

## Pouczające krachy giełdowe

Mirosław Dusza

*„Najbardziej tajemniczym zjawiskiem na giełdzie jest panika. Jest ze wszystkiego, co się wydarza, najbardziej przerażająca i najmniej zrozumiała.”<sup>1</sup>*

John Dennis Brown

*„Wszystkie kryzysy czegoś nas uczą, ale niektóre są bardziej pouczające.”*

(z prasy finansowej, 2002)

Artykuł poświęcony jest problematyce kryzysów giełdowych. Autor analizuje krachy giełdowe w Stanach Zjednoczonych (1929, 1987 i 2000) i w Polsce (1993/4 i 2000) oraz wskazuje, jakie są konsekwencje załamań rynku dla gospodarki. Pokazane są także działania, jakie regulatorzy i uczestnicy rynku podejmują w celu jego stabilizacji (które to działania, w ostatecznym rachunku, mogą niekiedy doprowadzić do pogorszenia stanu gospodarki). Autor podkreśla, że kursy akcji są istotnym elementem, który jest brany pod uwagę przez analityków przy prognozowaniu momentu przejścia gospodarki w kolejną fazę cyklu koniunkturalnego. Ich wyprzedzający charakter powoduje, iż powstaje czasami rozbieżność pomiędzy rzeczywistym stanem gospodarki a poziomem notowań giełdowych. Pułapka inwestycyjna pojawia się wtedy, gdy dysproporcja ta przekracza rozsądne granice. Wówczas właśnie może pojawić się kryzys giełdowy.

Ludzie przez wieki pracowali nad znalezieniem recepty dzięki której można by zamienić kamień w złoto. Po latach ich wysiłki zostały uwieńczone sukcesem. W XVI w. w Antwerpii powstała giełda. Po raz pierwszy w historii wielu ludzi, niewiele robiąc, mogło stać się bogatymi. Problem jednak polegał na tym, iż system działał również w odwrotną stronę – zamieniał złoto w bezwartościowy papier.

O tym, że tak się dzieje, świadczą przykłady wielu gwałtownych procesów, które miały miejsce na rynkach surowcowych i kapitałowych w minionych latach. Niektórym przynosiły one bogactwo, innym ubóstwo.

### 1. Sekwencje wybranych krachów XX w. w USA i Polsce

Krachy same w sobie nie są najczęściej groźne, znacznie groźniejsze są na ogół ich późniejsze efekty, na które wpływ ma polityka fiskalna i monetarna państwa. W sytuacjach krytycznych istotna rola instytucji sanującej kryzys przypada najczęściej instytucji odpowiedzialnej za politykę monetarną kraju – bankowi centralnemu.

Stany Zjednoczone, kraj o wzorcowej, jakby mogło się wydawać, gospodarce rynkowej, w ciągu XX w. przeżył wiele tego rodzaju manii, z których warto zapamiętać trzy daty, będące początkiem gwałtownego załamania się rynku akcji: 1929, 1987, 2000.

### **Krach 1929 roku**

Jednym z najbardziej znaczących wydarzeń w historii, które było związane z rynkiem kapitałowym, był amerykański krach giełdowy końca lat 20., którego negatywne skutki w dziedzinie ekonomicznej i społecznej były olbrzymie.

Gospodarka amerykańska przeżywała w latach 20. rozkwit, w kraju istniał duży popyt inwestycyjny i konsumpcyjny, napędzający boom gospodarczy.

Efektom giełdowym tych procesów był wzrost notowań akcji. Relatywnie niska stopa procentowa zachęcała do zaciągania kredytów na zakup papierów wartościowych, co dawało kolejny impuls do zmian kursowych na giełdzie.

Na rynku masowo pojawili się niedoświadczeni inwestorzy. W drugiej połowie 1929 roku stan umysłów publiczności w USA był tego rodzaju, że obawiano się, iż zabraknie papierów wartościowych do kupienia (Galbraith 1963). Mimo oznak przewartościowania rynku notowania ciągle piły się w górę. W ciągu całego okresu hossy, pomiędzy rokiem 1923 a 1929, wzrost notowań na nowojorskiej giełdzie wyniósł 344,5%.

Krach przyszedł dla większości uczestników rynku niespodziewanie. Rynek akcji załamał się w październiku 1929 roku. Nagłe zmniejszenie popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego oraz twarda polityka pieniężna władz monetarnych spowodowały w efekcie długoletni kryzys całej gospodarki amerykańskiej, w tym również sektora bankowego, finansującego w znacznej części kredytowy zakup akcji.

Po krachu poszukiwano jego przyczyn, obwiniając różnych uczestników rynku: banki, które pożyczaly pieniądze pod zastaw papierów wartościowych, inwestorów, którzy dokonywali podejrzanych transakcji, manipulując rynkiem, etc. Z pewnością tego rodzaju elementy odegrały istotną rolę, doprowadzając w efekcie rynek do sytuacji kryzysowej. Jednak J.K. Galbraith (1963) w swojej pracy zwraca uwagę na psychologiczne aspekty tego rodzaju procesów: „*Nikt nie był odpowiedzialny za wielki krach na Wall Street. Nikt nie planował spekulacji, która go poprzedziła. Obie sprawy były wynikiem wolnego wyboru i decyzji tysięcy osób*”<sup>2</sup>

### **Załamanie giełdowe z 1987 roku**

Lata 80. były korzystne dla inwestorów giełdowych. W okresie 1982-1987 mieliśmy do czynienia niemal ze stałym wzrostem kursów akcji. Wzrost notowań w tym okresie wyniósł 250,4%. Punkt szczytowy został osiągnięty w dniu 25 października 1987 r., kiedy to indeks Dow Jones osiągnął poziom 2.722,42 punktów. Jednak nakładające się na siebie amerykańskie deficyty budżetowe oraz niekorzystne wyniki handlu zagranicznego stworzyły podstawy do wystąpienia kryzysu zaufania w stosunku do całości rynku amerykańskiego.

