

DARIUSZ ZARZECKI

### STOPY ZWROTU Z AKCJI I PAPIERÓW SKARBOWYCH W UJĘCIU HISTORYCZNYM NA GŁÓWNYCH RYNKACH KAPITAŁOWYCH

**Słowa kluczowe:** rynki kapitałowe, historyczne stopy zwrotu, akcje, obligacje, bony skarbowe

**Keywords:** capital markets, historical returns, shares, bonds, T-bills

**Klasyfikacja JEL:** G30, G32.

W badaniu na temat stóp zwrotu z inwestycji przeprowadzonym przez Credit Suisse w 2012 roku, a obejmującym okres od 1900 do 2011 roku, uwzględniono 19 krajów. Są to dwa państwa z Ameryki Północnej (USA i Kanada), ośmiu członków strefy euro (Niemcy, Francja, Włochy, Hiszpania, Holandia, Belgia, Finlandia i Irlandia) i pięć krajów europejskich spoza strefy euro (Zjednoczone Królestwo, Szwajcaria, Szwecja, Dania, Norwegia), trzy państwa z regionu Azji-Pacyfiku (Japonia, Australia, Nowa Zelandia) i jeden reprezentant Afryki (Republika Południowej Afryki). Kraje te w 1900 roku miały aż 89% udział w kapitalizacji rynkowej wszystkich ówczesnych giełd świata. Na początku 2012 roku udział tych państw był tylko nieznacznie mniejszy i wynosił 85%<sup>1</sup>.

Tabela 1

Struktura kapitalizacji rynków giełdowych (%)

| Na koniec 1899 roku   |      | Na koniec 2011 roku   |      |
|-----------------------|------|-----------------------|------|
| 1                     |      | 2                     |      |
| Zjednoczone Królestwo | 30,5 | USA                   | 44,9 |
| USA                   | 19,3 | Zjednoczone Królestwo | 8,4  |
| Francja               | 14,3 | Japonia               | 7,6  |
| Niemcy                | 6,9  | Kanada                | 4,0  |
| Japonia               | 4,0  | Francja               | 3,7  |
| Rosja                 | 3,9  | Australia             | 3,2  |

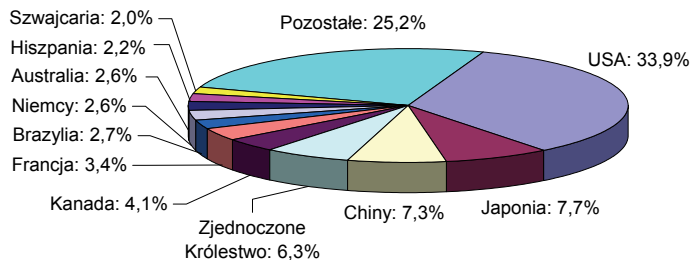
<sup>1</sup> E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, J. Wilmot, P. McGinnie: *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2012*, Credit Suisse AG, Zurich 2012, s. 39.

| 1            |       | 2          |       |
|--------------|-------|------------|-------|
| Belgia       | 3,8   | Szwajcaria | 3,2   |
| Austro-Węgry | 3,5   | Niemcy     | 2,9   |
| Kanada       | 1,8   | Hiszpania  | 1,3   |
| Holandia     | 1,6   | RPA        | 1,2   |
| Włochy       | 1,6   | Szwecja    | 1,1   |
| Pozostałe    | 8,8   | Pozostałe  | 18,5  |
| Razem        | 100,0 | Razem      | 100,0 |

Źródło: E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, J. Wilmot, P. McGinnie: *op.cit.*, s. 39.

