

Dariusz Wojnarski
PWSZ w Zamościu
voynarsky@wp.pl

Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1991-1994

*Macroeconomic conditioning of the economic situation
on the Warsaw Stock Exchange in the years 1991-1994*

Streszczenie:

Od chwili uruchomienia Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie przez następnych kilka lat obserwowano gwałtowne zawirowania na rynku akcji. Przyczyn dużych zmienności indeksu giełdowego można upatrywać w otoczeniu makroekonomicznym. Jego składowe to m.in. tempo wzrostu PKB, zmiany poziomu inflacji, ale też elementy kształtujące określony klimat gospodarczy, jak sytuacja polityczna. W warunkach niedojrzałości rynku kapitałowego, tylko niektóre z wymienionych determinantów mogłyby odgrywać istotniejszą rolę. Ponadto, należy zauważyć, iż okres krachu giełdowego z roku 1994, będący konsekwencją wytworzonego wcześniej „bąbla spekulacyjnego”, zaburzył korelację części zmiennych makroekonomicznych z poziomem wyceny kursów akcji. Bessa przypadała bowiem na okres stabilizacji politycznej i gospodarczej kraju. Można powiedzieć, że przyczyny krachu giełdowego tkwiły w samej giełdzie. Wynikały bowiem z jej niewielkiej skali działania. Załamanie kursów akcji z pewnością byłoby o wiele mniejsze, gdyby w roku 1993 na giełdę trafiła spora grupa nowych dużych spółek. Dałoby to efekt rozłożenia popytu oraz obrotów na większą liczbę walorów, a w konsekwencji ograniczyłoby nieskorelowaną z analizą fundamentalną silną aprecjację cen akcji.

Słowa kluczowe: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, rynek kapitałowy, krach

Summary:

Violent turbulence was being observed on the share market since the Warsaw Stock Exchange has been started and throughout the next few years. It is possible to seek the causes of large variabilities of a share index in macroeconomic surroundings. Its components being among others: a pace of the increase in GDP, changes of the inflation rate, but also elements shaping the determined economic climate, like the political situation. Although, when the capital market is still immature only some of the above-mentioned determinants could play a major role. Moreover, one should notice, that the stock market crash of 1994, which was the consequence of a “speculative bubble” produced earlier, disturbed the correlation between macroeconomic variables and evaluation of stock prices. It is possible to say that the causes of a stock market crash lied in the stock exchange itself as the scope of its actions was very small. Bending of the stock prices certainly would have been smaller if in 1993 a sizeable group of big new companies was floated on the stock market. It would have created the effect of dividing the demand and turnovers into the substantial amount of advantages, and in consequence, would have limited the strong appreciation not correlated with the fundamental analysis of share prices.

Keywords: The Stock Exchange in Warsaw, Capital Market, Crash

1. Uwagi wstępne.

W III Rzeczypospolitej nastąpiło odejście od gospodarki nakazowo-rozdzielczej na rzecz wolnorynkowej gospodarki kapitalistycznej. Nieodzownym elementem tych przemian było reaktywowanie działającej w okresie międzywojennym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Pierwsza sesja odbyła się 16 kwietnia 1991 roku.

Warszawski parkiet w pierwszej fazie funkcjonowania nie prezentował się okazale. Koniunktura przez dłuższy czas była pod znakiem „niedźwiedzia”, co odzwierciedlało transformacyjne trudności rozwojowe państwa, z których zresztą część była konsekwencją popełnionych błędów w polityce gospodarczej. W drugiej połowie 1992 r. sytuacja gospodarcza zaczęła się poprawiać. Zainicjowana wówczas hossa przeciągnęła się do 8 marca 1994 r., a jej rezultatem był rekordowy wzrost indeksu WIG o 3078%. Tak duży wzrost wartości notowanych walorów giełdowych w stosunkowo krótkim czasie miał charakter wybitnie spekulacyjny i stanowił bezpośrednią przyczynę krachu giełdowego z 11 marca 1994 r.

