



Marcin Wroński  

Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła
Główna Handlowa w Warszawie, Polska
Centrum Studiów Europejskich im. Mindy
de Gunzburg, Uniwersytet Harvarda, Stany
Zjednoczone

Bartosz Dmitruk  

Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła
Główna Handlowa w Warszawie, Polska

Notowania Giełdy Pieniężnej w Warszawie w dwudziestoleciu międzywojennym oraz w okresie II wojny światowej*

Quotations of the Warsaw Stock Exchange in the
Interwar Period and during World War II

Słowa kluczowe:

Polska, dług publiczny, rynek
kapitałowy, dwudziestolecie
międzywojenne, II wojna światowa

Kody klasyfikacji JEL:

G01, G38, N24

Historia artykułu:

nadestany: 18 marca 2025 r.

poprawiony: 30 lipca 2025 r.

zaakceptowany: 19 sierpnia 2025 r.

Keywords:

Poland, public debt, capital market,
interwar period, WW II

JEL classification codes:

G01, G38, N24

Article history:

submitted: March 18, 2025

revised: July 30, 2025

accepted: August 19, 2025

Streszczenie

W niniejszym artykule omówiono notowania Giełdy Pieniężnej w Warszawie (poprzedniczki GPW) w latach 1924–1944. Autorzy artykułu stworzyli bazę danych, obejmującą blisko 50 tys. notowań instrumentów finansowych. Na jej podstawie obliczono wartości indeksów rynku akcji oraz obligacji. Analizie poddano wpływ czynników makroekonomicznych oraz biegu wydarzeń wojennych na notowania instrumentów finansowych.

Abstract

In this paper, the authors analyze trends in the Polish capital market from 1924 to 1944. The study is based on a newly developed database containing nearly 50,000 financial instrument quotations. Using this data, stock and bond market indices were calculated. The authors investigate the impact of macroeconomic factors and wartime events on financial instrument prices.

Wprowadzenie

Rynek kapitałowy jest jednym z trzech najistotniejszych segmentów rynku finansowego. Historia bankowości doczekała się już licznych opracowań. [Morawski \[1996\]](#) szczegółowo omówił bankowość prywatną, [Jezierski i Leszczyńska \[1994\]](#) przedstawili dzieje banku centralnego (zob. również: [Leszczyńska \[2010, 2013\]](#); [Allen \[2024\]](#)). Ukazały się też opracowania dotyczące poszczególnych banków: Banku Handlowego [[Landau, 1970](#)], Banku Gospodarstwa Krajowego [[Landau, 1998](#)] oraz Państwowego Banku Rolnego [[Kłusek, 2013](#)]. Historia rynku kapitałowego oraz rynku ubezpieczeń jest niestety opracowana w mniejszym stopniu. [Woyzbun \[1928\]](#) i [Dziuba \[2006\]](#) omówili historię giełd na ziemiach polskich, a zasady funkcjonowania giełdy warszawskiej i jej reformę opisał [Czerniawski \[1997\]](#). Mimo że w literaturze można znaleźć informacje o strukturze instytucjonalnej rynku kapitałowego, to brakuje w niej ekonomicznej analizy jego funkcjonowania. Celem niniejszego opracowania jest uzupełnienie tej luki.

* Publikacja powstała na podstawie badań finansowanych ze środków Narodowego Centrum Nauki grant nr 2022/47/B/HS3/01467.

Po krótkim omówieniu dziejów instytucjonalnych rynku kapitałowego w okresie międzywojennym oraz pod okupacją niemiecką przedstawimy historię notowań najważniejszych instrumentów finansowych. Notowania Giełdy Pieniężnej w tym okresie nie były wcześniej analizowane, zwłaszcza na tym poziomie szczegółowości. Bazę danych wykorzystaną do opracowania niniejszego tekstu przygotowaliśmy na podstawie sprawozdań giełdowych publikowanych w okresie międzywojennym oraz notowań z okresu okupacji, przechowywanych w Archiwum Akt Nowych. Baza danych obejmuje 24 264 notowania 14 akcji oraz 21 225 notowań 8 instrumentów dłużnych (obligacji). Naszym celem jest nie tylko przedstawienie poziomu notowań, lecz także analiza związków pomiędzy wyceną instrumentów kapitałowych a kondycją gospodarki. Niedawno opublikowane oszacowania poziomu PKB II Rzeczypospolitej [Bukowski et al., 2026a, 2026b] pozwolą ocenić, w jakiej mierze wycena instrumentów finansowych była zależna od czynników makroekonomicznych, w jakiej mierze zaś pozostawała pod wpływem bieżących wydarzeń politycznych. Zestawienie notowań giełdy w okresie okupacji z biegiem wydarzeń wojennych pozwoli ocenić, czy rynek finansowy reagował na te wydarzenia.

Notowania obligacji rządowych były już wcześniej wykorzystywane przez naukowców jako miara wiarygodności emitujących je rządów. W przypadku Polski badania tego rodzaju podjęła Don-Siemion [2021] w rozprawie doktorskiej, w której analizowała rozbieżności w oprocentowaniu obligacji pomiędzy Polską, Niemcami, Austrią oraz Węgrami. Należy tutaj podkreślić, że badania Don-Siemion oparte są na notowaniach obligacji na giełdzie w Nowym Jorku oraz Londynie, a nie na notowaniach polskich obligacji na Giełdzie Pieniężnej w Warszawie. Don-Siemion wskazuje, że Polska mimo porównywalnego poziomu długu i wyższego jego oprocentowania niż Niemcy nie ograniczyła wymienialności waluty na złoto, ponieważ jej autorytarny rząd był w stanie przekonać inwestorów co do swojej wiarygodności. Polityka pieniężna państwa podporządkowana była polityce zagranicznej, utrzymanie wymienialności na złoto było zgodne z polityką Francji, najważniejszego sojusznika Rzeczypospolitej. Chociaż do 1931 r. oprocentowanie obligacji polskich było wyższe niż niemieckich, austriackich oraz węgierskich, wiarygodność polityczna rządu oraz zachowanie wymienialności waluty na złoto sprawiły, że w późniejszym okresie oprocentowanie pozostało niższe¹. Jak zauważa Don-Siemion: „W latach 1927–1936 rząd ryzykował, zakładając, że utrzymanie wymienialności na złoto pozwoli utrzymać sojusz z Francją, powstrzymać agresję Niemiec i rozlew krwi. Było to fatalne w skutkach założenie”² [Don-Siemion, 2021: 248]. Również zdaniem Wolfa [2007] polityka gospodarcza Polski była podporządkowana polityce zagranicznej, a utrzymanie wymienialności na złoto – mimo wysokich kosztów dla gospodarki krajowej – było możliwe dzięki autorytarnemu systemowi politycznemu.

Giełda Pieniężna w Warszawie – zasady funkcjonowania oraz obroty

Giełda warszawska powstała w 1817 r. na terenie Królestwa Polskiego jako Giełda Kupiecka. Była to pierwsza giełda pieniężna na ziemiach polskich [Dziuba, 2006]. W 1825 r. powstało Towarzystwo Kredytowe Ziemskie, które rozpoczęło emisję listów zastawnych notowanych w obrocie publicznym. W pierwszych dekadach rozwoju rynku przedmiotem obrotu były instrumenty dłużne, rola instrumentów właścicielskich (akcji) zaczęła wzrastać dopiero pod koniec XIX stulecia, kiedy innowacje technologiczne, powstawanie nowych spółek i zmiany społeczno-polityczne przyspieszyły rozwój giełdy. Istotną rolę w rozwoju rynku finansowego na terenach polskich, podobnie jak w innych krajach, odegrała budowa linii kolejowych, która wymagała zgromadzenia znacząco większego kapitału niż wcześniejsze inwestycje. Dodatkowo na rozwój giełdy pozytywnie wpływał rozwój bankowości [Dziuba, 2006]. Okres po powstaniu styczniowym cechował się przyspieszeniem rozwoju gospodarki, na co wpłynął ukaz carski z 1864 r. uwłaszczający chłopów, wzrost znaczenia przemysłu oraz zacieśnienie relacji handlowych z Rosją, otwierające szeroki rynek rosyjski na polską produk-

¹ Porównanie to dotyczy oprocentowania obligacji wyemitowanych w latach dwudziestych notowanych na giełdach zagranicznych (Nowy Jork, Londyn).

² W oryginale: „Between 1927 and 1936, the regime he served gambled that by holding onto gold at any cost, the French alliance could be sustained, German aggression deterred, and bloodshed avoided. It was a fatal roll of the dice”.

cję. Wszystko to miało przełożenie na działalność giełdy [Lagowski, 2013]. W 1873 r. Giełda Kupiecka zmieniła nazwę na „Giełda Warszawska”.

Po wybuchu I wojny światowej sesje giełdowe 3 sierpnia 1914 r. zostały zawieszono. Brak sesji nie zatrzymał handlu walorami, który odbywał się poza giełdą. Przedmiotem obrotu były głównie listy zastawne towarzystw kredytowych [Kotowicz, 1918]. W 1915 r. tereny Królestwa Polskiego zostały zajęte przez Niemcy i Austrię, które wprowadziły do obiegu swoje waluty przy sztywnym i niekorzystnym kursie [Jeziński, Leszczyńska, 1997]. Na skutek tego skala handlu pozagiełdowego istotnie wzrosła. W reakcji na to Komitet Giełdowy Warszawski wznowił zebrania giełdowe, które odbywały się jednak tylko przy udziale właścicieli lub przedstawicieli firm członkowskich Zebrania Giełdowego. Od stycznia 1916 r. członkowie Zgromadzenia Giełdowego odbywali prywatne spotkania, na których handlowano walutami i papierami procentowymi, handel akcjami nie funkcjonował [Czerniawski, 1997]. Nie wydawano cedułów ani nie notowano kursów [Kotowicz, 1918].