Z podanych zestawień wynika kilka oczywistych faktów. Po pierwsze, nastąpiła zmiana lidera, którym od dawna są USA. Wcześniej wyraźnie dominowała Wielka Brytania (a mówiąc bardziej precyzyjnie – Zjednoczone Królestwo). Udział Stanów Zjednoczonych to obecnie blisko połowa światowej kapitalizacji, a Zjednoczone Królestwo to już tylko 8,4%. Po drugie, nastąpił radykalny spadek znaczenia giełd europejskich na korzyść USA i Azji. W 1899 roku uwzględnione w tabeli kraje europejskie (łącznie z Rosją) miały aż 66,1% udziału w światowej kapitalizacji, czyli praktycznie 2/3. W roku 2011 w czołówce najważniejszych rynków kapitałowych jest mniej państw europejskich (6 wobec 8 w 1899 r.), a ich udział w kapitalizacji wynosi już tylko 20,6%, czyli około 1/5. Co prawda w 2011 roku bardzo dużą pozycję stanowi grupa „Pozostałe”, w której mieszczą się m.in. Chiny, Brazylia, Korea Południowa, Singapur, Meksyk, Indie, Malezja oraz Rosja, Holandia, Belgia, Norwegia, Polska, Austria czy Węgry. Nie zmienia to jednak ogólnego obrazu zdecydowanie mniejszego znaczenia krajów europejskich w światowej kapitalizacji giełd.

Warto podkreślić, że statystyki zamieszczone w raporcie Credit Suisse Global Investment Returns dotyczą giełd według kraju siedziby giełdy, stąd większe znaczenie takich rynków, jak USA, Zjednoczone Królestwo czy Szwajcaria, będących ważnymi, regionalnymi centrami finansowymi. Sytuacja wygląda nieco inaczej jeżeli rozpatrywana byłaby kapitalizacja spółek giełdowych według kraju siedziby emitentów (dane za 2011 r. wg Banku



Rysunek 1. Kapitalizacja rynkowa firm według kraju siedziby w 2011 roku

Źródło: dane Banku Światowego, <http://data.worldbank.org/polish> oraz S&P, [www.standardandpoors.com/home/en/eu](http://www.standardandpoors.com/home/en/eu).

Światowego i S&P). Aczkolwiek również w tym zestawieniu (rys. 1) kraje europejskie mają relatywnie niski udział w globalnej kapitalizacji.

Tabela 2

Średnioroczne stopy zwrotu z akcji, obligacji i bonów skarbowych w wybranych krajach w latach 1900–2011 (%)

| Kraj                         | Akcje                  |                     |                        | Obligacje skarbowe     |                     |                        | Bony skarbowe          |                     |                        |
|------------------------------|------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|---------------------|------------------------|
|                              | nominalna stopa zwrotu | realna stopa zwrotu | odchylenie standardowe | nominalna stopa zwrotu | realna stopa zwrotu | odchylenie standardowe | nominalna stopa zwrotu | realna stopa zwrotu | odchylenie standardowe |
| USA                          | 9,3                    | 6,2                 | 20,2                   | 5,0                    | 2,0                 | 10,3                   | 3,9                    | 0,9                 | 4,7                    |
| Zjednoczone Królestwo        | 9,4                    | 5,2                 | 19,9                   | 5,5                    | 1,5                 | 13,8                   | 5,0                    | 1,0                 | 6,4                    |
| Japonia                      | 10,8                   | 3,6                 | 29,8                   | 5,8                    | -1,1                | 20,0                   | 4,9                    | -1,9                | 13,9                   |
| Niemcy                       | 8,1                    | 2,9                 | 32,2                   | 2,9                    | -1,8                | 15,6                   | 2,2                    | -2,4                | 13,3                   |
| Francja                      | 10,2                   | 2,9                 | 23,5                   | 7,1                    | -0,1                | 13,0                   | 4,1                    | -2,8                | 9,5                    |
| Włochy                       | 10,2                   | 1,7                 | 29,0                   | 6,5                    | -1,7                | 14,0                   | 4,5                    | -3,6                | 11,5                   |
| Hiszpania                    | 9,4                    | 3,4                 | 22,2                   | 7,2                    | 1,3                 | 11,7                   | 6,1                    | 0,3                 | 5,8                    |
| Kanada                       | 8,9                    | 5,7                 | 17,2                   | 5,3                    | 2,2                 | 10,4                   | 4,6                    | 1,6                 | 4,9                    |
| Australia                    | 11,3                   | 7,2                 | 18,2                   | 5,5                    | 1,6                 | 13,2                   | 4,6                    | 0,7                 | 5,4                    |
| Holandia                     | 7,9                    | 4,8                 | 21,8                   | 4,5                    | 1,5                 | 9,4                    | 3,6                    | 0,7                 | 4,9                    |
| Belgia                       | 7,8                    | 2,4                 | 23,6                   | 5,2                    | -0,1                | 11,9                   | 4,9                    | -0,4                | 8,0                    |
| Szwajcaria                   | 6,5                    | 4,1                 | 19,7                   | 4,5                    | 2,2                 | 9,3                    | 3,1                    | 0,8                 | 5,0                    |
| Republika Południowej Afryki | 12,5                   | 7,2                 | 22,5                   | 6,8                    | 1,8                 | 10,3                   | 6,0                    | 1,0                 | 6,2                    |
| Szwecja                      | 9,9                    | 6,1                 | 22,9                   | 6,2                    | 2,6                 | 12,4                   | 5,5                    | 1,8                 | 6,8                    |
| Dania                        | 8,9                    | 4,9                 | 20,9                   | 7,2                    | 3,2                 | 11,7                   | 6,2                    | 2,2                 | 6,0                    |
| Norwegia                     | 7,9                    | 4,1                 | 27,3                   | 5,6                    | 1,8                 | 12,2                   | 4,9                    | 1,2                 | 7,1                    |
| Finlandia                    | 12,6                   | 5,0                 | 30,4                   | 7,1                    | -0,2                | 13,6                   | 6,7                    | -0,5                | 11,8                   |
| Irlandia                     | 8,1                    | 3,7                 | 23,1                   | 5,2                    | 0,9                 | 14,8                   | 4,9                    | 0,7                 | 6,6                    |
| Nowa Zelandia                | 9,7                    | 5,8                 | 19,7                   | 5,9                    | 2,1                 | 9,1                    | 5,5                    | 1,7                 | 4,7                    |
| Europa                       | 7,7                    | 4,6                 | 21,5                   | 3,9                    | 0,9                 | 15,3                   | 3,9                    | 0,9                 | 4,7                    |
| Świat bez USA                | 8,0                    | 4,8                 | 20,4                   | 4,3                    | 1,3                 | 14,2                   | 3,9                    | 0,9                 | 4,7                    |
| Świat                        | 8,5                    | 5,4                 | 17,7                   | 4,8                    | 1,7                 | 10,4                   | 3,9                    | 0,9                 | 4,7                    |

