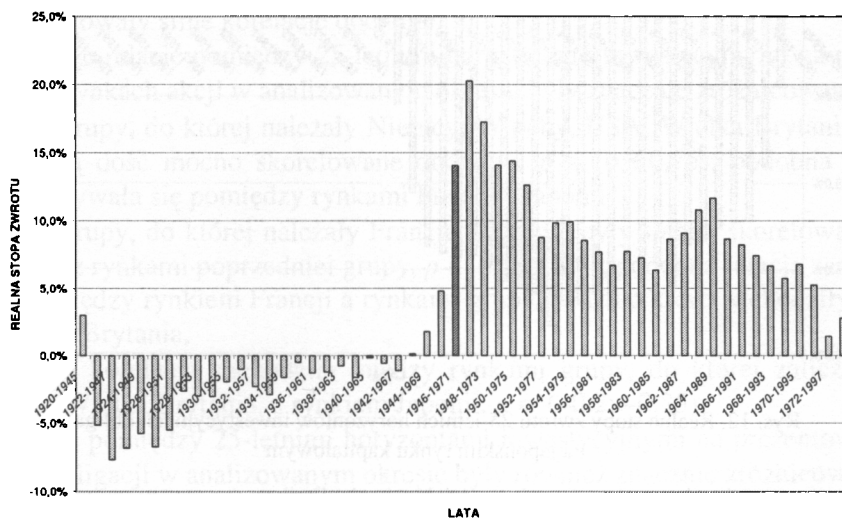
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów banku Paribas.

W końcu lat sześćdziesiątych udzielił się Włochom ogólnoeuropejski ferment społeczny. W połączeniu z zawirowaniami światowego systemu walutowego gospodarka zwolniła i wzrosła inflacja.

Skutki kryzysów energetycznych spowodowały spadek wskaźników inwestycji i produktywności, a wzrost inflacji, której poziom był najwyższy spośród innych państw (oprócz Anglii), w 1974 r. wynosił 19%, a w 1980 r. – 21,2%; mimo to w latach 1976-1980 gospodarka przeżywała okres ożywienia – średnia dynamika wynosiła 5%, po 1986 r. – 3%.

7. Japonia

Powojenna depresja w Japonii trwała długo, co wynikało z ogromnych zniszczeń wojennych. Japonia utraciła wszystkie kolonie. Zmalał jej udział w światowej wytwórczości przemysłowej (z 5,2% w 1938 r. do 1,1% w 1948 r.). W 1945 r. wartość produkcji przemysłowej wynosiła 54% produkcji przedwojennej, wymiana międzynarodowa praktycznie nie istniała, panowała hiperinflacja.

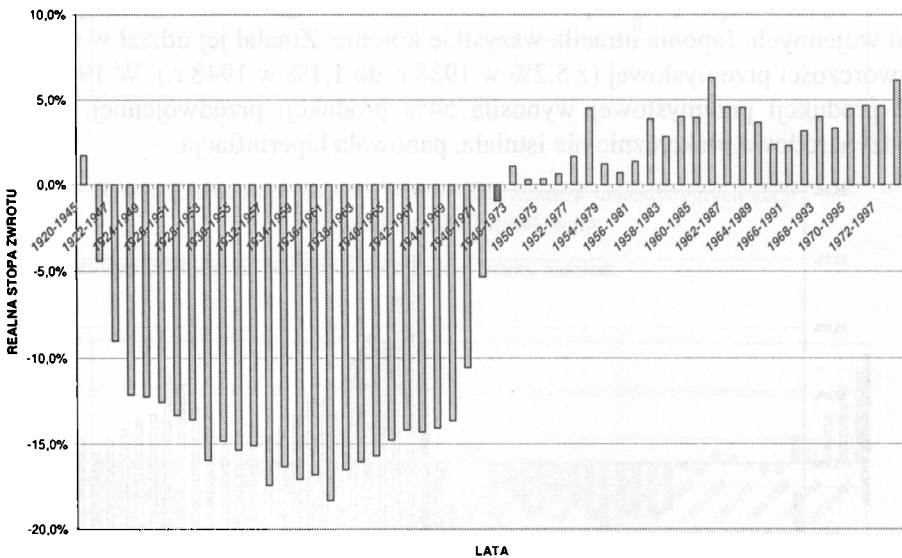


Rys. 11. Realne stopy zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych akcji na japońskim rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów banku Paribas.

Od roku 1948 z powodu działań zimnowojennych i zwycięstwa komunistów w Chinach zmieniła się polityka USA wobec Japonii. Między 1947 i 1952 r. Japonia otrzymała od USA 2 mld dol. W wyniku tego PKB przyrastał średniorocznie o 9,9%, a produkcja przemysłowa – o 32%. Jednakże poziom wyjściowy był tak niski, że w 1949 r. wytwórczość fabryczna stanowiła zaledwie 62% poziomu przedwojennego.

Wojna koreańska spowodowała dalszą zmianę nastawienia USA do Japonii. W 1951 r. Japonia zakończyła okres powojennej odbudowy. W sytuacji zwycięstwa komunizmu w Chinach Japonia stała się głównym sojusznikiem USA w rejonie Pacyfiku (za wojskową obsługę Japonia dostała od USA w latach 1950-1953 1,4 mld dol.), a wartość japońskiego eksportu wzrosła do 4 mld dol. W latach pięćdziesiątych produkcja przemysłowa przeciętnie rosła o 16,4%, a w latach sześćdziesiątych – o 14,6%, PKB odpowiednio 8,6% i 10,7%. Stabilizacja polityczna Japonii od roku 1952 była gruntem do szybkiego rozwoju ekonomicznego. Polityka gospodarcza opierała się na zasadach interwencjonizmu państwowego. Istotnym bodźcem do zwiększenia produkcji w latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych był popyt wywołany wojną wietnamską (okres 1964-1973).