Po zakończeniu działań wojennych planowano otwarcie Giełdy w 1920 r., plany te nie zostały zrealizowane z powodu wojny polsko-bolszewickiej. Giełdę otwarto – już jako Giełdę Pieniężną w Warszawie – 2 stycznia 1921 r. Oprócz giełdy warszawskiej funkcjonowały giełdy w największych polskich miastach, m.in. we Lwowie i w Krakowie. Podlegały one zasadom prawnym dawnych zaborców. W porównaniu z giełdą warszawską nie miały jednak większego znaczenia. Największą pod względem obrotów giełdą poza Warszawą była giełda w Poznaniu, która w latach trzydziestych odpowiadała za połowę obrotów giełd prowincjonalnych [Dziuba, 2006].

W styczniu 1921 r. uchwalono ustawę o organizacji giełd w Polsce (Dz. U. 1921 Nr 13, poz. 71). Wprowadzono w niej podział giełd na towarowe i pieniężne. Każda giełda była nadzorowana przez komisarza giełdowego, mianowanego przez ministra skarbu w przypadku giełd pieniężnych i ministra przemysłu i handlu w przypadku giełd towarowych. Wszyscy członkowie giełdy tworzyli zgromadzenie ogólne, do którego kompetencji należał wybór członków Rady Giełdowej oraz Komisji Rozjemczej, a także zatwierdzanie sprawozdań finansowych giełdy. Członkami giełdy mogły zostać zatwierdzone przez Radę Giełdową zarówno osoby fizyczne, jak i osoby prawne zamieszkałe lub zlokalizowane w Warszawie. Tylko członkowie giełdy mogli dokonywać transakcji przy pomocy zatwierdzonych maklerów.

Pierwsze trzy powojenne lata funkcjonowania Giełdy Pieniężnej w Warszawie były okresem chaosu. Obrót instrumentami finansowymi odbywał się na rynku nieregulowanym, w trakcie prywatnych spotkań. W latach 1919–1921 czasopismo „Przemysł i Handel” podawało notowania z zebrań giełdowych, które nie miały charakteru urzędowego. Kursy giełdowe były podawane w markach polskich, wartości nominalne akcji i papierów procentowych zaś w różnych walutach, m.in. markach polskich, rublach, ale również w dolarach. W wielu wypadkach notowane były akcje spółek, które nie prowadziły już działalności (na skutek zniszczeń wojennych, ewakuacji oraz utraty dostępu do rynku rosyjskiego). W ich miejsce wchodziły nowe spółki zakładane od 1919 r. [Chłopecki, Koziorowski, 2019]. W 1921 r. na giełdzie warszawskiej notowanych było 91 spółek, dwa lata później było ich już 140. Notowania cechowała bardzo wysoka zmienność ze względu na wysoki poziom inflacji. Z powodu hiperinflacji w 1923 r. zawieszono notowania kursów walut.

Sytuację gospodarczą ustabilizowała reforma walutowa z 1924 r. Wprowadzenie nowej waluty – złotego – zakończyło okres wysokiej inflacji, umożliwiło notowanie kursów w stabilnej jednostce pieniężnej, a także zapewniło rynkowi kapitałowemu odpowiednie warunki do dalszego rozwoju. Jednym z celów reformy było utworzenie banku emisyjnego. Bank Polski został powołany jako spółka akcyjna, a jego akcje były jednymi z kluczowych instrumentów notowanych na Giełdzie Pieniężnej w Warszawie. Reformy stabilizacyjne z 1924 r. spowodowały recesję gospodarczą, której skutkiem były problemy wielu firm. W 1925 r. liczba spółek notowanych na giełdzie spadła nieznacznie do 129.

Wraz z reformą walutową w 1924 r. uregulowano funkcjonowanie giełd towarowych i pieniężnych (rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd, Dz. U. 1924 Nr 114, poz. 1019). Członkami giełd mogli zostać kupcy oraz spółki handlowe wpisane do rejestru handlowego. Na giełdach pieniężnych przedmiotem obrotu mogły być waluty, weksle, czek, przekazy, papiery wartościowe, monety i kruszce. W transakcjach pośredniczyć mogli tylko maklerzy zatwierdzeni przez odpowiedniego ministra.

Następne istotne dla funkcjonowania giełd zmiany regulacyjne nastąpiły w okresie wielkiego kryzysu. W warunkach deflacji (w latach 1929–1935 poziom cen spadł o 45%) rosła realna wartość spłacanych rat kredytów, co wywołało szeroką presję na zmniejszenie tych obciążeń drogą rozwiązań ustawowych. W grudniu 1932 r. uchwalono ustawę o obniżeniu oprocentowania i przedłużeniu okresów umorzenia wierzytelności długoterminowych zabezpieczających listy zastawne i obligacje oraz wydanych na podstawie tych wierzytelności listów zastawnych i obligacji (Dz. U. 1932 Nr 115, poz. 950). Na jej podstawie oprocentowanie instrumentów dłużnych, które wcześniej wynosiło ponad 5%, obniżono do 4,5–5,5%. Kolejna ustawa konwersyjna dotycząca instrumentów dłużnych notowanych w walutach obcych została wprowadzona przez rząd na początku 1937 r. Pożyczki dolarowe konwertowane były na obligacje 4,5-procentowej wewnętrznej pożyczki państwowej 1937 r. W następnych latach dalej prowadzono akcje konwersji pożyczek w walutach zagranicznych, m.in. 7-procentowej pożyczki stabilizacyjnej z 1927 r. [Drozdowski, 1963]. W 1936 r. wprowadzono reglamentację dewizową, kontrolowano eksport i import towarów, a eksporterzy mieli obowiązek sprzedaży pozyskanych walut na warunkach określonych przez państwo [Skiba, 2019]. W latach kryzysu wywieziono z Polski łącznie 2570 mln zł kapitału zagranicznego, zagwarantowaną przez prawo wymienialność złotego na waluty zagraniczne utrzymano głównie kosztem ograniczeń importu [Kostrowicka, Landau, Tomaszewski, 1978; Don-Siemion, 2021].

Wielki kryzys miał w Polsce wyjątkowo bolesny przebieg, spadek PKB w latach 1929–1933 należał do największych w Europie i na świecie [Bukowski, Kowalski, Wroński, 2026a]. Deflacyjna polityka rządu [Knaikiewicz, 1967] sprawiła, że Polska wyszła z kryzysu dopiero w 1936 r. Końcówka lat trzydziestych była jednak okresem dość szybkiej ekspansji, w dużej mierze za sprawą mobilizacji inwestycji państwowych w Centralnym Okręgu Przemysłowym.

Kryzys miał, co oczywiste, odzwierciedlenie w bankructwach podmiotów gospodarczych, w tym notowanych na warszawskiej giełdzie. W 1927 r. notowano akcje 98 spółek, w 1930 r. 78, w 1933 r. 52, a w 1936 r. już tylko 48. Równocześnie wzrosła rola państwa jako akcjonariusza: wartość udziałów państwa w spółkach notowanych na giełdzie wzrosła z 51 mln zł w 1927 r. do 445,9 mln zł w 1937 r. [Chłopecki, Kozirowski, 2019]. Największą spółką, której akcje notowano na giełdzie, był Bank Polski SA – polski bank centralny.

Najpopularniejszym instrumentem finansowym na giełdzie warszawskiej były przez cały badany okres dewizy, w latach 1925–1938 obroty nimi stanowiły od 80% do 90% sumy obrotów ogółem (tj. trzech instrumentów: dewiz, papierów procentowych i akcji). Do wybuchu wielkiego kryzysu obroty akcjami oraz papierami rosły stopniowo z ok. 2–3% w 1925 r. do odpowiednio 7% i 10% w 1928 r., po 1929 r. udział obrotów akcjami spadł poniżej 5% sumy obrotów, podczas gdy papierami procentowymi wahał się w zależności od lat od 9% do 19%. Strukturę obrotu na giełdzie przedstawiamy w tabeli A3.

Po wybuchu II wojny światowej minister skarbu już w pierwszym dniu wojny zawiesił działalność giełdy, zakazał zebrań i ustalania kursów. Jednak podobnie jak podczas I wojny światowej giełda działała nieoficjalnie, ponieważ właściciele papierów wartościowych chcieli wymienić je na środki płynne. Po kapitulacji Warszawy okupant tolerował nieoficjalne spotkania giełdowe [Górski, 2015]. 20 listopada 1939 r. pomiędzy Generalnym Gubernatorstwem a Rzeszą wprowadzono granicę celną i walutową w celu kontroli wwozu towarów z terytorium Rzeszy na terytorium Generalnego Gubernatorstwa [Landau, 1962], a także uniemożliwienia wywozu złota i dewiz przez mieszkańców Generalnego Gubernatorstwa.

Bankiem emisyjnym dla Generalnego Gubernatorstwa był Emissionsbank in Polen (Bank Emisyjny w Polsce), powołany 15 grudnia 1939 r., z siedzibą w Krakowie. Aby zmniejszyć ilość pieniądza w obiegu, nakazano zdeponowanie banknotów o nominalne 100 zł i 500 zł do 14 lutego 1940 r., 27 marca 1940 r. zaś władze okupacyjne wydały rozporządzenie o wycofaniu banknotów o nominalne 100 zł, 50 zł, 20 zł i 10 zł oraz biletów 5 zł i 2 zł i ich wymianie w relacji 1 : 1 na nowe bilety złotowe emitowane przez Bank Emisyjny. Co więcej, w ciągu 5 lat wzrosła podaż pieniądza z 2068 mln zł pod koniec 1940 r. do 12 761 mln zł na początku 1945 r. Była to konsekwencja polityki eksploatawania polskiej gospodarki na potrzeby niemieckiej maszyny wojennej. Produkty wytwarzane na terenie Generalnego Gubernatorstwa były wywożone do Rzeszy, a w zamian płacono

asygnatami Kas Kredytowych Rzeszy, do których wykupu zobowiązany był Bank Emisyjny w Polsce. W ten sposób ilość towarów na rynku w Polsce spadała, a podaż pieniądza rosła. Skutkowało to wzrostem cen na terenie Generalnego Gubernatorstwa, odczuwalnym również na giełdzie warszawskiej [Skalniak, 1966; Łuczak, 1979].