Źródło: opracowanie własne na podstawie E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, J. Wilmot, P. McGinnie: *op.cit.*, s. 37–59.

Z analizy danych zawartych w tabeli 2 wynika, że na przestrzeni lat 1899–2011 najwyższe realne stopy zwrotu na rynku akcji uzyskali inwestorzy w Australii i Republice Południowej Afryki (w obu krajach średnioroczna realna stopa zwrotu wyniosła 7,2%), USA (6,2%), Szwecji (6,1%), Nowej Zelandii (5,8%), Kanadzie (5,7%) i Zjednoczonym Królestwie (5,2%). Liderami są dwa kraje wybitnie surowcowe, co wskazuje na dużą atrak-

cyjność inwestycji w spółki tego typu i firmy współpracujące. Warto też zauważyć, że, za wyjątkiem Szwecji, są to kraje anglosaskie, charakteryzujące się generalnie wysokim stopniem liberalizmu i poziomem ochrony własności prywatnej, a także długoletnią tradycją przedsiębiorczości i wspólnych przedsięwzięć w postaci spółek kapitałowych.

Z kolei najłabsze rezultaty osiągnęli inwestorzy operujący we Włoszech (1,7%), Belgii (2,4%), Francji (2,9%), Niemczech (2,9%) i Hiszpanii (3,4%). Łatwo dostrzec, że są to kluczowe kraje „starej Europy”, najważniejsi członkowie strefy euro. Przyczyn niskich średnich stóp zwrotu w tych krajach należy poszukiwać z jednej strony w katastrofalnych skutkach obu wojen światowych, a z drugiej w dojrzałości tych rynków, co skutkuje mniejszym ryzykiem, większą konkurencją i mniejszą rentownością inwestycji w akcje. Europa kontynentalna miała ponadto zawsze większe inklinacje do finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych kapitałem rodzinnym i długiem aniżeli za pomocą kapitału akcyjnego. Te prawidłowości i różnice utrzymują się do dnia dzisiejszego.