W niniejszym artykule autor poddaje analizie makroekonomiczne uwarunkowania „bąbla spekulacyjnego” i krachu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Chodzi w gruncie rzeczy o wyjaśnienie mechanizmów powiązań koniunktury na rynku akcji z otoczeniem wolnorynkowym. Do jego interpretacji niezbędna jest analiza polityczno-gospodarcza, w tym tempo rozwoju gospodarczego, polityka pieniężna, zmiany inflacyjne, a także inne czynniki, jak polityczny i psychologiczny, kształtujące określony klimat oddziaływania na gospodarkę. Wpływ czynników makroekonomicznych na poziom kursów giełdowych jest niepodważany, ale z drugiej strony nie jest ściśle sprecyzowany. Dlatego też zasadniczym celem niniejszego artykułu jest interpretacja wpływu wymienionych wyżej zmiennych na rynek akcji oraz odpowiedź na pytanie czy i w jakim zakresie polski rynek akcji w pierwszych latach swojego funkcjonowania był wymiernym barometrem przyszłego stanu gospodarki. Przyjęto założenie, iż w warunkach niedojrzałości rynku kapitałowego, tylko niektóre z wymienionych determinantów mogłyby odgrywać istotniejszą rolę.

2. Dekoniunktura giełdowa.

W 1991 r. na parkiecie giełdowym znajdowało się zaledwie pięć spółek: Exbud, Kable, Krosno, Próchnik i Tonsil, a poziom obrotów na pierwszej sesji wynosił zaledwie 3 960 zł¹. Obroty w całym 1991 r. były niewielkie, co było pochodną 9 notowanych spółek (do wymienionych dołączyły jeszcze cztery: Swarzędz, Wedel, Wólczań

¹ *Kalendarium*, „Parkiet”, 2001 nr 26 (1694), [dodatek]: *2000 sesji GPW*, s. 3.

ka, Żywiec) i niskiej kapitalizacji giełdy - na koniec roku kalendarzowego 160 mln zł². Znacząco wpłynęła na ten mizerny rezultat dekonunktura na giełdzie. Od 16 kwietnia do końca 1991 r. indeks WIG spadł o 8%, zmniejszając się z poziomu 1000 do 919,1 punktów³. Bessa przeciągnęła się na I i II kwartał 1992 roku. Stało się tak pomimo wprowadzenia w tym czasie na rynek akcji nowych atrakcyjnych spółek należących do Skarbu Państwa (Irena, Okocim, Elektrim, Mostostal-Export)⁴.

Odpowiadając na pytanie o przyczyny marazmu koniunkturalnego na warszawskim parkiecie należy zwrócić uwagę na dwa podstawowe czynniki: polityczny i ekonomiczny. Zresztą były one ze sobą powiązane, gdyż pierwszy wynikał z niepewnego scenariusza politycznego, jako pokłosie trudnej sytuacji gospodarczej kraju. Zastosowana „terapia szokowa” wciąż przynosiła fatalne skutki. W 1991 r. PKB obniżył się absolutnie o 7,6%, a bezrobocie objęło 12,2% osób zdolnych do pracy⁵. W tej sytuacji nie dziwi fakt, iż giełda nie przyciągała nowych graczy. Inwestorzy instytucjonalni, zwłaszcza z zagranicy, traktowali polski rynek akcji z dużą rezerwą. Po pierwsze był on dla nich zbyt mały, a po drugie mało dojrzały. Z kolei dominujący wówczas na warszawskim parkiecie inwestorzy indywidualni nie dysponowali odpowiednio dużymi kapitałami. Zakupy polskich akcji na kredyt hamowała wysoka inflacja (70%). Jak zauważył J. Dusza, kolejnym pasywnym czynnikiem, z punktu widzenia giełdowych graczy, była podaż tanich akcji ze strony pracowników prywatyzowanych przedsiębiorstw. Mogli je nabywać na rynku pierwotnym nawet z 50% dyskontem⁶. Ponadto w 1992 r. Skarb Państwa zainicjował sprzedaż obligacji na rynku pierwotnym, co przekierowało część strumienia pieniężnego z giełdy⁷.

J. Przybylska-Kapuścińska zwraca uwagę na inny element, niekorzystny z punktu widzenia koniunktury giełdowej. Dotyczy on analizy fundamentalnej w stosunku do spółek giełdowych. Notowane przez nie słabe wyniki finansowe przełożyły się na niskie dywidendy, co z pewnością należy uznać za istotne z punktu widzenia słabego

² W 1991 r. wartość rynkowa notowanych spółek wynosiła tylko 1% PKB.