W styczniu 1940 r. Związek Instytucji Finansowych wystąpił do Nadzoru Bankowego (instytucji powołanej w celu kontroli instytucji kredytowych na terenie Generalnego Gubernatorstwa) o zgodę na wznowienie codziennych posiedzeń [Gójski, 2021]. Związek otrzymał zgodę na wznowienie posiedzeń już 1 lutego, a w lipcu 1940 r. rząd powołał komisarza giełdowego, którym został dyrektor Banku Emisyjnego Oskar Śladeczek (wcześniej kierownik wydziału w banku centralnym Austrii). Powołanie komisarza giełdowego trwało aż pół roku najprawdopodobniej z powodu problemów z utworzeniem Urzędu Nadzoru Bankowego, który ostatecznie powstał na mocy rozporządzenia z 8 kwietnia 1940 r. [Gójski, 2021]. W kwietniu 1941 r. Oskara Śladeczka zastąpił Heinrich Winkler [AAN Bank Handlowy 271-b].

Pod koniec 1942 r. obrót na zebraniach oficjalnych spadał, a coraz więcej właścicieli dokonywało transakcji w obrocie pozagiełdowym, ponieważ komisarz giełdowy zaniżał kursy. Spowodowało to jego odwołanie w grudniu 1942 r. Mimo odwołania komisarza Giełda kontynuowała działalność na codziennych posiedzeniach [AAN Bank Handlowy 271-b]³.

Zgoda władz okupacyjnych na funkcjonowanie (choć w ograniczonych warunkach) rynku kapitałowego może wydawać się paradoksalna, zwłaszcza że równoległe zamknięto lub silnie zredukowano funkcjonowanie wielu polskich instytucji. Zasadniczym motywem jej wyrażenia było zachowanie płynności banków, koniecznej do funkcjonowania gospodarki Generalnego Gubernatorstwa, która wносиła istotny wkład w niemiecki wysiłek wojenny. Instrumenty dłużne (listy zastawne) zajmowały ważną pozycję w bilansach banków, a pozbawienie możliwości ich spieniężenia paraliżowałoby działalność banków. Prawdopodobnie również dlatego władze niemieckie tolerowały obrót instrumentami finansowymi na rynku nieregulowanym, ostatecznie uznając, że lepszy jest obrót nieregulowany od zupełnego braku obrotu.

Dlaczego inwestorzy w okresie okupacji wciąż nabywali papiery wartościowe? Część spółek wciąż prowadziła działalność i wypracowywała zyski. Największa ze spółek giełdowych (Bank Polski) została ewakuowana z Polski i nie wypłacała dywidend. Ciągłe jednak jej akcje reprezentowały tytuł własności do jej majątku (aktywów finansowych, w tym rezerw, nieruchomości, posiadanych przez Bank przedsiębiorstw). Zakup akcji Banku Polskiego w okresie okupacji był transakcją wysoce ryzykowną, stwarzał jednak szansę nabycia atrakcyjnych aktywów istotnie poniżej ich przedwojennej wartości. Inwestycja w papiery wartościowe – zwłaszcza listy zastawne zabezpieczone hipotecznie – była przez część inwestorów postrzegana jako szansa na ochronę środków pieniężnych przed inflacją. Waluta okupacyjna szybko traciła na wartości, jednak zahipotekowane aktywa (oraz szerzej aktywa, do których papiery wartościowe stanowiły tytuł własności) zachowywały swoją wartość. Działalność inwestycyjną w okresie okupacji można określić jako spekulacyjną, wciąż jednak miała sens ekonomiczny, przynajmniej dla inwestorów z wysoką skłonnością do ryzyka.

Źródła danych

Przygotowana przez nas baza danych obejmuje notowania w okresie 1919–1939 oraz w latach 1940, 1943, 1944 (dokumentacja obrotu z lat 1941–1942 nie pozwala na ustalenie kursów zakupu i sprzedaży papierów wartościowych). Analiza danych z lat 1919–1923 stwarza zasadniczą trudność ze względu na wysoki poziom inflacji – notowania były prowadzone w systemie ciągłym, podczas gdy inflacja była mierzona przez Główny Urząd Statystyczny (GUS) w interwale miesięcznym, istnieją także wątpliwości co do jakości jego oszacowań. Teoretycznie możliwe jest przeliczenie notowań w markach polskich na notowania w dolarach amerykańskich, jednakże jest to duże wyzwanie ze względu na zawieszenie notowań walut w okresie najwyższej inflacji, w 1923 r. W związku z tym przedmiotem naszej analizy są notowania w okresie 1924–1944 (z wyżej wskazanymi zmianami).

³ W 1944 r. Giełda Pieniężna w Warszawie znów miała komisarza, którym był T. Mierzyński.

Bazę danych przygotowaliśmy na podstawie publikowanych co roku sprawozdań Giełdy Pieniężnej w Warszawie oraz zestawień administracji niemieckiej przechowywanych w Archiwum Akt Nowych. Sprawozdania giełdowe zawierają rozdziały o władzach, członkach a także o bilansie i budżecie giełdy. Druga część sprawozdań to dział statystyczny, z listą spółek akcyjnych oraz papierów procentowych, obrotem walutami, akcjami i papierami na giełdzie w wybranych latach oraz notowaniami. Szczegółowość sprawozdań giełdowych uległa zmniejszeniu w okresie wielkiego kryzysu. Podobne zjawisko obserwujemy w publikacjach Głównego Urzędu Statystycznego; prawdopodobnie wynikało to z chęci poczynienia oszczędności. Zakres sprawozdań giełdowych różni się pomiędzy latami, dlatego nie jest możliwe zbudowanie bazy danych z notowaniami wszystkich instrumentów finansowych (akcje, obligacje i listy zastawne). Ponadto notowania wielu spółek były wysoce nieregularne, nie jest dla nas jasne, czy wynikało to z braku obrotu, czy z braku publikacji notowań. Skłaniamy się do pierwszego wyjaśnienia. Ponadto liczba spółek notowanych na giełdzie wahała się w zależności od okresu. Najpierw stopniowo wstrzymywano notowania spółek przedwojennych, z których znaczna część w praktyce przestała prowadzić działalność na skutek I wojny światowej, następnie w okresie wielkiego kryzysu liczba spółek w obrocie malała ze względu na dekoniunkturę gospodarczą. Ze względu na ograniczenia materiału źródłowego zdecydowaliśmy się na digitalizację notowań największych spółek oraz najważniejszych instrumentów dłużnych.

Przygotowana przez nas baza danych obejmuje notowania akcji: Banku Polskiego, Warszawskiego Towarzystwa Kopalń Węgla, Zakładów Ostrowieckich, Starachowickich Zakładów Górniczych, Towarzystwa Zakładów Żyrardowskich, Warszawskich Towarzystw Fabryk Cukru, Banku Handlowego w Warszawie, Tomaszowskiej Fabryki Sztucznego Jedwabiu, Warszawskiego Towarzystwa Ubezpieczeń, Kluczewskiej Fabryki Papieru i Celulozy, SA Eksploatacji Soli Potasowych oraz Zjednoczonych Browarów Warszawskich „Haberbusch i Schiele”. W zakresie instrumentów dłużnych badaniem objęliśmy notowania: 5-procentowej państwowej pożyczki konwersyjnej (1924 r.), 6-procentowej pożyczki dolarowej (1919/1920), 7-procentowej pożyczki stabilizacyjnej (1927 r.), 4-procentowej pożyczki konsolidacyjnej (1936 r.), trzech serii listów zastawnych Towarzystwa Kredytowego m. st. Warszawy (przedwojenne, 1925 r., 1933 r.) oraz dwóch serii listów zastawnych Banku Gospodarstwa Krajowego (1925 r., 1938 r.). Szczegółowe informacje o liczbie notowań poszczególnych instrumentów finansowych przedstawiono w tabelach A1 i A2, znajdujących się w aneksie.

W latach 1925, 1930 oraz 1938 wybrane przez nas spółki odpowiadały odpowiednio za 13%, 47% i 59% kapitalizacji całej giełdy. Szacunek ten dotyczy wartości księgowej, ponieważ nie jesteśmy w stanie ustalić wartości rynkowej wszystkich spółek notowanych na giełdzie (nie dla wszystkich z nich znamy notowania). Pierwsza z wielkości, dotycząca roku 1925 r., ma w pewnej mierze charakter przybliżony, notowano wtedy jeszcze wiele spółek, które – formalnie rzecz biorąc – miały wysoką wycenę księgową, ale ich rzeczywista wartość i praktyczne znaczenie zarówno dla obrotu, jak i gospodarki były niewielkie.

Pierwszym celem badania jest obliczenie indeksów akcji pozwalających ocenić stan rynku kapitałowego. Zasadniczym wyzwaniem w obliczeniu indeksu jest nieciągłość notowań (zob. tabele A1 i A2). Ciągłymi notowaniami od maja 1924 r. do sierpnia 1939 r. dysponujemy jedynie dla pięciu spółek: Warszawskiego Towarzystwa Kopalń Węgla, Zakładów Ostrowieckich, Starachowickich Zakładów Górniczych, Warszawskiego Towarzystwa Fabryk Cukru oraz Zjednoczonych Browarów Warszawskich. Notowania akcji Banku Polskiego zostały rozpoczęte dopiero w 1926 r. (wcześniej jego akcje nie były notowane na giełdzie). W przypadku Banku Handlowego nie dysponujemy notowaniami dla lat 1932–1936, jeśli idzie o inne spółki, przerwy w notowaniach były krótsze. Teoretycznie możliwe jest coroczne zmienianie składu indeksu, byłoby to jednak niezasadne, trudno byłoby bowiem odróżnić, w jakim stopniu zmiana wartości indeksu była skutkiem wahań koniunktury, a w jakim zmianą kompozycji indeksu, która w naszym wypadku wynika nie z kapitalizacji spółek, a z dostępności danych. Kolejnym wyzwaniem jest przeliczenie bilansów przedsiębiorstw publicznych w 1927 r. Wcześniej bilanse niektórych przedsiębiorstw wciąż były sporządzane w markach polskich, wartość nominalna wielu akcji była zaś wciąż wyrażona w rublu. Wraz z przerachowaniem bilansów i zmianą wartości nominalnej akcji zmieniły się kursy akcji. Indeks został oczyszczony z tego rodzaju technicznych zmian kursów akcji, ponieważ nie odzwierciedlają one realnej zmiany wartości akcji. **Jarzębski [2009]** omawia wpływ zmiany siły nabywczej pieniądza (w tym zmian walutowych) na wykonanie zobowiązań w okresie międzywojennym.