Oceniając zmienność stóp zwrotu w poszczególnych krajach, pewnym zaskoczeniem jest bardzo niska zmienność w ujęciu realnym na rynkach o najwyższych realnych stopach zwrotu: Kanada (17,2%), Australia (18,2%), Nowa Zelandia (19,7%), Zjednoczone Królestwo (19,9%) i USA (20,2%). I odwrotnie – kraje charakteryzujące się najniższymi realnymi stopami zwrotu mają relatywnie bardzo wysoką realną zmienność: Włochy (29,0%), Niemcy (32,2%), Japonia (29,8%). Okazuje się, że występuje w tym przypadku stosunkowo silna zależność ujemna, gdyż obliczony na podstawie danych z tabeli 2 współczynnik korelacji pomiędzy realnymi stopami zwrotu z inwestycji w akcje na różnych rynkach a odpowiadającymi im odchyleniami standardowymi tych stóp wynosi  $-0,569$ . W części wyjaśnieniem tej sytuacji może być destrukcyjny wpływ wojen, które z jednej strony redukowały średnie stopy zwrotu, a z drugiej radykalnie zwiększały zmienność. Niemniej wskazana prawidłowość jest intrygująca, interesująca i warta dalszych analiz i badań.

Przechodząc do oceny danych ilustrujących różnice pomiędzy realnymi stopami zwrotu z akcji a realnymi stopami zwrotu z 1) obligacji skarbowych i 2) bonów skarbowych (tab. 3), należy zauważyć brak stabilności w uzyskiwanych wynikach w różnych okresach. Przykładowo, na rynku amerykańskim stosowna różnica, w najdłuższym okresie, tj. w latach 1900–2011 (która może być interpretowana jako realna premia z tytułu ryzyka) wynosi 4,1%. Tymczasem w stosunkowo długim, ale znacznie krótszym niż poprzednio, okresie 1962–2011 różnica ta wynosi już tylko 1,7%. Z kolei w okresie 1987–2011 różnica wynosi zaledwie 0,2%, a w latach 2002–2011 jest wyraźnie ujemna (minus 4,7%). Przyjmuje się, że jedynie różnice liczone dla bardzo długich szeregów czasowych mogą pretendować do określenia ich mianem „premi z tytułu ryzyka”. W tym przypadku byłaby to różnica za okres 1900–2011, co oznacza, że realna premia z tytułu ryzyka dla USA wynosi 4,1%. Ibbotson Associates stosowne premie liczy za okres od 1926 roku. Są to więc rzeczywiście bardzo długie szeregi czasowe.

Wspomniany brak stabilności w czasie różnic w stopach zwrotu z akcji i obligacji/bonów skarbowych dotyczy wszystkich rynków. Można więc skonkludować, że przyjmowanie

innych niż najdłuższe szeregi czasowe (85-letnich i dłuższych) jest nieuprawnione i – jak pokazują dane zawarte w tabeli 3 – prowadzi zwykle do uzyskiwania wyników radykalnie odbiegających od różnic wyliczonych dla bardzo długich szeregów czasowych.

Tabela 3

Realna premia z tytułu ryzyka w wybranych krajach w różnych okresach (%)