Sekwencja zdarzeń, które nastąpiły w październiku 1987 r., była następująca:

1. Podanie do wiadomości comiesięcznych, niekorzystnych wyników amerykańskiego handlu zagranicznego (gorszych niż się ogólnie spodziewano) spowodowało kryzys w różnych segmentach rynku finansowego, przede

wszystkim na rynku akcji (gwałtowna wyprzedaż) i walutowym (znaczący spadek kursu dolara).

2. W celu opanowania kryzysu amerykańskie władze monetarne obniżyły stopy procentowe, zmniejszając w ten sposób konkurencyjność rynku obligacji do rynku akcji. Załamanie notowań, mimo swojej znacznej skali, nie miało charakteru tak długotrwałego jak w 1929 r. ani też nie pociągnęło za sobą kryzysu w tej skali. Jednak niektóre kraje, np. Wlk. Brytania, za ratowanie rynku akcji zapłaciły w późniejszych latach recesją.

### **Krach internetowy 2000**

Z najnowszych czasów na uwagę zasługuje tzw. hossa internetowa, w wyniku której doszło do gwałtownego wzrostu cen akcji przedsiębiorstw, operujących w tym stosunkowo nowym segmencie gospodarki.

Podstawą gwałtownych procesów, które doprowadziły do przewartościowania rynku, było przekonanie o powstaniu segmentu rynku o nieograniczonych możliwościach rozwojowych. Przeniesienie tego przekonania na rynek akcji oznaczało silny wzrost cen papierów wartościowych. W ciągu całego okresu hossy pomiędzy 11 października 1990 r. a załamaniem rynku w dniu 14 stycznia 2000 r. indeks Dow Jones wzrósł z 2.365,10 do 11.722,98 punktów, co stanowiło zwyżkę o 395,7%. Wzrost innych indeksów był równie imponujący. Na przestrzeni tylko II połowy 1999 r. nastąpił wzrost indeksu Nasdaq z poziomu 3 tys. do 5 tys. pkt.<sup>3</sup>

Początek 2000 r. przyniósł załamanie się rynku. ISDEX, najpopularniejszy indeks segmentu firm internetowych, w ciągu półtora roku (między marcem 2000 a wrześniem 2001 r.) stracił 90% swojej wartości.<sup>4</sup>

Jedna z zasad Warrena Bufetta, zawdzięczającego swój olbrzymi majątek grze na giełdzie, mówiąca o tym, iż nie należy inwestować w ten sektor, którego działania do końca się nie rozumie, okazała się po raz kolejny słuszna.

Próbując krótko podsumować przyczyny amerykańskich krachów, Russell O. Wright (2002), autor chronologii amerykańskiego rynku akcji, stwierdził:

*„...problemy, które w latach osiemdziesiątych doprowadziły do krachu 1987 r., nie różniły się od problemów lat dwudziestych, prowadzących do krachu w roku 1929. Gdyby trzeba było wybrać jedną przyczynę każdego z tych krachów, byłaby to wzrastająca chciwość. Problem ten pojawił się ponownie w okresie krachu Nasdaq w 2000 r. Nie ma powodów, by wierzyć, iż kiedykolwiek przestanie on istnieć.”*

Polska w swojej stosunkowo krótkiej historii nowoczesnego rynku przeżyła dwie krótkotrwałe manie giełdowe: pierwszą - na początku powstawania rynku w latach 1993/4, drugą - w latach 1998/2000.

### **Polska hossa i krach lat 1993/4**

Początek gwałtownego wzrostu notowań polskich akcji zbiegł się w czasie z obniżeniem stóp procentowych przez Narodowy Bank Polski. W lutym 1993 r. stopa kredytu redyskontowego została obniżona z 32 do 29 procent, a kredytu lombardowego z 37 do 33 procent.

W ślad za tym nastąpiło obniżenie stóp procentowych płaconych przez banki komercyjne - średnie oprocentowanie, płacone za lokaty terminowe 6-miesięczne,

w styczniu wynosiło w granicach 32-42 procent, podczas gdy w marcu wynosiło ono 25-36 procent.

Efektem takiej znacznej zmiany oprocentowania było zahamowanie przyrostu depozytów terminowych w następnych miesiącach tego roku. Część lokat terminowych została przesunięta na rynek akcji, rozpoczynając hossę, która pod koniec 1993 i na początku 1994 r. zamieniła się w paniczne zakupy papierów wartościowych przez coraz to nowych inwestorów indywidualnych.

Spójrzmy, jak ten proces przebiegał od strony banków komercyjnych. Relacje pomiędzy różnego rodzaju możliwościami inwestycyjnymi zaczęły się gwałtownie zmieniać; począwszy od marca 1993 r. Podstawowe dane, dotyczące wkładów w systemie bankowym, wyglądały następująco:

Miesiąc	Terminowe depozyty złotowe (poprzedni m-c 100)	Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych (poprzedni m-c 100)
I	107,3	104,1
II	106,1	103,4
III	103,3	102,1
IV	101,2	102,3
V	100,3	101,8
VI	100,7	101,4
VII	101,9	101,1
VIII	101,1	102,3
IX	101,4	102,5
X	100,7	101,9
XI	100,1	104,0
XII	102,8	105,6

Tabela 1. Zmiany terminowych depozytów złotych i wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych w 1993 roku. Źródło: Biuletyn Statystyczny GUS, obliczenia własne na podstawie danych NBP.