³ R. Przasnyski, *Koniunktura zmienną jest*, „Parkiet”, 2001 nr 26 (1694), [dodatek]: 2000 sesji GPW, s. 1, 4.

⁴ „Rocznik Statystyki Giełdowej”, 1992, s. 1.

⁵ D. Wojnarski, *Przemiany gospodarcze na świecie w latach dziewięćdziesiątych XX wieku*, Lublin 2011, s. 109.

⁶ M. Dusza, *Rynek kapitałowy*, w: *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, Warszawa 1998, s. 176.

⁷ Od tego czasu emisje obligacji, skierowane do inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, odbywały się co 3 miesiące. W 1993 r. wprowadzono do oferty także obligacje 2- i 5-letnie o stałym oprocentowaniu. Zob. J. Kuciński, *Rynek polskich funduszy inwestycyjnych – zarys ewolucji, stan obecny i perspektywy rozwoju*, Warszawa 2010, s. 47.

zainteresowania rynkiem akcji⁸. Warto na koniec tej analizy zwrócić uwagę na wyjątkowo intensywne przetarasowania polityczne, wynikające przeważnie z braku stabilnego zaplecza parlamentarnego poszczególnych gabinetów rządowych, których w latach 1991-1992 było w sumie cztery. Najbardziej spektakularna zmiana gabinetowa dotyczyła rządu kierowanego przez Jana Olszewskiego. Zakończył swoją działalność w atmosferze nagonki politycznej 5 czerwca 1992 roku. Reakcja inwestorów giełdowych była bardzo nerwowa, w czerwcu WIG stracił aż 12,2%. W dniu 26 czerwca 1992 r. odnotował najniższą wartość w swojej historii, zatrzymując się na poziomie 635,3 punktów⁹.

3. Hossa i „bąbel spekulacyjny”.

Przełom czerwca i lipca 1992 roku wyznacza nowy etap koniunktury GPW w Warszawie. W drugiej połowie tego roku indeks WIG zwiększył swoją wartość o 43,8% - w końcu roku kalendarzowego wynosił 1040,7 punktów¹⁰. Motorem aprecjacji walorów giełdowych była strukturalna przewaga popytu nad podażą. Towarzyszył temu systematyczny wzrost obrotów. Średni sesyjny obrót na spółkę wzrósł z 0,12 mln w 1991 r. do 0,17 mln w 1992 r. i 2,81 mln zł w 1993 r.¹¹ Całkowita wartość obrotów wzrosła z 30 mln w 1991 r. do 230 mln w 1992 i 7,75 mld zł w 1993 r.¹²

Głównym impulsem obserwowanej w drugiej połowie 1992 r. poprawy nastrojów na parkiecie giełdowym były pierwsze symptomy ożywienia gospodarczego. Wzmacnianie tego pozytywnego trendu przekładało się na wzrost zainteresowania giełdą, także ze strony inwestorów zagranicznych. Ważnym argumentem inwestycyjnym były niezwykle korzystne, świadczące o rażącym niedowartościowaniu ceny polskich akcji. W pierwszym kwartale 1993 r. przeciętny wskaźnik C/Z wynosił ok. 3/0, kilkukrotnie mniej niż w krajach Europy Zachodniej¹³.

Rok 1993 był najlepszym okresem dla inwestorów giełdowych na warszawskim parkiecie. Trwająca w tym czasie wielka hossa na rynku akcji miała wymiar bezprecedensowy. WIG wzrósł blisko 12-krotnie – z poziomu 1037,1 pkt. (4.01.1993 r.) do 12 439 pkt (30.12.1993 r.) W sumie roczna stopa zwrotu w 1993 wyniosła aż 1095%.

⁸ W. Przybylska-Kapuścińska, *Koniunktura gospodarcza a wskaźniki giełdowe w okresie transformacji w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu”, Seria I, 1998 z. 267, s. 106.

⁹ „Rocznik Statystyki Giełdowej”, 1992, s. 2.

¹⁰ *2000 sesji na Giełdzie Warszawskiej*, Warszawa 2001, s. 1.

¹¹ *10 lat Giełdy Warszawskiej*, Warszawa 2001, s. 1.