| Kraj                         | 1900–2011                   |                        | 1962–2011                   |                        | 1987–2011                   |                        | 2002–2011                   |                        |
|------------------------------|-----------------------------|------------------------|-----------------------------|------------------------|-----------------------------|------------------------|-----------------------------|------------------------|
|                              | akcje vs obligacje skarbowe | akcje vs bony skarbowe | akcje vs obligacje skarbowe | akcje vs bony skarbowe | akcje vs obligacje skarbowe | akcje vs bony skarbowe | akcje vs obligacje skarbowe | akcje vs bony skarbowe |
| USA                          | 4,1                         | 5,2                    | 1,7                         | 3,9                    | 0,2                         | 5,2                    | -4,7                        | 2,0                    |
| Zjednoczone Królestwo        | 3,6                         | 4,2                    | 2,7                         | 4,3                    | -0,6                        | 2,6                    | -2,4                        | 1,3                    |
| Japonia                      | 4,7                         | 5,6                    | -2,3                        | 2,4                    | -7,3                        | -3,8                   | -4,9                        | -2,1                   |
| Niemcy                       | 5,1                         | 5,7                    | -0,5                        | 2,0                    | 2,0                         | 0,9                    | -5,0                        | 0,0                    |
| Francja                      | 3,0                         | 5,9                    | -1,6                        | 2,9                    | -2,0                        | 1,8                    | -5,7                        | -1,4                   |
| Włochy                       | 3,5                         | 5,5                    | -2,5                        | -0,4                   | -5,2                        | -1,3                   | -6,3                        | -5,0                   |
| Hiszpania                    | 2,1                         | 3,1                    | 2,6                         | 3,4                    | 1,7                         | 3,5                    | 0,7                         | 2,9                    |
| Kanada                       | 3,4                         | 4,1                    | 0,8                         | 2,4                    | -1,5                        | 3,0                    | -1,8                        | 4,6                    |
| Australia                    | 5,6                         | 6,5                    | 2,8                         | 3,0                    | -1,7                        | 1,4                    | -1,2                        | 1,0                    |
| Holandia                     | 3,3                         | 4,1                    | 2,8                         | 4,3                    | 0,7                         | 3,8                    | -6,9                        | -2,2                   |
| Belgia                       | 2,5                         | 2,8                    | 0,6                         | 1,6                    | -1,2                        | 1,6                    | -5,4                        | -2,3                   |
| Szwajcaria                   | 1,9                         | 3,3                    | 1,0                         | 3,0                    | 1,5                         | 3,9                    | -3,3                        | 0,9                    |
| Republika Południowej Afryki | 5,3                         | 6,2                    | 6,5                         | 6,4                    | 0,7                         | 2,6                    | 3,9                         | 6,0                    |
| Szwecja                      | 3,5                         | 4,2                    | 4,1                         | 5,9                    | 0,9                         | 5,0                    | -1,1                        | 3,6                    |
| Dania                        | 1,6                         | 2,6                    | 0,2                         | 3,0                    | -0,4                        | 3,8                    | -0,9                        | 4,1                    |
| Norwegia                     | 2,2                         | 2,9                    | 2,2                         | 3,1                    | 0,8                         | 4,3                    | 2,5                         | 7,0                    |
| Finlandia                    | 5,2                         | 5,5                    | 3,8                         | 4,6                    | 1,5                         | 3,9                    | -7,4                        | -3,3                   |
| Irlandia                     | 2,8                         | 3,0                    | 3,0                         | 3,9                    | -1,3                        | 1,3                    | -6,7                        | -6,3                   |
| Nowa Zelandia                | 3,6                         | 4,0                    | 2,0                         | 2,5                    | -7,1                        | -4,2                   | -2,0                        | 0,6                    |
| Europa                       | 3,7                         | 3,6                    | 0,6                         | 4,1                    | -0,7                        | 4,3                    | -3,9                        | 3,9                    |
| Świat bez USA                | 3,5                         | 3,9                    | -0,1                        | 3,7                    | -3,1                        | 1,9                    | -3,5                        | 4,5                    |
| Świat                        | 3,5                         | 4,4                    | 0,4                         | 3,5                    | -1,9                        | 3,2                    | -4,5                        | 3,0                    |

Źródło: opracowanie własne na podstawie E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, J. Wilmot, P. McGinnie: *op.cit.*, s. 37–59.

Przechodząc do oceny bezwzględnej wysokości premii z tytułu ryzyka, rozumianej jako różnica pomiędzy realną stopą zwrotu z akcji a realną stopą zwrotu z obligacji skarbowych (druga kolumna od prawej w tabeli 3) można zauważyć, że najwyższe premie uzyskały ponownie kraje surowcowe, tj. Australia (5,6%) i RPA (5,3%). Kolejne miejsca zajmują

Finlandia (5,2%), Niemcy (5,1%) i Japonia (4,7%). Pozycja Finlandii w części wynika z niewielkiej ujemnej realnej stopy zwrotu z obligacji w tym kraju (−0,2%). Jeszcze większy wpływ na premię z tytułu ryzyka wywiera ujemna średnia realna stopa zwrotu z obligacji w Niemczech, gdzie wyniosła ona aż −1,8%. Tak więc mimo stosunkowo niewielkiej średniej stopy zwrotu z akcji w tym kraju, premia z tytułu ryzyka jest wysoka ze względu na mocno ujemne średnie stopy zwrotu z obligacji skarbowych.