Jak wynika z powyższych danych, w marcu zdecydowanie maleje, a w następnych miesiącach zostaje utrzymana, dynamika wzrostu wkładów terminowych, będących naturalnym źródłem środków finansowych dla inwestycji na rynku kapitałowym. Jeżeli zestawimy to ze wskaźnikami, dotyczącymi wzrostu cen towarów i usług, oznacza to realny spadek wartości lokat terminowych w bankach na przestrzeni okresu objętego badaniem.

Tradycyjną alternatywą dla lokat złotych były w Polsce lokaty dewizowe. Może więc tam zostały przesunięte oszczędności?

Sytuacja na przestrzeni 1993 r. wyglądała w tej grupie wkładów następująco:

Miesiąc	Depozyty walutowe sektora niefinansowego	Średni kurs dolara w NBP (koniec miesiąca)	Wzrost kursu (poprzedni miesiąc 100)
I	101,8	15 832	102,0
II	103,1	16 404	103,6
III	102,8	16 626	101,3
IV	101,5	16 541	99,4
V	102,7	16 887	102,0
VI	104,5	17 777	105,2
VII	105,2	18 209	102,4
VIII	111,3	19 760	108,5
IX	101,6	19 735	99,8
X	104,0	20 497	103,8
XI	102,4	20 982	102,3
XII	105,5	21 344	101,7

Tabela 2. Depozyty walutowe sektora niefinansowego w 1993 roku. Źródło: Biuletyn Informacyjny NBP Nr 12/1993 i obliczenia własne.

Jak widać, z wyjątkiem sierpnia, kiedy to miała miejsce skokowa dewaluacja waluty krajowej, brak jest sygnałów gwałtownego wzrostu środków finansowych na tych rachunkach. Małe zainteresowanie lokatami dewizowymi wynikało z relatywnie małych zmian kursu złotego w stosunku do walut wymienialnych oraz niskiej rentowności oszczędności dewizowych.

Innym powodem gwałtownego wzrostu notowań było wejście na rynek inwestorów zagranicznych. Wskaźnik Cena/Zysk kształtował się w momencie rozpoczęcia hossy na niskim poziomie - w I kwartale 1993 r. dla większości notowanych spółek wynosił on 2-3, znacznie odbiegając od porównywalnych wskaźników w krajach rozwiniętych i wschodzących (ang. emerging markets) - np. w końcu 1992 roku wynosił on w Hiszpanii 8,7, Holandii 13, Hongkongu 13,6, Niemczech 14,3, Francji 15,8, W. Brytanii 19,7, USA 22,7. Nic więc dziwnego, że inwestorzy zagraniczni, skłonni do zaakceptowania wyższego poziomu ryzyka, zaangażowali pewną (niewielką) część swoich środków finansowych na wykazującym oznaki ożywienia gospodarczego rynku polskim.

Obydwa wyżej wymienione czynniki w zestawieniu z małymi rozmiarami rynku dały w efekcie sytuację kilkunastokrotnego wzrostu Warszawskiego Indeksu Giełdowego i zyski, które znacznie przekroczyły rentowność alternatywnych instrumentów finansowych.

W tej sytuacji analiza ekonomiczna przestawała grać większą rolę, a decyzjami inwestycyjnymi zaczęła rządzić psychologia tłumu. Nastroj na rynku był typowy dla tzw. „paniki zakupowej” (ang. *panic buying*), którą w innej wersji znaleźliśmy w Polsce już wcześniej. Tym razem obawiano się, że zabraknie na rynku papierów wartościowych<sup>5</sup>.

Gwałtowną dynamikę zjawisk, zachodzących w 1993 roku na giełdzie warszawskiej przedstawia poniższa tabela:

Nazwa papieru	Kurs minimalny	Kurs maksymalny
BIG	29.000	235.000
BRE	188.000	2.100.000
Efekt	57.000	565.000
Elektrim	100.000	1.660.000
Exbud	48.500	281.000
Irena	39.500	1.200.000
Kable	31.000	435.000
Krosno	23.000	515.000
Mostalex	151.000	1.325.000
Okocim	100.000	1.395.000
Próchnik	36.000	645.000
Swarzędz	36.000	352.000
Tonsil	19.000	379.000
Universal	7.800	225.000
Wedel	188.000	2.900.000
Wólczanka	34.000	625.000
Żywiec	122.000	2.100.000

Tabela 3. Zmiany kursów akcji wybranych spółek w 1993 r. (kurs w złotych przed wymianą 1: 10 000). Źródło: Cedula Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, nr 152 z 1993 r.

Mimo kilkakrotnych niewielkich spadków notowań, wywoływanych czynnikami ekonomicznymi i/lub politycznymi, WIG stale piął się w górę, osiągając swój rekordowy poziom 8 marca 1994 r. – 20 760,3 punktów.

W wyniku serii gwałtownych spadków notowań na przestrzeni marca i kwietnia 1994 r. WIG obniżył się w dniu 14 kwietnia tego roku do poziomu 9 980 punktów.