¹² „Rocznik Statystyki Giełdowej”, 1994, s. 3.

¹³ J. Kuciński, s. 45.

Największe zyski mogli osiągnąć posiadacze akcji Krosna, których kurs wzrósł ponad 24-krotnie. Niewiele mniej, bo przeszło 2100% zarobili posiadacze walorów Ireny¹⁴.

Coraz bardziej optymistyczne wieści z warszawskiego parkietu przyciągały kolejnych inwestorów. Na dzień 31 grudnia 1993 roku było założonych już ponad 281 tysięcy rachunków inwestycyjnych¹⁵. Wysokie tempo zakładania rachunków inwestycyjnych rozmijało się z adekwatnym wzrostem liczby notowanych spółek, co stanowiło jeden z ważniejszych czynników nabrzmiewającego „bąbla spekulacyjnego”. Prywatyzacja Banku Śląskiego przyciągnęła kolejną falę inwestorów. Założono blisko pół miliona nowych rachunków inwestycyjnych. Na dzień 31.12.1994 r. w biurach maklerskich zarejestrowanych było 831 366 rachunków inwestycyjnych¹⁶.

W pierwszych dwóch miesiącach 1994 roku WIG miał ciągle wysoką dynamikę wzrostu. Pomiędzy 3 stycznia a 28 lutego zwyżkował z 13 044,8 pkt do poziomu 20 196 pkt. Miesięczna stopa zwrotu w styczniu wyniosła 35,7%, a w lutym 19,6%¹⁷. W tym czasie na sesję składano ponad 100 tysięcy zleceń z obrotami dochodzącymi nawet do 400 mln złotych¹⁸.

Można zadać podstawowe pytanie o przyczyny tej spektakularnej hossy. W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na, sygnalizowaną już wcześniej, poprawę danych makroekonomicznych. Polska gospodarka w drugiej połowie 1992 r. powoli zaczynała odreagowywać obserwowane po 1989 r. głębokie trudności rozwojowe. PKB w 1992 r. wzrósł o 2,6%, w 1993 r. o 3,8%, a w 1994 r. o 5% - w ślad za tym spółki giełdowe notowały lepsze wyniki finansowe. W 1993 r. ich uśredniony zysk netto był o 38,2% wyższy w porównaniu z rokiem poprzednim¹⁹.

Silna aprecjacja kursów giełdowych w drugiej połowie tego roku „nie miała wiele wspólnego ani z obserwowaną w tym okresie poprawą koniunktury gospodarczej, ani wynikami finansowymi obecnych na niej spółek”²⁰. Dynamika wzrostu zysków i wartości księgowej spółek wyraźnie odstawała od rynkowej wartości wyznaczanej kursem giełdowym. W 1993 roku wartość księgowa statystycznej spółki wynosiła 50 mln, podczas gdy jej rynkowa wartość 107 mln (w 1992 r. odpowiednio

¹⁴ R. Przasnyski, s.4,8; „Rocznik Statystyki Giełdowej”, 1993, s. 7,8.

¹⁵ „Rocznik Statystyki Giełdowej”, 1994, s. 30.

¹⁶ Tamże, s. 30.

¹⁷ Tamże, s. 10.

¹⁸ Tamże, s. 2.

¹⁹ „Rocznik Statystyki Giełdowej”, 1993, s. 4.

²⁰ T.W. Bołt, P. Miłobędzki, *Empiryczna analiza procesów zachodzących na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 1991-1993*, Gdańsk 1994, s. 6.

38 i 23 mln)²¹. W pierwszych miesiącach 1994, kiedy to hossa osiągnęła swój szczyt, średni wskaźnik ceny do zysku na akcję (C/Z) był już na warszawskiej giełdzie mało atrakcyjny - 31,6 (w styczniu 1993 r. 3,1)²². Inny wskaźnik – ceny do wartości księgowej (C/WK) również bardzo wyraźnie pogorszył się – w lutym 1994 r. wynosił 8,44, podczas gdy w styczniu 1993 r. - 0,56²³.