Najniższe realne premie z tytułu ryzyka występują w Danii (1,6%), Szwajcarii (1,9%), Hiszpanii (2,1%), Norwegii (2,2%), Belgii (2,5%) i Irlandii (2,8%). Warto zauważyć, że wymienione kraje reprezentują wyłącznie Europę, w tym dwa kraje skandynawskie. Są to 4 kraje Unii Europejskiej, w tym 3 ze strefy euro. W części tak niskie premie można wiązać z małym ryzykiem prowadzenia działalności biznesowej w tych krajach, wynikającym z istnienia stabilnych i sprawnych instytucji gospodarki rynkowej, wysokiej kultury prawnej i mądrej długofalowej polityki gospodarczej państwa. Jak się wydaje, takie cechy można przypisać gospodarce duńskiej, szwajcarskiej, norweskiej i belgijskiej.

Stosownie do wcześniejszych ustaleń, najlepsze wyniki w zakresie inwestycji w akcje na przestrzeni okresu 1900–2011 uzyskaliby inwestorzy operujący na rynkach australijskim i południowoafrykańskim. Jednostka pieniężna zainwestowana na początku 1900 roku w portfolio akcji w Australii dałaby inwestorowi 2459 jednostek pieniężnych w cenach stałych (po skorygowaniu o inflację), czyli według siły nabywczej pieniądza z dnia dokonania inwestycji. Jak już wspomniano, stosownych obliczeń dokonano przy założeniu reinwestowania zysków osiągniętych w poszczególnych latach w ten sam rodzaj aktywów (w tym przypadku w akcje). Wynik Australii w odniesieniu do inwestycji w portfolio akcji można jednoznacznie ocenić jako spektakularny.

Bardzo zbliżone wyniki uzyskaliby inwestorzy, którzy zdecydowałiby się na zakup akcji firm południowoafrykańskich. Jednostka pieniężna na przestrzeni okresu 1900–2011 urosłaby do kwoty 2440 – oczywiście również w ujęciu realnym. Te dwa kraje stanowią bezapelacyjnych liderów, perły wśród rynków kapitałowych rozpatrywanych w bardzo długim okresie. Zadowoleni z wyników inwestycji w akcje w tak długim okresie mogą być również inwestujący na rynkach w USA, Szwecji, a także w Nowej Zelandii i Kanadzie.

Na przeciwnym biegunie znajdują się inwestorzy lokujący swoje środki na rynku akcji we Włoszech, gdzie jednostka pieniężna z 1900 roku zamienia się w zaledwie 6 w 2011 roku. W porównaniu do wyników liderów, a nawet wartości średnich obliczonych dla całego świata (344 jednostki pieniężne) jest to rezultat katastrofalny. Bardzo słabe wyniki odnotowano również w Belgii, Niemczech i we Francji.

Przedstawione wyniki inwestycji w akcje, obligacje i bony skarbowe na przestrzeni lat 1899–2011 w różnych krajach wskazują na bardzo duże zróżnicowanie. W niektórych krajach realne stopy zwrotu z akcji są bardzo wysokie, co oznacza, że zapewniłyby długoterminowym inwestorom bardzo wysokie zyski. Odnosi się to przede wszystkim do dwóch państw: Australii i Republiki Południowej Afryki. Znakomite wyniki uzyskali również inwestorzy w USA, Szwecji, Kanadzie i Nowej Zelandii. Najgorsze stopy zwrotu osiągnęły

Tabela 4

Wartość realna jednostki pieniężnej, zainwestowanej w 1900 roku w różne aktywa w wybranych krajach, na koniec 2011 roku<sup>2</sup>