Z wyżej wskazanych powodów zdecydowaliśmy się obliczyć dla rynku akcji dwa indeksy: WIG5 (05.1924–08.1939) oraz WIG6 (01.1926–08.1939). Indeks WIG6 to indeks WIG5 poszerzony o Bank Polski. Indeks obliczamy z częstotliwością miesięczną. W przypadku miesięcy, dla których nie dysponujemy ani jednym notowaniem, uzupełniamy kurs na podstawie ekstrapolacji liniowej. Obliczamy również indeks WIG-obligacje. Ponieważ notowane papiery dłużne zmieniały się częściej niż notowane akcje (obligacje były spłacane, następnie emitowano nowe), indeks obejmuje wszystkie notowane papiery. Ze względu na dostępność danych jako wartość bazową wybraliśmy styczeń 1925 r. Na potrzeby obliczania indeksu przyjmujemy równy udział wszystkich papierów dłużnych, które w danym momencie są notowane.

Dla okresu okupacji dysponujemy notowaniami ze stycznia, maja, czerwca i sierpnia 1940 r., całego 1943 r. oraz maja i czerwca 1944 r. Notowania zrekonstruowano na podstawie materiałów przechowywanych w Archiwum Akt Nowych. Notowania dla 1940 r. pochodzą z archiwaliów Banku Handlowego [AAN Bank Handlowy 271-b], dla 1943 r. zostały wyliczone na podstawie księgi kupna i sprzedaży papierów wartościowych [AAN Bank Handlowy 47/185], a dla 1944 r. pochodzą z korespondencji pomiędzy komisarzem giełdy a rządem Generalnego Gubernatorstwa w Krakowie [AAN Rząd GG 5.7/1299]. Obliczamy indeksy WIG-okupacja-akcje oraz WIG-okupacja-obligacje. Indeksy mają wartość bazową w sierpniu 1938 r. Dla indeksu akcji przyjmujemy udział poszczególnych spółek równy ich kapitalizacji w całości kapitalizacji spółek z indeksu w 1938 r. (indeks rynku akcji jest średnią ważoną), dla indeksu obligacji przyjmujemy równy udział wszystkich papierów (każdy instrument ma taką samą wagę).

W artykule oceniono także wpływ sytuacji ekonomicznej – zmiany poziomu PKB – na notowania instrumentów finansowych. Źródłem danych o PKB jest opracowanie [Bukowskiego, Kowalskiego oraz Wrońskiego \[2026a\]](#), przedstawiające jego szacunek zgodny ze standardami historycznych rachunków narodowych.

Wyniki

Notowania rynku akcji

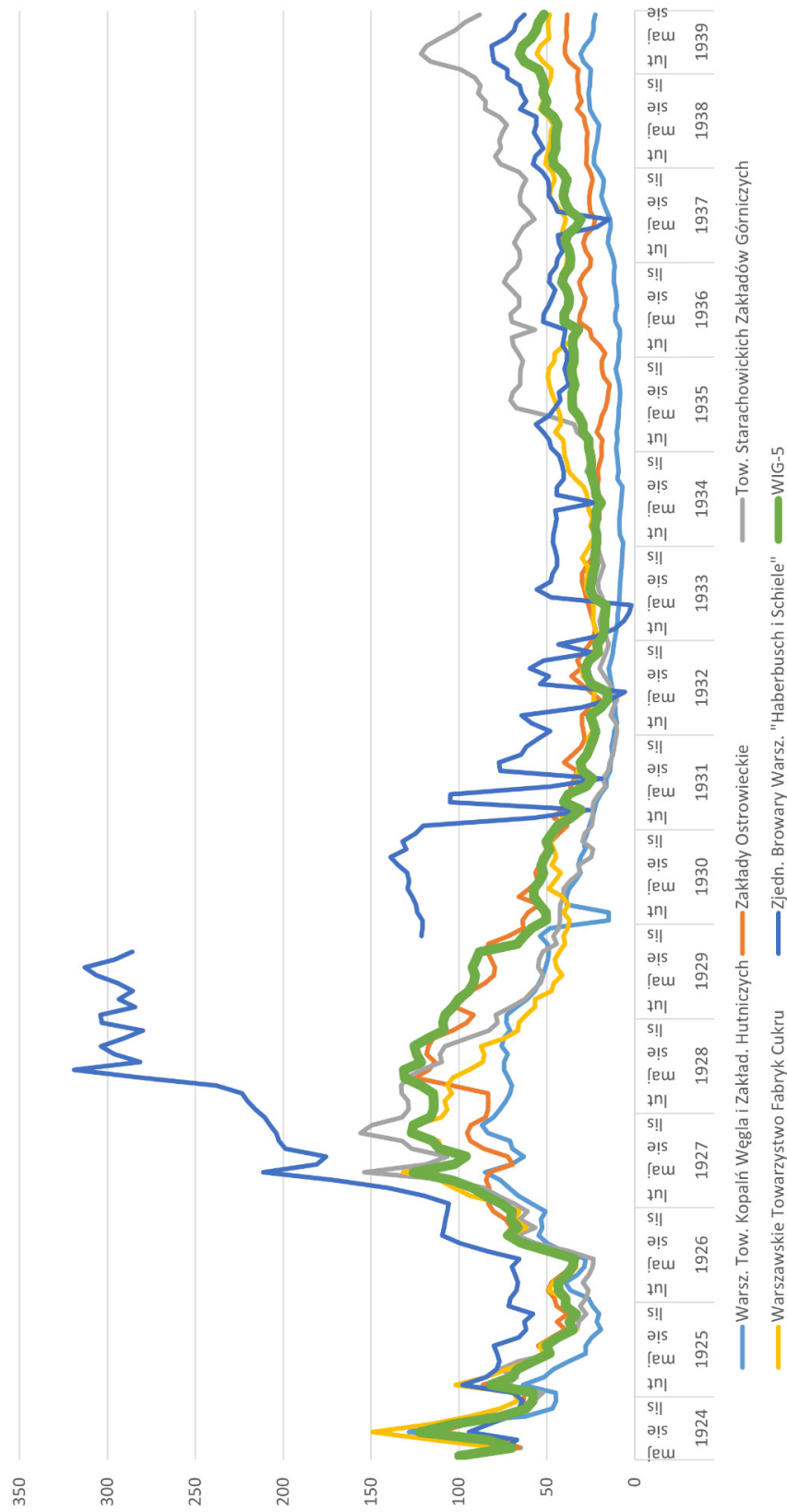
Notowania indeksów WIG-5 oraz WIG-6 w okresie międzywojennym przedstawiono na wykresach 1 i 2. Notowania indeksu WIG-5 pozwalają wyróżnić następujące okresy:

- 1) recesja 05.1924–11.1925 (–67%);
- 2) stagnacja 11.1925–06.1926 (+3%);
- 3) hossa 06.1926–06.1928 (+246%);
- 4) spadek notowań 06.1928–03.1929 (–24%);
- 5) recesja 03.1929–01.1932 (–76%);
- 6) stagnacja 01.1932–07.1934 (+0%);
- 7) ekspansja 07.1934–10.1936 (+88%);
- 8) stagnacja 10.1936–10.1937 (–4%);
- 9) ekspansja 10.1936–02.1939 (+65%);
- 10) recesja 02.1939–08.1939 (–22%).

Zidentyfikowane okresy są silnie powiązane z dynamiką polskiej gospodarki, chociaż zmienność notowań giełdowych była zdecydowanie wyższa niż zmienność agregatów makroekonomicznych (zob. tabela 1). Taka rozbieżność jednak nie zaskakuje, notowania instrumentów finansowych wykazują większe wahania niż wielkość produkcji.