Przyglądając się statystyce średniej wartości składanych zleceń nasuwa się wniosek, że od jesieni 1993 roku akcje zaczęli wyprzedawać duzi inwestorzy, podczas gdy mali przystępowali do coraz bardziej wzmózonych zakupów. W grudniu tego roku występowało średnio na sesji 16 967 ofert sprzedaży 3 213 159 akcji. W analogicznym okresie odnotowano 23 007 zleceń kupna 1 894 635 akcji. Odwrotna sytuacja miała miejsce jeszcze w pierwszej połowie 1993 roku²⁴.

Zastanawiając się nad kolejnymi czynnikami hossy giełdowej, która w drugiej połowie 1993 r. miała już charakter „bańki spekulacyjnej”, należy zwrócić uwagę na pozytywne zmiany w polityce pieniężnej, co przełożyło się na potanieenie kredytu, z którego na coraz większą skalę korzystali inwestorzy giełdowi. W lutym 1993 r. stopa redyskonta obniżona została z 32 do 29%²⁵. Ta zmiana – jak ustaliła W. Pełka – nie spowodowała masowego wycofywania środków finansowych z lokat bankowych z przeznaczeniem na inwestycje giełdowe²⁶. Należy jednak zaznaczyć, na co zwrócił uwagę E. Łon, iż obniżki stóp procentowych wywołują szereg innych, pozytywnych implikacji. Poprawia się dynamika sprzedaży podmiotów gospodarczych, spadają koszty finansowe czy też nasila się, dzięki większej akceptacji ryzyka, możliwość przepływu kapitału z rynku papierów dłużnych w kierunku rynku akcji. Z tych też powodów warszawski parkiet notował wyższy poziom stopy zwrotu z indeksu giełdowego w okresach po obniżce stóp procentowych, jak w okresach ją poprzedzających²⁷.

Ciekawe spostrzeżenia przywoływanego wyżej autora dotyczą także podjętych badań polskiego rynku akcji pod kątem giełdowego mechanizmu dyskontowania

²¹ 2000 sesji..., s. 1.

²² R. Przasnyski, *Dziesięć lat rozwoju warszawskiego parkietu*, „Parkiet”, 2000 nr 242 (1660), [dodatek]: *Instytucje rynku kapitałowego i finansowego*, s. 7; „Rocznik Statystyki Giełdowej”, 1993, s. 6.

²³ „Rocznik Statystyki Giełdowej”, 1993, s. 6; „Rocznik Statystyki Giełdowej”, 1994, s. 7.

²⁴ Tamże, s.11.

²⁵ „Biuletyn Informacyjny NBP”, 1993, s. 24.

²⁶ W. Pełka, *Wpływ makro i mikroekonomicznych uwarunkowań na funkcjonowanie i rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Handlu i Prawa im. Ryszarda Łazarskiego w Warszawie”, Seria Ekonomia, z. 9, s. 33.

²⁷ E. Łon, *Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych*, Poznań 2006, s. 197.

przyszłego stanu gospodarki²⁸. Tej korelacji jedynie nie zauważymy w zestawieniu lat 1991-1992; to pokłosie niskiej kapitalizacji giełdy i jej niedojrzałego, niedoinformowanego otoczenia. Już jednak zestawienia z lat 1992-1993 i 1993-1994 pokazują stosowną zależność. W odniesieniu do rynku akcji z 1992 r. dodatni rezultat wykazały nominalna stopa zwrotu i zmiana stopy zwrotu, zaś w odniesieniu do roku 1993 wszystkie składowe (nominalna i realna stopa zwrotu oraz jej zmiana i premia za ryzyko)²⁹.

Wreszcie istotne znaczenie, z punktu widzenia poprawy klimatu gospodarczego, odegrał czynnik polityczny. Wiąże się z tym utworzenie w październiku 1993 r. stabilnego układu rządzącego w postaci koalicji PSL-SLD. Pierwsze poważniejsze przetarasowanie gabinetowe miało miejsce dopiero w marcu 1995 r., kiedy tekę premiera, po Waldemarze Pawlaku, otrzymał Józef Oleksy.

Należy podkreślić, iż zdefiniowane wyżej mechanizmy makroekonomiczne w drugiej połowie 1993 r. zostały zaburzone w warunkach narastającej nierównowagi na rynku akcji. T.W. Bołt oraz Paweł Miłobędzki, analizując sesje giełdowe w roku 1993, zauważyli iż tylko 49% z nich odbywało się w warunkach zrównoważenia popytu i podaży³⁰.