| Kraj                         | Akcje | Obligacje skarbowe | Bony skarbowe |
|------------------------------|-------|--------------------|---------------|
| USA                          | 834   | 9,3                | 2,8           |
| Zjednoczone Królestwo        | 291   | 5,4                | 2,9           |
| Japonia                      | 53    | 0,30               | 0,12          |
| Niemcy                       | 24    | 0,14               | 0,07          |
| Francja                      | 24    | 0,89               | 0,04          |
| Włochy                       | 6     | 0,14               | 0,02          |
| Hiszpania                    | 43    | 4,3                | 1,4           |
| Kanada                       | 492   | 11,7               | 5,6           |
| Australia                    | 2459  | 5,7                | 2,2           |
| Holandia                     | 193   | 5,4                | 2,1           |
| Belgia                       | 14    | 0,9                | 0,7           |
| Szwajcaria                   | 93    | 11,4               | 2,5           |
| Republika Południowej Afryki | 2440  | 7,2                | 3,0           |
| Szwecja                      | 765   | 17,0               | 7,8           |
| Dania                        | 202   | 33,2               | 11,4          |
| Norwegia                     | 88    | 7,5                | 3,7           |
| Finlandia                    | 237   | 0,8                | 0,6           |
| Irlandia                     | 60    | 2,8                | 2,1           |
| Nowa Zelandia                | 531   | 10,5               | 6,4           |
| Europa                       | 150   | 2,6                | 2,8           |
| Świat bez USA                | 200   | 4,1                | 2,8           |
| Świat                        | 344   | 7,0                | 2,8           |

Źródło: opracowanie własne na podstawie E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, J. Wilmot, P. McGinnie: *op.cit.*, s. 37–59.

w omawianym okresie akcjonariusze lokujący swoje zasoby w akcjach spółek na rynkach: włoskim, belgijskim, niemieckim i francuskim. Z porównań wynika, że Europa przegrywa w rentowności inwestycji giełdowych z Nowym Światem. Szczególnie złe wyniki wykazała Europa kontynentalna, a zdecydowanie najlepsze państwa anglosaskie – łącznie ze Zjednoczonym Królestwem.

Średnie wyniki liczone dla poszczególnych rynków w różnych odcinkach czasu różnią się bardzo znacząco, tzn. że są niestabilne w czasie. W związku z tym, prawo do określenia mianem premii z tytułu ryzyka przysługuje wyłącznie różnicy pomiędzy średnią

<sup>2</sup> W badaniu założono, że w całym okresie objętym analizą wszystkie zyski z inwestycji danego rodzaju są w całości reinwestowane w ten sam rodzaj aktywów.

stopą zwrotu z akcji a średnią stopą zwrotu z obligacji lub bonów skarbowych, wyznaczonej dla szeregów czasowych co najmniej 85-letnich.

Zaprezentowane wyniki mogą być przyczynkiem do bardziej szczegółowych i pogłębianych badań, dotyczących np. źródeł sukcesu jednych krajów i przyczyn porażek innych. Wskazanie na prawidłowości w tym zakresie mogłoby przyczynić się do poprawy warunków działania inwestorów, a tym samym zwiększenia ich stóp zwrotu z inwestycji. Ułatwiłoby także alokację zasobów w skali międzynarodowej, co jest szczególnie ważne dla inwestorów operujących na rynku globalnym.

### Literatura

Dimson E., Marsh P., Staunton M., Wilmot J., McGinnie P.: *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2012*, Credit Suisse AG, Zurich 2012.

<http://data.worldbank.org/polish>.

[www.standardandpoors.com/home/en/eu](http://www.standardandpoors.com/home/en/eu).

*dr hab. Dariusz Zarzecki prof. US  
Uniwersytet Szczeciński*

### Streszczenie

W artykule przedstawiono strukturę światowego rynku kapitałowego na przestrzeni okresu 1899–2011 oraz stopy zwrotu w ujęciu nominalnym i realnym na najważniejszych rynkach. Zaprezentowano dane liczbowe, które można wykorzystać jako światową premię z tytułu ryzyka w ujęciu realnym. Skomentowano również dane dotyczące nominalnych i realnych stóp zwrotu uzyskanych na przestrzeni 111 lat na kluczowych rynkach kapitałowych.

### HISTORICAL RETURNS ON SHARES, BONDS, AND T-BILLS ON MAJOR CAPITAL MARKETS

#### Summary

This paper presents the structure of the world's capital market over the years 1899–2011, and rates of return, both nominal and real, on the world's largest capital markets. The presented data can be applied as the world's risk premium expressed in real terms. Nominal and real rates of return calculated from 1899 until 2011 on the key capital markets were discussed.