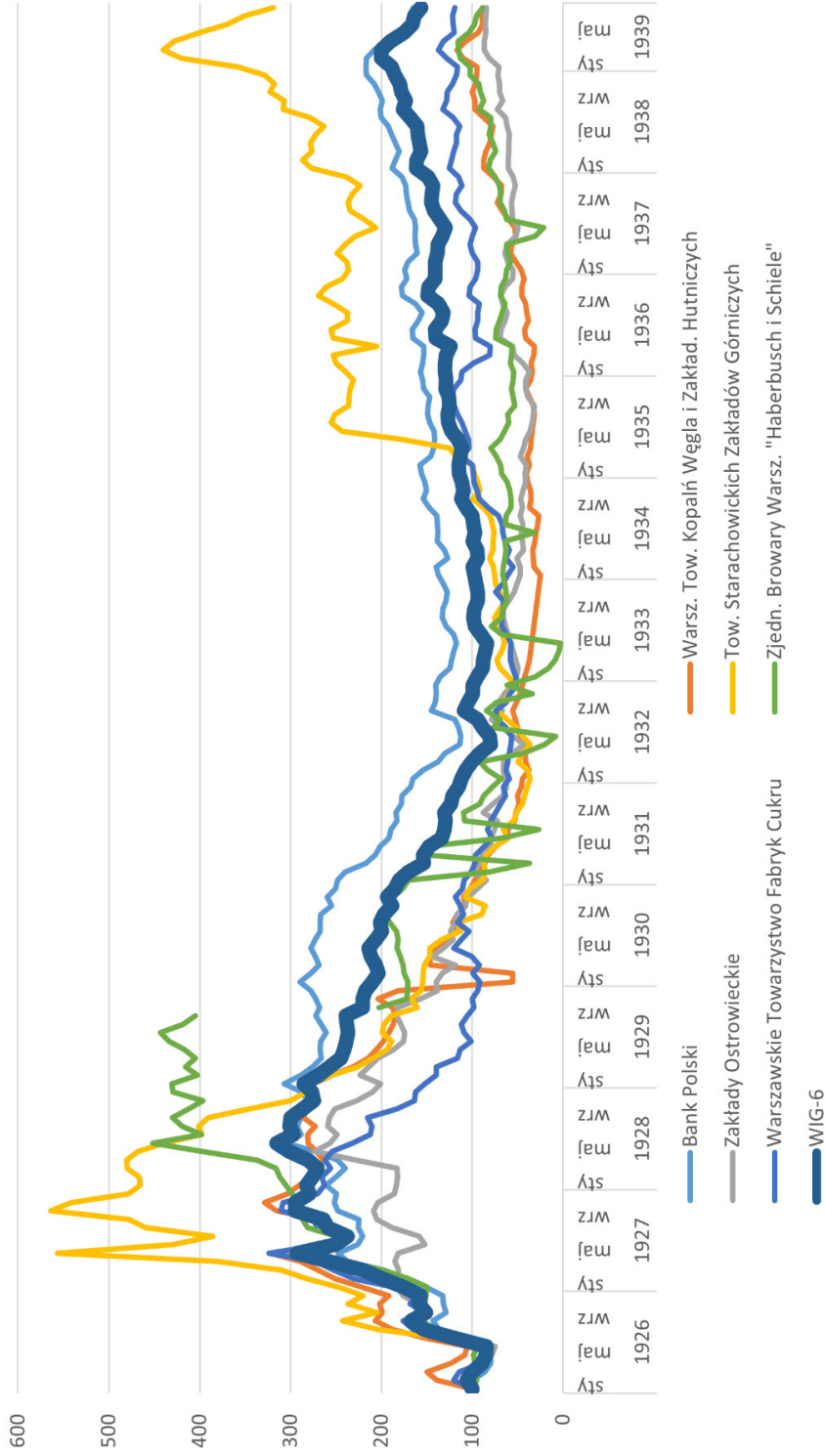
Recesja z lat 1924–1926 odzwierciedla wpływ reformy Grabskiego na gospodarkę oraz koszty polsko-niemieckiej wojny celnej. W latach 1924–1926 realna wartość dodana w przemyśle spadła o 20%, w usługach zaś o 30% (zob. tabela 1). Hossa z lat 1926–1928 towarzyszyła dynamicznemu wzrostowi PKB, w 1928 r. realny PKB per capita był o 43% wyższy niż w 1926 r. W 1928 r. notowania giełdy załamały się wraz ze spadkiem cen produktów rolnych. Silna zależność pomiędzy koniunkturą na giełdzie (notowaniami akcji) a cyklem koniunkturalnym całej gospodarki występowała aż do połowy lat trzydziestych.

Wykres 1. Notowania indeksu WIG-5 oraz spółek wchodzących w jego skład (05.1924–08.1939)



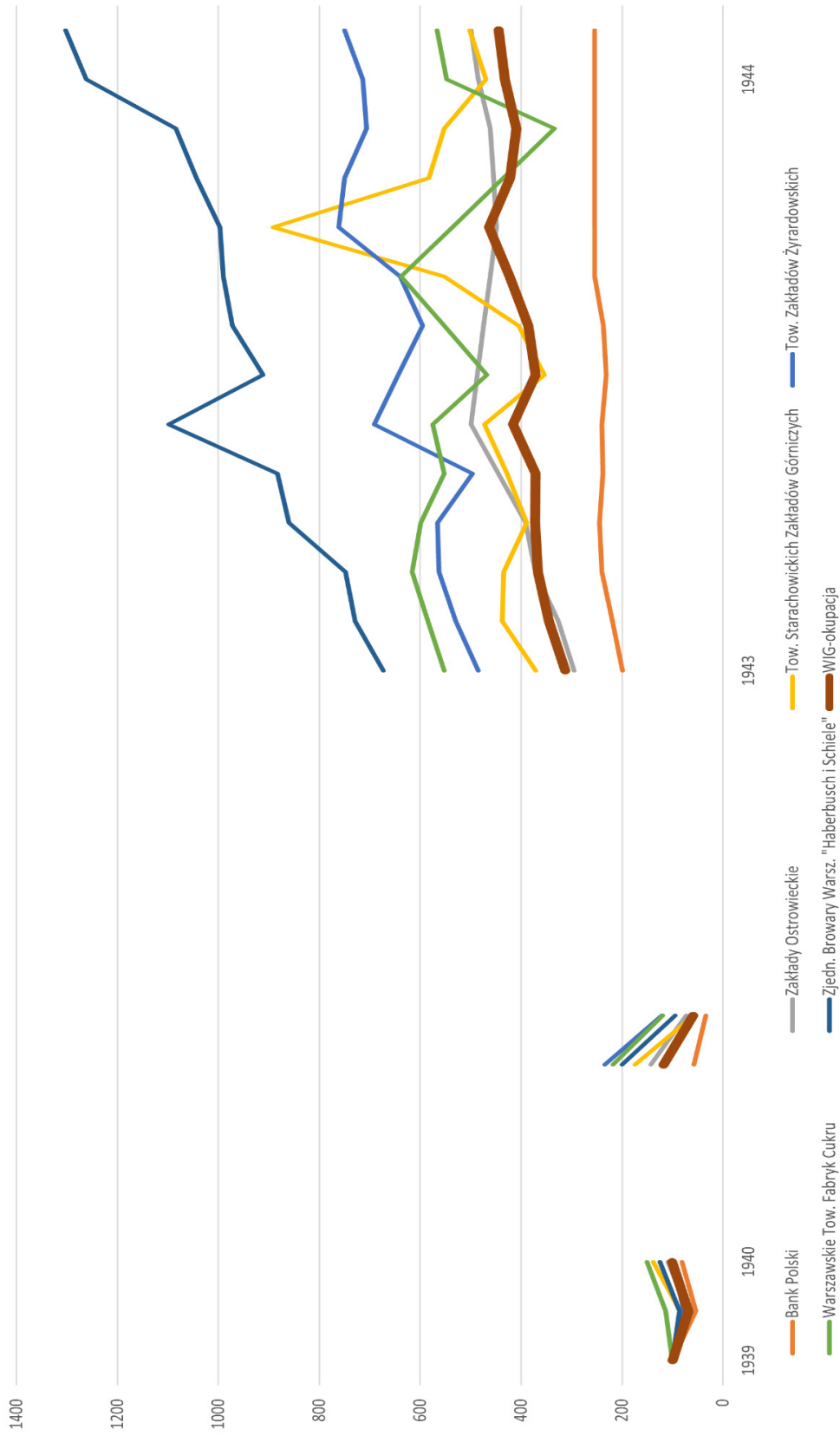
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 2. Notowania indeksu WIG-6 oraz spółek wchodzących w jego skład (01.1926–08.1939)



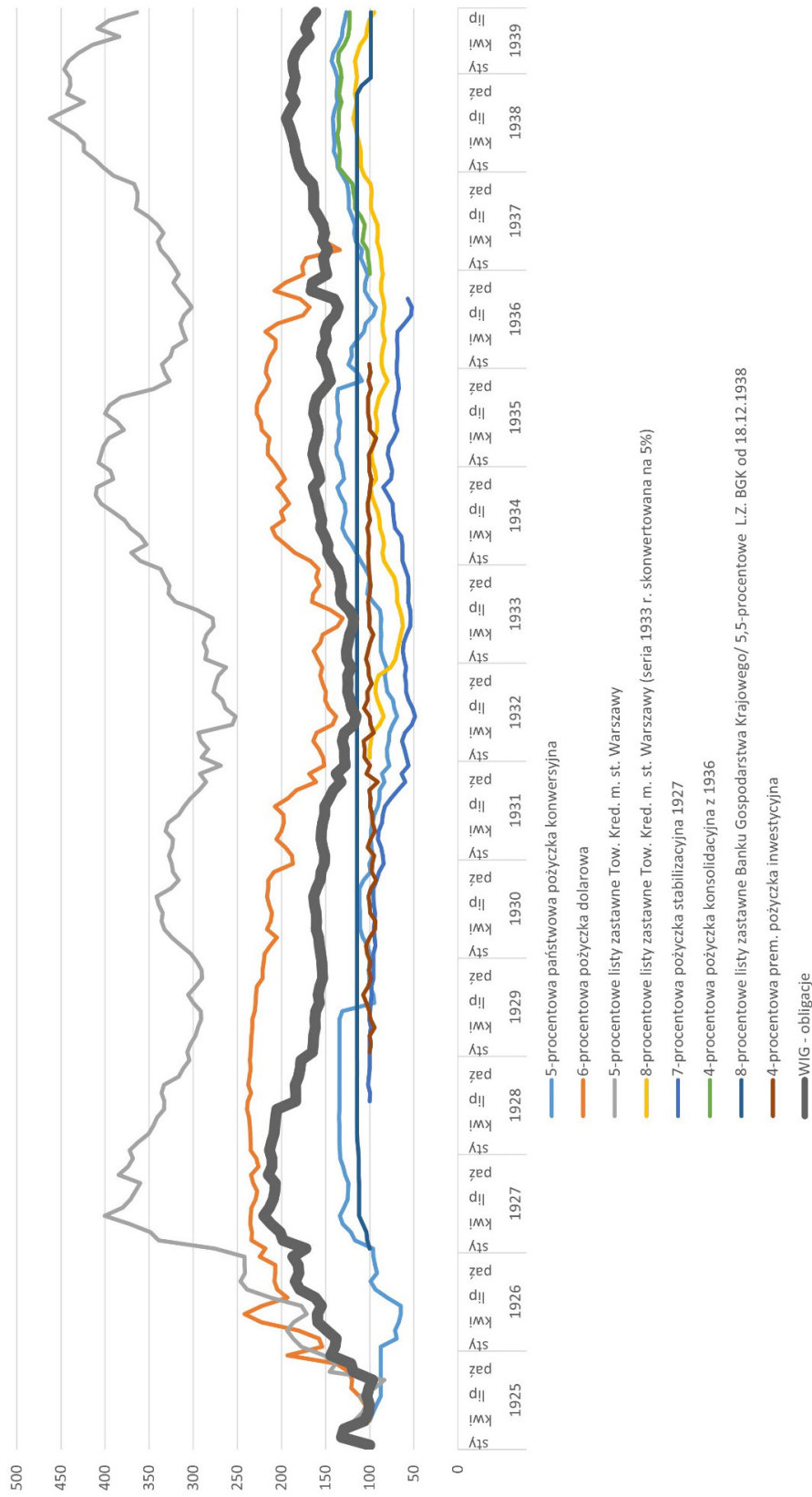
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 3. Notowania indeksu WIG-okupacja-akcje oraz spółek wchodzących w jego skład (08.1939–06.1944)