W dniu 12 kwietnia 1994 r., z uwagi na ponad pięciokrotną przewagę podaży nad popytem, nie dokonywano operacji 20 spółkami, a wartość dokonywanych transakcji stanowiła zaledwie 10 procent obrotu ze szczytowego okresu hossy, kiedy to przekraczały one 2 bln zł (200 mln PLN).

W celu ustabilizowania rynku, a ściślej znalezienia poziomu, na którym nastąpiłoby zetknięcie się olbrzymiej podaży z praktycznie nie istniejącym popytem, w dniach 11 i 12 kwietnia zarząd giełdy postanowił znieść na kolejnych trzech sesjach obowiązujące dziesięcioprocentowe ograniczenia zmian kursów.

Co było bezpośrednią przyczyną kryzysu giełdowego? Mówi się, że zło tkwiące w każdym człowieku, ujawni się, kiedy nadejdą sprzyjające okoliczności. Nie inaczej ma się sprawa z rynkiem kapitałowym.

W wypadku polskim kryzys spowodowała kumulacja różnych czynników ze sfery ekonomicznej i politycznej. Uczestnicy rynku podawali różne powody:

- Prezes giełdy częścią winy obarczał w sposób pośredni władze finansowe, gdzie powstała koncepcja opodatkowania zysków giełdowych.
- Krajowi inwestorzy indywidualni podejrzewali inwestorów zagranicznych<sup>6</sup> oraz winili niektórych polityków, którzy swoimi wypowiedziami mogli przyczynić się do wyprzedzaży akcji.
- Zagraniczne biura maklerskie - np. Creditanstalt - obarczyły winą banki polskie, które brały akcje pod zastaw kredytów i prawdopodobnie przeprowadziły ich wyprzedaż, co mogło pogłębić panikę giełdową<sup>7</sup>. Jednak informacje zebrane przez NBP nie potwierdziły znaczącego udziału banków komercyjnych w kredytowaniu zakupów akcji<sup>8</sup>. W okresie trwania hossy bank centralny przestrzegał banki komercyjne przed nadmiernym kredytowaniem zakupów papierów wartościowych - chodziło o uniknięcie sytuacji podobnej do tej, która miała miejsce po załamaniu się notowań na giełdzie nowojorskiej w 1929 r. Wówczas efektem szerokiego kredytowania zakupu papierów wartościowych był głęboki kryzys w sektorze bankowym).
- Wszyscy zwracali uwagę na słabe doświadczenie naszych inwestorów giełdowych (w końcowej fazie hossy inwestorzy indywidualni dominowali na rynku wtórnym), kierujących się w swoich decyzjach nie logiką analizy fundamentalnej, a krótkookresową analizą techniczną.
- Giełda warszawska na ogół słabo reagowała na zdarzenia natury politycznej, jednak należy również wziąć pod uwagę chwiejną stabilizację polityczną w ówczesnym okresie (nazywaną czasem wojną wszystkich przeciwko wszystkim), a w szczególności brak obsady stanowiska wicepremiera i ministra finansów oraz dysputę na temat budżetu pomiędzy prezydentem a rządzącą koalicją<sup>9</sup>.
- Być może jednym z istotnych powodów była wyprzedaż części akcji, będących własnością Skarbu Państwa. Ministerstwo Finansów przyznało, że pod koniec marca sprzedało na giełdzie 367 645 akcji Banku Śląskiego, co stanowiło 4 procent wszystkich akcji banku, z 34 proc., które po prywatyzacji pozostały w rękę państwa<sup>10</sup>.
- Jak wynikało z sondaży przeprowadzanych przez gazety, niektórzy inwestorzy instytucjonalni dokonywali pewnych przesunięć swoich aktywów w pierwszych miesiącach 1994 roku<sup>11</sup>. Zgodnie z danymi Komisji Papierów Wartościowych, fundusz powierniczy Pioneer dokonał w okresie pomiędzy 31 grudnia 1993 r. a 3 kwietnia 1994 r. sprzedaży akcji BRE i Polifarbu Cieszyn; w sytuacji niewielkiego rynku tego rodzaju działania, usprawiedliwione pojawieniem się ewidentnego „bąbla spekulacyjnego”, mogły - w połączeniu z innymi czynnikami - spowodować jego pęknięcie.
- Część inwestorów indywidualnych obwiniała media, które - ich zdaniem - najpierw podgrzewały atmosferę, by później przez sygnalizowanie wysokiego poziomu rynku i możliwej korekty doprowadzić w sposób pośredni do jego załamania<sup>12</sup>.

Przez wiele następnych miesięcy mimo korzystnych informacji ekonomicznych, dotyczących wzrostu PKB o 7% w skali rocznej oraz dobrych wyników spółek

giełdowych, rynek akcji pozostawał na niskim poziomie poniżej 10 tys. punktów. Rekordowo niski poziom notowań w 1994 r. zanotowano 16 listopada - WIG osiągnął poziom 6 716,2 punktów.

Analiza przyczyn wzrostu i późniejszego gwałtownego spadku notowań na polskiej giełdzie prowadzi do wniosku, iż impulsem zmian rynkowych były na ogół racjonalne przyczyny natury ekonomicznej, które jednak w wyniku działań spekulacyjnych, podejmowanych przez inwestorów krajowych i zagranicznych, szybko traciły swój fundamentalny charakter.