Rys. 12. Realne stopy zwrotu 25-letnich horyzontów inwestycyjnych obligacji na japońskim rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów banku Paribas.

Początek lat siedemdziesiątych przyniósł problemy związane z pogarszaniem relacji handlowych z USA. Trudności walutowe i handlowe zaważyły na spadku eksportu i wzroście inflacji. Mimo to od połowy lat sześćdziesiątych PKB Japonii ustępował tylko amerykańskiemu, stawiając Japonię na pozycji drugiej potęgi gospodarczej świata.

Kryzysy energetyczne nie ominęły Japonii bardzo uzależnionej od importu. Najbardziej dotkliwy był pierwszy kryzys – na skutek podniesienia cen w latach 1973 i 1974 inflacja wzrosła do 24%. Ograniczono wydatki budżetowe i w okresie 1975-1976 inflacja wynosiła 10%, dwa lata później – 4,2%.

W latach osiemdziesiątych Japońska gospodarka z pewnymi perturbacjami rozwijała się dobrze (PKB *per capita* wyniósł 72% analogicznego w USA).

Drugi kryzys naftowy, ze względu na działania zapobiegawcze, przebiegł łagodniej niż w innych państwach. W pierwszej połowie lat osiemdziesiątych nastąpiło ożywienie eksportu – w okresie 1981-1990 eksport zwiększył się o 63%, przy jednoczesnym ograniczaniu importu. Udział Japonii w całości światowego eksportu zwiększył się z 8,3 do 9,2%. Ogromne znaczenie miał eksport kapitału, co dawało najwyższy wskaźnik inwestycji zagranicznych spośród wszystkich państw. Występowały jednak zjawiska spekulacyjne – inwestycje na kredyt i wysoka konsumpcja, co określane bywa mianem gospodarki bańki mydlanej. Jednakże wśród krajów kapitalistycznych w okresie 1974-1990 Japonia pozostała liderem i umocniła pozycję drugiej potęgi gospodarczej świata.

8. Wnioski

Rozwój funduszy emerytalnych w analizowanych krajach był ściśle związany z ich koniunkturami gospodarczymi, które szczególnie w drugiej połowie XX w. charakteryzowały silne korelacje dodatnie.

Jednakże relacje pomiędzy 25-letnimi horyzontami inwestycyjnymi na prezentowanych rynkach akcji w analizowanym okresie były znacznie zróżnicowane:

- rynki grupy, do której należały Niemcy, Włochy, USA, Wielka Brytania, były ze sobą dość mocno skorelowane dodatnio, $\rho \in (0,3; 0,75)$; podobna relacja utrzymywała się pomiędzy rynkami Francji i Japonii,
- rynki grupy, do której należały Francja, Japonia, były słabiej skorelowane dodatnio z rynkami poprzedniej grupy, $\rho \in (0,1; 0,25)$; podobna relacja zachodziła pomiędzy rynkiem Francji a rynkami grupy, w skład której wchodziły USA, Wielka Brytania,
- ujemna korelacja zachodziła między rynkami grupy, do której zaliczały się USA, Wielka Brytania, a rynkiem Japonii, $\rho \in (-0,2; -0,25)$.

Relacje pomiędzy 25-letnimi horyzontami inwestycyjnymi na prezentowanych rynkach obligacji w analizowanym okresie były również znacznie zróżnicowane:

- rynki grupy krajów: Francji, Japonii, Włoch były ze sobą bardzo silnie dodatnio skorelowane, $\rho \in (0,88; 0,97)$; podobna relacja zachodziła między rynkami USA i Wielkiej Brytanii;
- pomiędzy rynkami grupy, do której należały Francja, Japonia, Włochy, a rynkiem USA zachodziła mniej silna korelacja dodatnia, $\rho \in (0,48; 0,52)$;
- słabiej skorelowane były rynki grupy takich krajów, jak: Francja, Japonia, Włochy z rynkiem brytyjskim, $\rho \in (0; 0,1)$;
- ujemna korelacja zachodziła między rynkiem niemieckim i pozostałymi rynkami, $\rho \in (-0,2; -0,5)$.

Literatura

- [1] Czaja S., *Historia gospodarki i gospodarowania*, I-BiS, Wrocław 2002.
- [2] Morawski W., *Kronika kryzysów gospodarczych*, TRIO, Warszawa 2003.
- [3] Sas-Kulczycka K., Choryło D., Krol J., Lasota Z., *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce*, WIG PRESS, Warszawa 1998.
- [4] Wojnarowski D., *Powszechna historia gospodarcza*, Poltext, Warszawa 2004.

MARKET BACKGROUND FOR DEVELOPMENT OF PENSION FUNDS IN THE CONTEXT OF ECONOMIC CHANGE IN 20TH CENTURY

Summary

The purpose of this paper is to analyze the investment background for development of pension funds in the 20th century. The article discusses the number of the most important factors influencing the development of the common investment institutions in the most developed market economies of the 20th century. The article attempts to provide a synthetic assessment of the stock exchange situation in 20th century Europe, Asia and America, in the context of the investment horizon typical for pension funds.