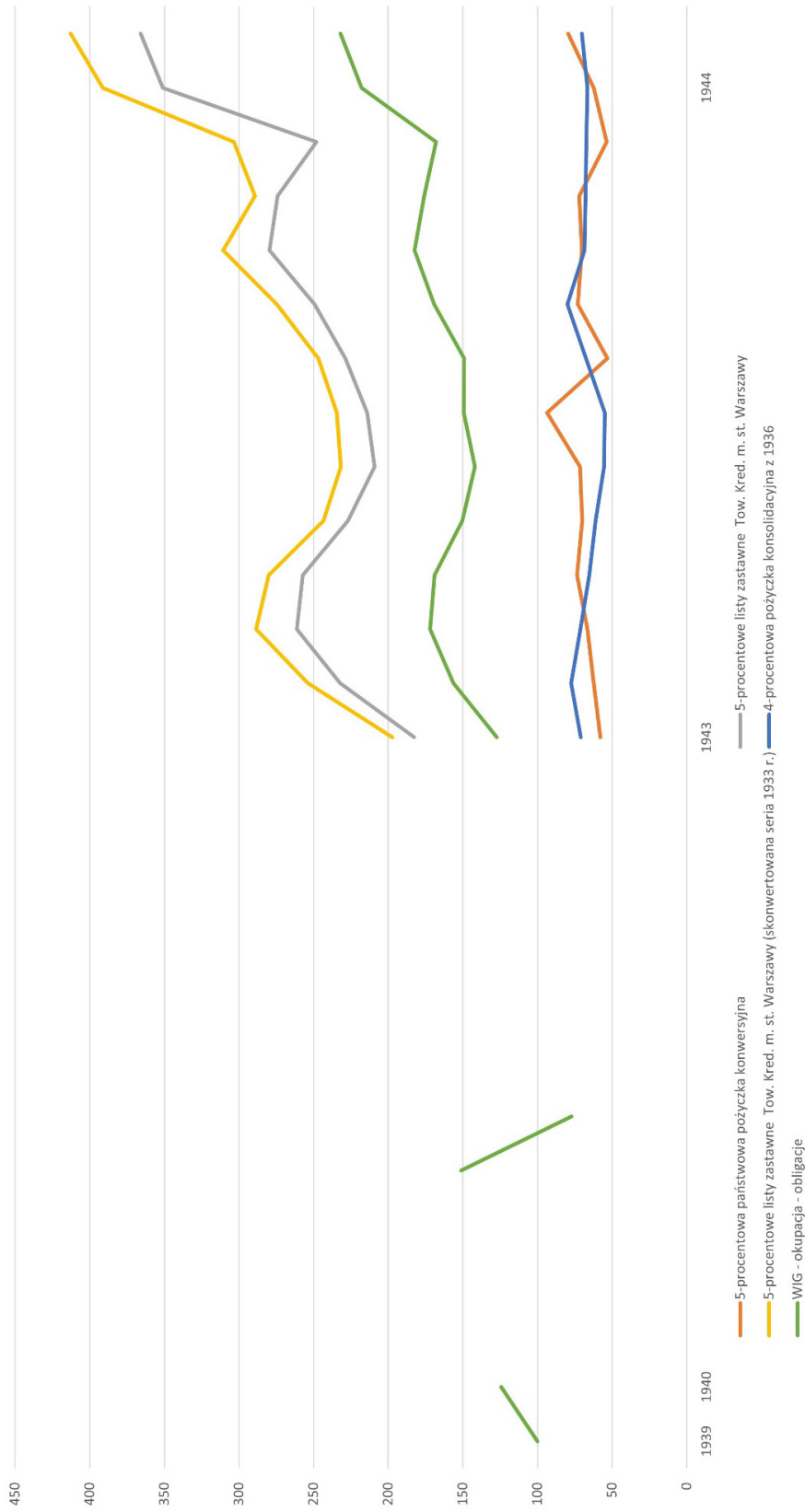
Źródło: opracowanie własne.

Wykres 4. Notowania indeksu WIG-obligacje oraz papierów dłużnych wchodzących w jego skład (01.1925–08.1939)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 5. Notowania indeksu WIG-obligacje oraz papierów dłużnych wchodzących w jego skład (08.1939–06.1944)



Źródło: opracowanie własne.

W ostatnich miesiącach istnienia II Rzeczypospolitej kluczowym czynnikiem kształtującym notowania giełdowe była sytuacja polityczna. W latach 1938–1939 miało miejsce silne ożywienie gospodarcze, jednakże od jesieni 1938 r. nie towarzyszył mu wzrost notowań giełdowych. W październiku 1938 r. III Rzesza sformułowała żądanie aneksji Gdańska oraz eksterytorialnego korytarza przez Polskę. Znalazło to odbicie w zatrzymaniu wzrostu kursów, które zostało przełamane po aneksji Zaolzia przez Polskę. W tym czasie miał miejsce radykalny wzrost niepewności i run na banki. Pod koniec kwietnia 1939 r. III Rzesza wypowiedziała polsko-niemiecki pakt o nieagresji, a kilka dni później minister Beck z mównicy sejmowej deklarował: „Jest tylko jedna rzecz w życiu ludzi, narodów i państw, która jest bezcenna, tą rzeczą jest honor”. Inwestorzy giełdowi deklarację tę odebrali dosłownie – w maju notowania akcji spadły o 8%, a obligacji o 5%. Od tego czasu aż do wybuchu wojny rynek kapitałowy znajdował się w wyraźnym trendzie spadkowym. W przededniu wojny za obligacje Skarbu Państwa o wartości nominalnej 100 zł płacono na giełdzie 61–63 zł, a na początku października 1938 r. było to 67–68 zł.

Notowania indeksu WIG-6, poszerzonego o Bank Polski, który z racji wysokiej kapitalizacji miał największy udział w indeksie (52,8% udziału w kapitalizacji), wykazywały podobny przebieg. Indeks WIG-6 cechował się wyższą stopą wzrostu, ponieważ moment bazowy stanowią jego notowania ze stycznia 1926 r. (baza indeksu przypada na historycznie niski poziom notowań).

Spośród spółek najwyższą zmienność notowań wykazywały Zjednoczone Browary Warszawskie „Haberbusch i Schiele”. Prawdopodobnie wiązało się to z faktem, że było to przedsiębiorstwo z sektora spożywczego, silnie zależnego od rynku krajowego. Wysoki poziom zmienności tej spółki w części wynikał z załamania notowań w grudniu 1929 r. na skutek wycofania z notowań akcji I serii oraz wprowadzenia akcji II serii. Mimo takiej samej wartości nominalnej akcje serii II nie uprawniały do otrzymania dywidendy, dlatego też kurs akcji doznał takiego spadku.

Na wykresie 3 przedstawiono notowania akcji spółek w okresie okupacji. Pomiędzy sierpniem a grudniem 1939 r. wycena akcji Banku Polskiego spadła o 45%, podczas gdy wycena pozostałych akcji – z dalej wskazanym wyjątkiem – spadała o 15–30%. W odróżnieniu od reszty indeksu Warszawskie Towrzytwa Fabryk Cukru zanotowało 13-procentowy wzrost notowań. Notowania instrumentów finansowych odbiły się w styczniu 1940 r., prawdopodobnie na skutek ogłoszenia powszechnej mobilizacji w Wielkiej Brytanii, co zmniejszyło wcześniejsze obawy dotyczące szybkiego zawarcia pokoju z Niemcami. Poprawa nastroju była jednak tylko chwilowa, na skutek upadku Francji nastąpiło bowiem załamanie kursów. W sierpniu 1940 r. kurs akcji Banku Polskiego był o 90% niższy niż w sierpniu 1939 r., podczas gdy kurs pozostałych akcji o 35–60% niższy.

Niestety nie dysponujemy notowaniami za lata 1941–1942, nie zachowały się one w zasobie archiwalnym. W styczniu 1943 r. wartość indeksu WIG-okupacja trzykrotnie przekraczała poziom z sierpnia 1939 r. Ponownie najsłabiej wypadł Bank Polski, którego kurs wzrósł jedynie dwukrotnie. Od stycznia 1943 r. do czerwca 1944 r. wartość indeksu WIG-okupacja dynamicznie rosła, w czerwcu 1944 r. była o 42% wyższa niż na początku 1943 r. Najszybciej rosła wartość akcji Zjednoczone Browary Warszawskie „Haberbusch i Schiele”, których wycena w tym okresie wzrosła o 94%.

Notowania rynku obligacji

Notowania WIG-obligacje przedstawiono na wykresie 4. W 1925 r. wartość indeksu wykazywała wysokie wahania, jednakże w grudniu pozostawała o 44% wyższa niż w styczniu. Obserwując wzrost wycen obligacji w 1925 r., pamiętać należy, że bazą indeksu jest okres bessy na rynku kapitałowym na początku 1925 r., kiedy część instrumentów wchodzących w skład indeksu wyceniona była poniżej wartości nominalnej. Od stycznia 1926 r. do stycznia 1928 r. miał miejsce wzrost wycen papierów dłużnych, wartość indeksu WIG-obligacje wzrosła o 53%. Spadek wycen rozpoczął się na początku 1928 r. i trwał aż do czerwca 1933 r. W drugiej połowie 1933 r. notowania instrumentów dłużnych zaczęły rosnąć, okres wzrostu trwał aż do października 1938 r., na przestrzeni pięciu lat wycena papierów dłużnych wzrosła o 60%. Od października 1938 r. do marca 1939 r.

obserwujemy stabilny poziom wycen, jednakże w dalszej części roku nastąpiła istotna korekta. W sierpniu 1939 r. wartość indeksu pozostawała o 13% niższa niż w marcu tego samego roku.