Dramatyzm tych wydarzeń, dotyczących na szczęście niewielkiego procentu Polaków, najlepiej pokazują tytuły prasowe z tamtego okresu:

### Krach 1994 w tytułach polskich gazet

styczeń		<i>Wszyscy na giełde</i> - (Życie Warszawy - strona tytułowa) <i>Sukces czy afera Banku Śląskiego</i> (Życie Warszawy)
2	luty	Akcje tanieją, biura maklerskie wciąż oblegane (Życie Warszawy)
13	marzec	<i>Groza na parkiecie</i> (Życie Warszawy)
24		<i>Walka wręcz o akcje Dom-Plastu</i> (Nowa Europa)
29		<i>Koniec epoki wielkiego popytu - pułapka niedźwiedzia</i> (Życie Warszawy)
30		<i>Wszystkie akcje poszły w dół</i> (Życie Warszawy)
2-4	kwiecień	<i>Jajko na smutno - czarny tydzień na warszawskiej giełdzie</i> (Życie Warszawy)
5		<i>Katastrofa</i> (Gazeta Wyborcza)
12		<i>Największy kryzys w historii giełdy</i>
13		<i>Czarny wtorek - Najgorszy dzień w historii giełdy. Zniesiono na trzy sesje wszelkie ograniczenia wahań kursów, Giełda: szturm sprzedających</i> (Życie Warszawy)
		<i>Giełda bez widel</i> - <i>Akcje lecą na lew, na szyję</i> (Sztandar Młodych)
		<i>Giełda na żywioł</i> (Gazeta Wyborcza)
		<i>Giełda w locie koszącym</i> (Rzeczpospolita)

Mówi się, że tylko dobry gracz wie, kiedy przestać grać. Po załamaniu się notowań giełdowych powstało pytanie, kto przestał grać w porę, a kto poniósł straty? Można na nie próbować odpowiedzieć jedynie przez przeprowadzanie analizy zachowań głównych grup inwestorów na giełdzie warszawskiej:

1. system bankowy uczestniczył w ograniczonym zakresie jako inwestor na rynku akcji, a w czasie spadku nie musiał gwałtownie wyprzedawać posiadanych aktywów. Jak to było już wyżej powiedziane, nie kredytował również w sposób znaczący operacji zakupu papierów wartościowych przez inwestorów indywidualnych,
2. inwestorzy zagraniczni zakupywali papiery wartościowe głównie w okresie narastającej hossy i stosunkowo wcześniej je sprzedali, obawiając się pęknięcia oczywistego „bąbla spekulacyjnego”,
3. jedyny działający wówczas fundusz powierniczy również wcześniej rozpoczął zmianę struktury swoich aktywów, co - zdaniem niektórych - przyczyniło się do załamania rynku,
4. Inwestorzy indywidualni wchodzili masowo na rynek akcji w chwili, gdy notowania osiągały szczyt, i wychodzili jako ostatni w początkowych miesiącach 1994 r. Często inwestowali wszystkie swoje oszczędności i zaciągali długi pod zastaw posiadanych aktywów<sup>13</sup>.

Ciekawe jednak, że w badaniach ankietowych przeprowadzonych po załamaniu się rynku niewielu tylko z respondentów przyznawało się do poniesienia strat. W



kwietniowym (1994 r.) badaniu CBOS tylko 7 procent klientów biur maklerskich przyznało się do znacznej przegranej, 34 procent odpowiedziało, że straciło, ale tylko niewiele, a 29 procent stwierdziło, że nic nie stracili. Największe straty ponieśli posiadacze dużych portfeli inwestycyjnych o wartości 200-500 mln zł. (po denominacji 20-50 tys. PLN).

Powyższe rozważania i wynik sondażu potwierdzają starą prawdę, że sukces ma wielu ojców, a klęska jest sierotą. W tym wypadku wielu inwestorów chwaliło się nadzwyczajnymi sukcesami finansowymi z okresu hossy, przekuwany w nowe domy i samochody, co podgrzewało psychozę związaną z rynkiem akcji, jednak po spadku notowań chętnych do przyznania się do porażki było niewiele<sup>14</sup>.

### **Krach 2000**

Polski bąbel spekulacyjny końca XX w. był prostym odbiciem tego, co się działo na rynku amerykańskim. Najbardziej aktywny okres to jesień 1999 r., kiedy to w ciągu 6 miesięcy nastąpiło niemal podwojenie indeksu WIG20 (wzrost z 1 300 pkt. do 2 400 pkt.). Jak słusznie stwierdzono, „*hossa technologiczna w Warszawie oparta była wyłącznie na domysłach, wierze w przyszłość i zapowiedziach spółek*”<sup>15</sup>.

Nic więc dziwnego, że tego rodzaju słabe podstawy wzrostu łatwo załamały się w obliczu informacji, napływających na początku 2000 r. ze Stanów Zjednoczonych.

## **2. Sekwencja hossy i bessy wg Pringa**

Analiza szeregu kryzysów, dokonana przez Pringa (1995), doprowadziła do sformułowania pewnej sekwencji sygnalizującej podstawowe elementy, prowadzące najpierw do gwałtownego wzrostu kursów akcji, a następnie do ich gwałtownego spadku:

### **Narastanie kryzysu**

1. pomysł, który oferuje nielimitowany wzrost kursu inwestycji, a co za tym idzie bogactwo (np. manie, związane z nowymi technologiami, które miały miejsce w latach 20. i końcu XX w.),
2. nierównowaga pomiędzy ograniczonymi możliwościami inwestycyjnymi a ilością pieniądza (nadwyżką) na rynku powoduje, iż inwestycje pewnej grupy inwestorów, których efektem jest wzrost notowań rynkowych, przyciągają uwagę coraz szerszej publiczności,
3. pomysł, który zainteresował inwestorów, nie może być szybko i jednoznacznie oceniony w sposób negatywny,
4. inwestorzy zaczynają naśladować swoich liderów,
5. następuje gwałtowne przewartościowanie rynku a notowanie ciągle przechodzą na wyższe poziomy,
6. nowy poziom cen jest sankcjonowany przez osoby traktowane w społeczeństwie jako liderzy i eksperci, w związku z czym uzyskuje on coś w rodzaju oficjalnego poparcia,
7. zanika strach, pojawiają się nowe, podobne do oryginalnego, projekty, w których chętnie uczestniczą osoby, które nie wzięły udziału we wcześniejszych przedsięwzięciach inwestycyjnych,

8. powstaje piramida długów, polegająca na udzielaniu kredytów na zakup już przewartościowanych instrumentów inwestycyjnych,
9. na czoło wysuwają się „figury kultowe” takie jak John Law (gorączka Missisipi Company w XVIII w.), John Livermore (słynny operator akcjami z lat dwudziestych XX w.), Michael Milken (reprezentant wykupów lewarowanych – LBO z lat osiemdziesiątych XX w.),
10. gorączka spekulacyjna i towarzyszące jej przewartościowanie rynku trwają dłużej niż przypuszczano; ostrzeżenia komentatorów, którzy ostrzegali przed krachem w 1928 r. początkowo były brane poważnie, jednak od początku 1929 r. uważane były za bezpodstawne,
11. w związku z generowanymi przez inwestorów zyskami trwa atmosfera święta, jednocześnie jednak szeroko stosowane są różnego rodzaju praktyki, nie będące w zgodzie z prawem (wykorzystywanie informacji wewnętrznych, defraudacje etc.),
12. relacje cenowe stają się absurdalne, np. w późnych latach 80. XX w. na skutek wzrostu cen gruntu w Japonii cena gruntów, na których stoi Pałac Cesarski w Tokio, była równa wartości całego Nowego Jorku.

### **Krach**

13. wzrost cen mobilizuje podaż papierów wartościowych, nowe emisje trafiają na rynek,
14. następuje wzrost kosztu kapitału pożyczkowego, wynikający ze wzrostu popytu i/lub zmniejszenia podaży pieniądza przez władze monetarne,
15. ceny gwałtownie spadają, z dnia na dzień zanikają możliwości finansowania przyjętej pozycji; w rezultacie następuje samonapędzająca się spirala spadku cen, każdy chce wyjść z rynku w tym samym czasie,
16. wychodzą na jaw różnego rodzaju działania sprzeczne z prawem, co powoduje spadek zaufania do rynku,
17. agencje rządowe lub quasi-rządowe usiłują (na ogół bez powodzenia) podtrzymać rynek; podobna sytuacja powstaje, jeżeli chodzi o działania banków komercyjnych (np. J.P. Morgan, jedna z czołowych postaci amerykańskiego świata finansowego z początku XX w., usiłował podtrzymać w 1929 r. rynek, dokonując interwencyjnych zakupów akcji).

### **Spekulacyjny cykl giełdowy ulega zamknięciu.**

Andre Kostolany, jeden ze znanych inwestorów na rynku kapitałowym, w sposób następujący skomentował powtarzające się fale spekulacji giełdowej:

*„Gdybym miał w jednym zdaniu podsumować historię spekulacji, musiałbym powiedzieć, że homo ludens urodził się, spekulował, wygrywał albo przegrywał i nigdy nie umrze. Dlatego też jestem przekonany, że po każdym załamaniu kursów na giełdzie, w czasie którego ludzie odczuwają prawdziwy wstręt do akcji i giełdy, znowu nadejdą takie czasy, kiedy rany przeszłości zostaną zapomniane, a ludzie przyciągani będą do giełdy niczym ćmy do światła. A jeśli nie uczynią tego z własnej inicjatywy, to postara się już o to bardzo dobrze rozwinięty przemysł giełdowy, a nade wszystko przynęta, jaką jest pieniądz”.*

*„Krachy rynkowe są zdrową reakcją na okresy, w których akcje są przewartościowane. Nie gwarantują one jednak, że ich efekt finalny będzie dla społeczeństwa równie zdrowy.”*

The Economist, 1 listopada 1997.

### 3. Ekonomiczne krajobrazy po bitwie

Wielkość problemów, związana z załamaniem się rynku akcji, jest na ogół ściśle związana z rolą jaką odgrywa ten rynek w gospodarce. Pokłosie kryzysu, szczególnie gdy władze fiskalne i monetarne popełnią błędy w okresie jego przewycięzania, jest wyjątkowo uciążliwe dla społeczeństwa. W sposób wstrząsający przedstawił je John Steinbeck w swojej słynnej powieści „Grona gniewu” przedstawiającej Stany Zjednoczone po kryzysie lat 20. W recenzji filmu, bazującego na tej powieści, napisano:

*„Czasy Wielkiego Kryzysu to zaprzeczenie mitu o Ameryce jako ziemi obiecanej: banki niszczą dobytek swoich dłużników, zbankrutowani farmerzy zasilają szeregi bezrobotnych, upadają autorytety, pozostaje jedynie wiara w Boga i siłę rodzinnych więzi. Kraj zamienia się w pustynię, gdzie zaczynają rządzić wilcze prawa: zwykły humanitaryzm uchodzi za społeczny radykalizm”<sup>16</sup>.*

Dla wysoko skapitalizowanych gospodarek, takich jak gospodarka amerykańska czy brytyjska, gdzie relacja wartości rynkowej akcji w stosunku do PKB przekracza znacznie 100%, załamanie się rynku pociąga za sobą szereg niekorzystnych efektów, takich jak:

- silne ograniczenie popytu wewnętrznego, wynikające ze spadku możliwości finansowych inwestorów,
- problemy w segmencie funduszy emerytalnych, których część aktywów (często znaczna) lokowana jest tradycyjnie na rynku akcji,
- ograniczenie możliwości akwizycji kapitału drogą emisji akcji (niechęć inwestorów do rozbudowywania portfeli akcyjnych),
- osłabienie tempa wzrostu gospodarki lub nawet (np. USA po krachu 1929) spadek PKB.