Notowania papierów dłużnych w okresie okupacji przedstawiono na wykresie 5. Niestety z okresu przed styczniem 1943 r. dysponujemy jedynie notowaniami 5% listów zastawnych Towarzystwa Kredytowego m.st. Warszawy. Ich wycena pomiędzy sierpniem 1939 r. a majem 1940 r. wzrosła o 51%. Prawdopodobnie było to skutkiem wyższego popytu na obligacje samorządowe w warunkach niepewności, czy obligacje państwowe zostaną spłacone. Notowania listów zastawnych Towarzystwa Kredytowego m.st. Warszawy załamały się na skutek upadku Francji. W sierpniu 1940 r. ich wycena była o 62,5% niższa niż trzy miesiące wcześniej.

W styczniu 1943 r. obligacje 5-procentowej pożyczki konwersyjnej były notowane 42% poniżej wyceny z sierpnia 1939 r., 4-procentowej pożyczka konsolidacyjna z 1936 r. była zaś notowana 39% poniżej poziomu sprzed niemieckiej inwazji na Polskę. Dużo lepiej wypadły listy zastawne warszawskiego Towarzystwa Kredytowego. Wycena 5% listów zastawnych Towarzystwa Kredytowego m. st. Warszawy była o 83% wyższa, a 8% listów zastawianych o 97% wyższa niż przed wojną.

Od stycznia 1943 r. do czerwca 1944 r. indeks WIG-okupacja-obligacje znajdował się w trendzie wzrostowym. W czerwcu 1944 r. jego wartość była o 82% wyższa niż w styczniu poprzedniego roku. Ponownie jednak zwraca uwagę rozbieżny przebieg notowań obligacji państwowych oraz obligacji pozarządowych. Obligacje państwowe osiągnęły szczyt notowań w lipcu (5-procentowa pożyczka konwersyjna) oraz we wrześniu (4-procentowa pożyczka konsolidacyjna) 1943 r. Ich wycena spadała aż do końca 1943 r., pozostawała na stabilnym poziomie do maja 1944 r. i zanotowała niewielkie wzrosty w czerwcu. Wyceny listów zastawnych m. st. Warszawy cały czas znajdowały się zaś w trendzie wzrostowym.

Załamanie wyceny obligacji państwowych latem 1943 r. należy prawdopodobnie wiązać z przebiegiem kampanii na froncie wschodnim. Po przegranej przez III Rzeszę bitwie na łuku kurskim (05.07–23.08) jasne stało się, że wyzwolenie Polski spod okupacji przyjdzie ze wschodu. Mogło rodzić to obawy, na ile nowe władze, w których kształtowaniu prawdopodobnie kluczowy udział będzie miał ZSRR, będą honorować przedwojenne zobowiązania. W tym miejscu warto przypomnieć, że były one zaciągane przez autorytarny rząd, działający na podstawie nielegalnie uchwalonej konstytucji kwietniowej. Wzrost wycen w czerwcu 1944 r. prawdopodobnie wynikał z zatrzymania ofensywy wiosennej Armii Czerwonej w maju 1944 r., jeszcze przed dotarciem na ziemie polskie, oraz lądowania aliantów w Normandii. Mogło to spowodować wzrost nadziei na większy udział zachodnich aliantów w kształtowaniu powojennej Polski, co zwiększyłoby szansę na honorowanie jej przedwojennych zobowiązań.

Notowania obligacji państwowych pozostawały pod znacznym wpływem wydarzeń wojennych, przed którym chronione były notowania listów zastawnych Towarzystwa Kredytowego m. st. Warszawy. Choć po klęsce Francuzów, która odebrała nadzieję na szybkie zakończenie wojny, nastąpiło załamanie notowań tych listów, w kolejnych okresach inwestorzy prawdopodobnie pogodzili się z tym, że działania wojenne nie zakończą się szybko. O ile nie byli oni w pełni przekonani co do dalszego istnienia państwa polskiego w jego przedwojennym kształcie, nie wątpili, że dalej będzie istnieć Warszawa oraz nieruchomości obciążone długami hipotecznymi. Przynajmniej do końca czerwca 1944 r. rynek finansowy nie przewidywał (nie wyceniał) wybuchu powstania warszawskiego. Niestety nie dysponujemy notowaniami z lipca tego roku. Na pozytywne postrzeżenie listów zastawnych Towarzystwa Kredytowego m. st. Warszawy w czasie II wojny światowej z pewnością wpływ miał również fakt, że w przeciwieństwie do obligacji państwowych pozostawały one zabezpieczone na hipotekach warszawskich nieruchomości oraz były na bieżąco regulowane w okresie działań wojennych. Obligacje państwowe nie były zabezpieczone hipotecznie, nie były również regulowane w okresie wojny.

Wpływ czynników makroekonomicznych na notowania giełdowe

Aby ocenić wpływ czynników makroekonomicznych na notowania giełdowe, uzasadnione jest w pierwszym kroku skorygowanie wartości indeksów o poziom inflacji. Dla lat 1924–1938 posłużymy się w tym celu deflatorem PKB, będącym średnią opracowywanych przez Główny Urząd Statystyczny indeksów cen hurto-

wych oraz cen detalicznych [Bukowski, Kowalski, Wroński, 2026a]. Niestety dla 1939 r. oraz okresu okupacji nie dysponujemy wskaźnikiem cen pozwalającym na wyznaczenie wartości realnej indeksów. Wycenę akcji i obligacji na początku 1943 r. z ich wyceną przed wojną porównamy na podstawie wolnorynkowych wybranych towarów w Warszawie [Łuczak, 1979].

W tabeli 1 przedstawiono wartość indeksów na grudzień danego roku skorygowaną o inflację, dynamikę realnego PKB oraz wartość dodaną w trzech sektorach gospodarki (przemysł, rolnictwo, usługi). W latach 1924–1928 poziom cen wzrósł o 65%, w tym o 45% w latach 1924–1926. Na skutek wysokiego poziomu inflacji wartość realna indeksów w latach dwudziestych wynosi istotnie poniżej nominalnej wartości indeksów. Deflacja okresu wielkiego kryzysu (w latach 1928–1935 poziom cen spadł o 45%) częściowo spłaszcza spadek wycen w jego okresie. Korekta indeksów o zmianę poziomu cen nie zmienia jednak zasadniczej chronologii zmian notowań instrumentów finansowych.

Tabela 1. Wartość realna indeksów WIG-5, WIG-6, WIG-obligacje, notowań akcji Banku Polskiego, PKB oraz wartości dodanej w poszczególnych sektorach

	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
WIG-5	58	34	48	71	66	36	33	19	19	22	27	39	42	42	56
WIG-6			157	246	242	195	188	133	129	139	173	209	228	219	285
WIG-obligacje		144	150	148	124	111	123	118	126	158	197	192	193	205	227
Deflator PKB	1	1.16	1.45	1.65	1.65	1.61	1.43	1.25	1.11	1	0.93	0.89	0.89	0.98	0.94
PKB	100	102	97	116	138	119	116	104	105	102	112	108	117	137	141
VA – rolnictwo	100	122	144	182	233	152	133	114	129	121	142	121	139	200	184
VA – przemysł	100	95	81	92	102	109	102	86	75	78	86	93	103	109	127
VA – usługi	100	90	71	79	86	98	114	113	113	110	111	111	111	106	116

Źródło: opracowanie własne, zmienne makroekonomiczne podane za opracowaniem Bukowskiego, Kowalskiego i Wrońskiego [2026a].

W tabeli 2 przedstawiono wskaźnik korelacji Pearsona obliczony dla wartości realnej WIG-5, WIG-6, WIG-obligacje oraz PKB i wartości dodanej w każdym z trzech sektorów. Ponieważ Bank Polski był największą ze spółek notowanych na giełdzie, zmierzaliśmy również korelację notowań jego akcji ze zmiennymi makroekonomicznymi. Interpretując podane wartości, należy zwrócić uwagę, że poszczególne indeksy swoją wartość bazową mają w różnych okresach.

Obliczone współczynniki korelacji wskazują, że zmienne makroekonomiczne najsilniej kształtowały przebieg notowań indeksu WIG-6, najsłabszy zaś był ich wpływ na notowania obligacji. Notowania Banku Polskiego lepiej odzwierciedlały koniunkturę gospodarczą niż notowania indeksu WIG-5, poziom ich korelacji ze wskaźnikami makroekonomicznymi był zbliżony do indeksu WIG-6. Notowania akcji BP wykazywały pozytywną korelację z wartością dodaną we wszystkich sektorach. Korelacja z wartością dodaną w sektorze usług była istotnie wyższa niż w wypadku indeksu WIG-6, niższa była jednak korelacja z koniunkturą w rolnictwie.

Tabela 2. Wartość współczynnika korelacji Pearsona obliczona dla indeksów oraz zmiennych makroekonomicznych (do 1938 r.)

	PKB	VA – rolnictwo	VA – przemysł	VA – usługi
WIG-5	0.4236	0.5959	0.4830	-0.0964
WIG-6	0.8011	0.5850	0.8658	0.0804
WIG-obligacje	0.3226	-0.0136	0.3417	0.6198
Bank Polski	0.8029	0.4086	0.8845	0.4642

Źródło: opracowanie własne.

Zbliżona do zera korelacja indeksów akcji z wartością dodaną w sektorze usług wynika prawdopodobnie z faktu, że wartość dodana w sektorze publicznym wzrastała w okresie wielkiego kryzysu, ponieważ reduk-

cja płac była niższa niż spadek cen. W efekcie o ile wartość dodana w rolnictwie i przemyśle spadała w okresie kryzysu, o tyle wartość dodana w sektorze usług nieznacznie wzrosła w 1930 r., a następnie utrzymywała się na niezmiennym poziomie. Pozytywna korelacja indeksu obligacji z wartością dodaną w sektorze usług wynika z tych samych przyczyn. W okresie wielkiego kryzysu rosła realna wartość zarówno płac urzędników, jak i odsetek od obligacji.