Te i inne uboczne skutki krachu powodują, iż regulatorzy i uczestnicy rynku w wypadku pojawiania się symptomów jego załamania podejmują próby stabilizowania go, czasami za wszelką cenę. Tabela 4. przedstawia najczęściej stosowane w praktyce sposoby podtrzymywania rynku.

Najbardziej efektywną formą stabilizowania rynku jest manipulowanie stopą procentową. Można schłodzić go, podnosząc stopy procentowe, lub wprowadzić element wsparcia - obniżając je. Problem jednak polega na tym, że – jak wiadomo – w świecie finansów nie występują takie elementy jak „darmowy obiad”. W ostatecznym efekcie ktoś musi zapłacić rachunek. Tego rodzaju rachunkiem do zapłacenia przez społeczeństwo są na ogół późniejsze zjawiska recesyjne w gospodarce. Pozostają one w związku z następującą sekwencją: obniżenie stóp procentowych (wsparcie rynku akcji) -> wzrost popytu -> napięcia inflacyjne -> podniesienie stóp procentowych -> osłabienie tempa wzrostu gospodarczego.

Instytucja	Sposób stabilizacji rynku	Uwagi
Bank centralny	1) Manewrowanie stopą procentową <sup>17</sup> 2) Ograniczenie lub wykluczenie możliwości finansowania przez banki komercyjne zakupów akcji ze środków uzyskiwanych od banku centralnego	Najsilniejszy efekt mają posunięcia natury monetarnej
Banki komercyjne i instytucje finansowe	„Zorganizowane wsparcie” oznaczające zakup akcji w warunkach gwałtownie zniżającego rynku	Efektywność tego rodzaju działań w warunkach zniżającego rynku może być wątpliwa
Giełda	1) Rola specjalistów (w USA) – stabilizacja krótkoterminowa 2) Wprowadzenie dziennego limitu zmian kursów 3) Wstrzymanie transakcji	Zastosowanie tych pociągnięć oznacza raczej odłożenie kryzysu a nie jego likwidację (giełda w Hongkongu, zamknięta na kilka dni w trakcie kryzysu 1987, otworzyła się później na poziomie 40 p.c. niższym)
Emitent	Zakup własnych akcji	Wpływ na nieduży segment rynku

Tabela 4. Sposoby stabilizowania rynku akcji. Źródło: opracowanie własne

Dla gospodarek, w których rynki akcji nie pełnią znaczącej roli (wskaźnik kapitalizacji do PKB poniżej 20%), głównymi efektami załamania się rynku są: 1) osłabienie możliwości dalszego rozwoju rynku (spowolnienie tempa prywatyzacji), 2) problemy z rozwojem sektora inwestorów instytucjonalnych, 3) zniechęcenie inwestorów indywidualnych do uczestnictwa w operacjach giełdowych na rzecz bezpiecznego sektora papierów skarbowych lub wkładów bankowych.

Przedstawione wyżej procesy, dokonujące się na rynku papierów wartościowych, korespondują z konstatacją, iż więcej pieniędzy stracono w pogoni za zyskiem niż w wyniku napadów rabunkowych.<sup>18</sup> Prawda jest prawdopodobnie nieco bardziej złożona. Jedni już wygrali, drudzy przegrali, a jeszcze inni ciągle próbują...

Kursy akcji są istotnym elementem, który jest brany pod uwagę przez analityków przy prognozowaniu momentu przejścia gospodarki w kolejną fazę cyklu koniunkturalnego.

Ich wyprzedzający charakter powoduje, iż powstaje czasami rozbieżność pomiędzy rzeczywistym stanem gospodarki a poziomem notowań giełdowych. Pułapka inwestycyjna pojawia się wtedy, gdy dysproporcja ta przekracza rozsądne granice. Powstaje wówczas tego rodzaju sytuacja, że ponieważ gospodarka nie nadąża za rynkiem, rynek musi się, czasami w sposób gwałtowny, przystosować do poziomu jej rozwoju. Tego rodzaju proces nazywamy niekiedy „krachem giełdowym”.

## Informacja o autorze

**Dr Miroslaw Dusza**, adiunkt w Zakładzie Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych WZ UW. Pracownik Departamentu Systemu Finansowego Narodowego Banku Polskiego. Członek Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

## Przypisy

- <sup>1</sup> Potwierdza to definicja Charlesa P. Kindlebergera (1979), jednego z najbardziej znanych autorów prac dotyczących krachów giełdowych, który definiuje panikę giełdową jako nagły strach (obawę) bez dostatecznie uzasadnionej przyczyny.
- <sup>2</sup> Podobnie skomentowano manię internetową początku lat 2000: „Wall Street ma wiele grzechów na swoim koncie ale bąbel spekulacyjny był przedsięwzięciem zbiorowym. Inne wytłumaczenie jest znacznie gorsze niż nieprawda, jest po prostu nudne” (Holman W. Jenkins, Jr, Who’s Blame for Bubble Mania, The Wall Street Journal Europe, May 24-26, 2002.)
- <sup>3</sup> Dla porównania: po załamaniu się rynku w dniu 7 stycznia 2003 r. indeks Nasdaq wynosił 1,4 tys. punktów, co oznaczało niecałe 30 proc. jego rekordowego poziomu.
- <sup>4</sup> Szerzej na ten temat patrz: Marcin T. Kuchciak, Kolejna lekcja z krachów, Parkiet 23-25 marca 2002.
- <sup>5</sup> Warto tutaj zwrócić uwagę na uderzające podobieństwa zachowań inwestorów w Stanach Zjednoczonych roku 1929, o których pisze w swojej klasycznej książce J.K. Galbraith (1963), z psychozą, która powstała w Polsce na przełomie 1993 i 1994 r. Podobną psychozę przechodziły praktycznie wszystkie społeczeństwa budujące gospodarkę rynkową. Spekulacja papierami wartościowymi w Niemczech lat 70. XIX w. została tak opisana:  
„Spekulacja awansowała do rangi ulubionej gry towarzyskiej, a tabele giełdowe stały się ulubioną lekturą mieszczaństwa. Służba, wygrzebawszy skromne oszczędności, uszczęśliwiona szła do najbliższego okienka bankowego, żądając pilnie sprzedaży jakiejś akcji”, (Ogger, 1993 s.158)
- <sup>6</sup> Np. wypowiedź Jerzego Popławskiego w informacji pt. „Martwa cisza - w czasie dogrywki nikt nie chciał kupować”, Nowa Europa 12.04.1994 r.
- <sup>7</sup> Patrz: notatka „Panika”, Nowa Europa 12.04.1994 r.
- <sup>8</sup> W prasie opublikowano notatkę „Banki nie kredytowały hossy” (A.Sł.) Rzeczpospolita 13 kwietnia 1994 r.
- <sup>9</sup> W tym duchu wypowiadał się Andrzej Burzyński, wiceprezes Klubu Kapitału Polskiego w Gazecie Wyborczej z 12 kwietnia 1994r., sonda: Dlaczego.
- <sup>10</sup> Informacja Agencji Reutera, zamieszczona w Gazecie Wyborczej z 13 kwietnia 1994 r.
- <sup>11</sup> Np. Rzeczpospolita, notatka „Wielcy inwestorzy zachowali spokój” z 13 kwietnia 1994 r.
- <sup>12</sup> Por. Agnieszka Wróblewska, Gorączka po polsku, Życie Warszawy, 22 lipca 1994 r.
- <sup>13</sup> Sławomir Mizerski, Groza na parkiecie, Życie Warszawy z 13 maja 1994 r.
- <sup>14</sup> Por. również Agnieszka Wróblewska, Gorączka po polsku, op cit.
- <sup>15</sup> Grzegorz Zalewski, Rodzima internetowa bańka, Prawo i Gospodarka – Magazyn Finansowy, 8 lipca 2002 r.
- <sup>16</sup> Recenzja fimu „Grona gniewu”, Gazeta Wyborcza, dodatek Gazeta Telewizyjna, 2 października 2001.
- <sup>17</sup> Obecnie (początek XXI w.) banki centralne, z uwagi na znaczenie rynku kapitałowego dla całej gospodarki, usiłują na ogół aktywnie stabilizować sytuację. Odbywa się to przez zwiększenie konkurencyjności rynku akcji w stosunku do rynku instrumentów dłużnych drogą obniżenia podstawowych stóp procentowych. Uzyskują one w ten sposób zmniejszenie atrakcyjności instrumentów dłużnych (wzrost kursów instrumentów już będących w obrocie rynkowym i niższe oprocentowanie nowych emisji), przy jednoczesnym obniżeniu kosztów finansowania działalności przedsiębiorstw.
- <sup>18</sup> Raymond E. Devoe Jr, Fortune, 18 kwietnia 1994

## Bibliografia

- Beckman, R. 1988. *Crashes, Why They Happen – What To Do*, London: Digwick & Jackson
- Chancellor, E. 2001. *Historia spekulacji finansowych*, Warszawa: Warszawskie Wydawnictwo Literackie Muza S.A.
- Dusza, M. 1999. *Rynek kapitałowy w Polsce*, Warszawa: Biblioteka Menedżera i Bankowca
- Galbraith, J. K. 1963. *The Great Crash 1929*, London: Pelikan Books
- Kindleberger, Ch. P. 1979. *Manias, Panics and Crashes*, London: The Macmillan Press Ltd.
- Kostolany, A. 1999. *Psychologia giełdy*, Wrocław: Wydawnictwo Europa
- Malkiel, B. 1996. *A Random Walk Down Wall Street*, New York, London: W.W.Norton & Company
- Morris, Ch. R. 1999. *Money, Greed and Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen*, Chichester, New York, Weinheim, Brisbane, Singapore, Toronto: J. Wiley & Sons, Ltd.
- Ogger, G. 1993. *Geniusze i spekulanci*, Warszawa: PIW
- Pring, M. 1995. *Investment psychology explained*, Chichester, New York, Weinheim, Brisbane, Singapore, Toronto: John Wiley & Sons, Ltd.
- Rotchild, J. 2000. *Księga bessy*, Warszawa: WIG Press
- Wright, R. O. 2002. *Chronology of the Stock Market*, North Carolina: McFarland & Company Publishers