Pomiędzy sierpniem 1938 r. a styczniem 1943 r. wartość nominalna indeksów akcji i obligacji wzrosła o odpowiednio 212% i 37%. W tym samym czasie wolnorynkowa cena chleba wzrosła czterdziestokrotnie, cukru sześćdziesięciokrotnie, słoniny studwunastokrotnie, a ziemniaki podrożały sto trzydzieści osiem razy. Chociaż dynamika wolnorynkowych cen artykułów spożywczych była prawdopodobnie zdecydowanie wyższa niż inflacja (tj. zmiana cen w całej gospodarce), pewne wydaje się, że wzrost cen akcji w okresie okupacji miał charakter pozorny, ich notowania rosły zdecydowanie wolniej od poziomu cen. Niewykluczone, że nabywcy postrzegali papiery dłużne, w tym nieprzynoszące już odsetek obligacje Skarbu Państwa, jako sposób ochrony środków przed inflacją. Mogli oni liczyć na to, że po zakończeniu działań wojennych w zamian za kupione za okupacyjne „młynarki” instrumenty finansowe otrzymają przedwojenne złote polskie lub ich ekwiwalent.

Podsumowanie

W niniejszym artykule omówiono przebieg notowań akcji i papierów dłużnych Giełdy Pieniężnej w Warszawie w latach 1924–1944. Notowania w tym okresie nie były wcześniej dostępne w postaci zunifikowanej bazy danych, baza danych zgromadzona przez autorów może być zatem użyteczna dla badaczy gospodarki międzywojennej oraz okupowanej Polski.

Na podstawie niedawno opublikowanych szacunków PKB międzywojennej Polski [Bukowski, Kowalski, Wroński, 2026a, 2026b] dokonano oceny wpływu czynników makroekonomicznych na poziom notowań giełdowych (do 1938 r.). Indeksy akcji wykazują dość wysoki poziom korelacji z agregatami makroekonomicznymi. W wypadku indeksów obligacji korelacja jest niższa, ale wciąż istotna. W 1939 r. cieniem na notowaniach instrumentów finansowych zaczęła kłaść się sytuacja polityczna, mimo szybkiego wzrostu gospodarczego wycena instrumentów finansowych znalazła się w trendzie spadkowym.

W okresie okupacji akcje Banku Polskiego oraz obligacje państwowe zachowywały znaczne dyskonto względem pozostałych instrumentów finansowych, których notowaniami dysponujemy. Klęska Francuzów w 1940 r., która położyła kres nadziejom na szybkie zakończenie wojny, spowodowała załamanie notowań giełdowych. W latach 1940–1943 notowania giełdowe znajdowały się w trendzie wzrostowym, jednakże rosły one wolniej niż poziom cen w gospodarce. Obligacje państwowe z trendu wzrostowego wybiła przegrana III Rzeszy w bitwie na łuku kurskim. Wygrana Związku Radzieckiego w tym starciu położyła kres nadziejom na wyzwolenie Polski przez aliantów. Inwestorzy wyraźnie obawiali się, że rząd wyzwolonej Polski nie będzie spłacał przedwojennych zobowiązań. Przez cały okres okupacji wysokim uznaniem inwestorów cieszyły się listy zastawne Towarzystwa Kredytowego m. st. Warszawy zabezpieczone hipotecznie na nieruchomościach, aż do czerwca 1944 r. nic nie wskazuje, by rynek finansowy wyceniał ryzyko wybuchu powstania warszawskiego i zniszczenia miasta.

Bibliografia

- Allen, W. A. [2024] Poland, the international monetary system and the Bank of England, 1921–1939. NBP Working Paper No. 328. Warsaw: National Bank of Poland.
- Bukowski M., Kowalski M., Wroński M. [2026a], The Economic Growth and Regional Convergence in Interwar Poland: Detailed Historical National Accounts, *Clometrica*, latest articles.
- Bukowski M., Kowalski M., Wroński M. [2026b], Agriculture in interwar Poland, *Roczniki Dziejów Społecznych i Gospodarczych*, w druku.
- Chłopecki A., Koziorowski L. [2019], *Sto lat polskiego rynku kapitałowego*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.

- Czerniawski R. [1997], *Warszawska Giełda (1918–1939)*, Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych, Warszawa.
- Don-Siemion T. [2021], *We'll give up our blood but not our gold: money, debt, and the balance of payments in Poland's Great Depression*, London School of Economics and Political Science, London.
- Drozdowski M. [1963], *Polityka gospodarcza rządu polskiego 1936–1939*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- Dziuba D. T. [2006], *Giełdy i ich archetypy na ziemiach polskich*, Difin, Warszawa.
- Gójski A. [2021], *Urząd Nadzoru Bankowego dla Generalnego Gubernatorstwa*, Instytut Pileckiego, Warszawa.
- Górski M. [2015], Giełda Pieniężna w Warszawie w latach drugiej wojny światowej, *Dzieje Najnowsze*, 47: 57–62.
- Jarzębski R. [2009], *Wpływ siły nabywczej pieniądza na wykonanie zobowiązań prywatno-prawnych w II Rzeczypospolitej*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Jeziński A., Leszczyńska C. [1994], *Bank Polski SA 1924–1951*, Narodowy Bank Polski.
- Jeziński A., Leszczyńska C. [1997], *Historia gospodarcza Polski*, Key Text, Warszawa.
- Kłusek M. [2013], *Państwowy Bank Rolny w latach 1919–1949*, Muzeum Pałacu Króla Jana III w Wilanowie.
- Knakiewicz Z. [1967], *Deflacja polska 1930–1935*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Kostrowicka I., Landau Z., Tomaszewski J. [1978], *Historia gospodarcza Polski XIX i XX wieku*, Książka i Wiedza, Warszawa.
- Kotowicz L. [1918], Giełda Warszawska podczas okupacji, *Ekonomista*, 4: 222–235.
- Landau L. [1962], *Kronika lat wojny i okupacji*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- Landau Z. [1970], *Bank Handlowy w Warszawie S.A. Historia i rozwój 1870–1970*, Polska Wytwórnia Papierów Wartościowych.
- Landau Z. [1998], *Bank Gospodarstwa Krajowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Leszczyńska C. [2010], *Zarys historii polskiej bankowości centralnej*, Narodowy Bank Polski.
- Leszczyńska C. [2013], *Polska polityka pieniężna i walutowa w latach 1924–1936. W systemie Gold Exchange Standard*, Wydawnictwa Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.
- Łagowski P. [2013], Geneza rynku papierów wartościowych w Polsce, *Ekonomia – Wrocław Economic Review*, 19 (4): 69–80.
- Łuczak C. [1979], *Polityka ludnościowa i ekonomiczna hitlerowskich Niemiec w okupowanej Polsce*, Wydawnictwo Poznańskie, Poznań.
- Morawski W. [1996], *Bankowość prywatna w II Rzeczypospolitej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Skalniak F. [1966], *Bank Emisyjny w Polsce, 1939–1945*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Skiba J. [2019], *Reglamentacja dewizowa w Polsce w latach 1936–1939. Podstawa finansowania polskiej polityki zbrojeniowej*, Wydawnictwo Akademii Sztuki Wojennej, Warszawa.
- Wolf N. [2007], Should I stay or should I go? Understanding Poland's adherence to gold, 1928–1936, *Historical Social Research*, 32 (4): 351–368.
- Woyzbun S. [1928], *Giełda. Przeszłość organizacja obecna obroty 1928 r.*, Nakładem Bratniej Pomocy.

Źródła archiwalne:

- AAN, Bank Handlowy w Warszawie SA, sygn. 47/185, *Księga kupna i sprzedaży papierów wartościowych*.
- AAN, Bank Handlowy w Warszawie SA, sygn. 271-b, *Historia Banku Handlowego w Warszawie SA*.
- AAN, Rząd Generalnego Gubernatorstwa w Krakowie, sygn. 5.7/1299, *Börs. Korespondencja i sprawozdania dot. kursu papierów wartościowych w Warszawie*.

Aneks

Tabela A1. Dostępne notowania akcji spółek na warszawskiej giełdzie na przestrzeni lat

Rok	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940	1943	1944
Bank Polski								✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Warszawskie Tow. Kopalń Węgla		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
Zakłady Ostrowieckie		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Starachowickie Zakłady Górnicze	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Tow. Zakładów Żyrardowskich	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓											✓	✓	✓	✓	✓
Warszawskie Tow. Fabryk Cukru	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Bank Handlowy w Warszawie	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓						✓	✓	✓			✓
Tow. Fabryk Portland-Cementu „Wysoka”		✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓				✓	✓
Tomaszowska Fabryka Sztucznego Jedwabiu				✓		✓				✓										✓			✓	
Warszawskie Tow. Ubezpieczeń					✓	✓	✓		✓											✓			✓	
Kluczewska Fabryka Papieru i Celulozy					✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓		✓	✓					✓				
SA Eksploatacji Soli Potasowych					✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓										
Zjedn. Browary Warsz. „Haberbusch i Schiele”					✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓

Źródło: opracowanie własne.

Tabela A2. Dostępne notowania papierów procentowych na warszawskiej giełdzie na przestrzeni lat

Rok	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940	1943	1944
5-procentowe listy zastawne Tow. Kred. m. Warszawy	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
6-procentowa pożyczka dolarowa						✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓					
5-procentowa państwowa pożyczka konwersyjna							✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
8-procentowe listy zastawne Tow. Kred. m. st. Warszawy (seria 1933 r. skonwertowana na 5%)														✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
7-procentowa pożyczka stabilizacyjna 1927										✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓					
4-procentowa pożyczka konsolidacyjna z 1936																		✓	✓	✓	✓		✓	✓
8-procentowe listy zastawne BGK/ 5,5-procentowe LZ BGK od 18.12.1938									✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			
4-procentowa prem. pożyczka inwestycyjna											✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓						

Źródło: opracowanie własne.

Tabela A3. Struktura obrotów na warszawskiej giełdzie (w %)

	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
Dewizy	95	91	79	82	82	84	89	87	87	79	87	80	78	80
Papiery procentowe	2	4	9	10	13	13	9	12	12	19	12	16	19	17
Akcje	3	5	12	7	5	3	2	1	1	2	2	3	3	3

Źródło: opracowanie własne.