4. Krach i bessa

10 marca 1994 r. rozpoczęła się tendencja spadkowa, a 11 kwietnia odnotowano największy w historii dzienny spadek WIG (- 10,7%)³¹. Następnego dnia miała miejsce ponad pięciokrotna przewaga podaży nad popytem, co spowodowało niemożność przeprowadzenia transakcji aż 20 spółkami. Dlatego też Zarząd Giełdy podjął decyzję o rezygnacji z 10% pasma wahań kursów akcji³². W marcu miesięczna stopa zwrotu z WIG spadła o 28%, a w kwietniu o dalsze 24,2%. Trend spadkowy tylko na krótko został zatrzymany w maju (wzrost WIG o 9,2%), gdyż już w czerwcu WIG stracił aż 35,3%. W kolejnych miesiącach spadki i wzrosty przeplatały się wzajemnie. W cały 1994 r. WIG obniżył się o 39,9%³³.

²⁸ Tamże, s. 40. Występuje generalna korelacja między stopą zwrotu z indeksu giełdowego (w roku T) a realnym tempem wzrostu PKB, produkcją przemysłową, spożyciem indywidualnym i nakładami inwestycyjnymi w roku następnym (T+1).

²⁹ Tamże, s. 157-159.

³⁰ T.W. Bołt, P. Miłobędzki, s. 8.

³¹ *Kalendarium...*, s. 6.

³² M. Dusza, *Pouczające krachy giełdowe*, „Problemy Zarządzania”, 2003 nr 2, s. 92-93.

³³ R. Przasnyski, *Koniunktura...*, s. 8.

Krach na giełdzie i towarzysząca mu bessa giełdowa odzwierciedlały fundamentalną ocenę rynku giełdowego, o czym wspomniano już wcześniej. Dynamika wzrostu cen akcji już w drugiej połowie 1993 r. zdecydowała o wyprzedzeniu dynamikę wzrostu zysków notowanych spółek. Z tego też powodu, jeszcze w miesiącach poprzedzających krach na giełdzie systematycznie korygowali swoje portfele inwestycyjne zagraniczni i krajowi inwestorzy instytucjonalni. Dla przykładu Fundusz Powierniczy Pioneer pomiędzy 31 grudnia 1993 r. a 3 kwietnia 1994 r. sprzedał akcje BRE i Polifarbu Cieszyń³⁴. Ponadto Ministerstwo Finansów w marcu sprzedało na giełdzie 367 645 akcji Banku Śląskiego³⁵.

M. Dusza zwraca uwagę, iż największe straty ponieśli inwestorzy indywidualni dysponujący portfelami od 20 do 50 tys. zł³⁶. Trzeba podkreślić, iż to właśnie tzw. drobni ciułacze stanowili największą grupę poszkodowanych. Przeważnie kupowali w szczycie hossy, gdy właśnie wtedy redukowali swoje portfele inwestorzy instytucjonalni. Nierzadko zainwestowane pieniądze na giełdzie pochodziły z kredytu na zakup akcji³⁷. Pokutowało powszechne przekonanie, iż giełda jest „maszynką do robienia pieniędzy”. Przeważająca część inwestorów kierowała się raczej intuicją czy też zachowaniami o charakterze stadnym. Emocjonalne zachowania zbiorowe podsycali media, które jeszcze tuż przed samym krachem dezinformowały inwestorów giełdowych. Doniesienia medialne przyjmowano za pewnik, co wynikało – jak podkreśla I. Pikunko – z braku elementarnej wiedzy na temat funkcjonowania giełdy³⁸.

Załamanie kursów akcji nie było konsekwencją przewidywanego obniżenia tempa wzrostu gospodarczego. Można powiedzieć, iż projekcje w tym zakresie były bardzo obiecujące. Dekoniunktury giełdowej z roku 1994, pomimo iż nie wykazywała korelacji z optymistycznymi przewidywaniami makroekonomicznymi i stabilizacją polityczną (rządy koalicji PSL-SLD), nie można zinterpretować jako mocnego kontrargumentu podważającego znaczenie rynku akcji pod kątem barometru przyszłego poziomu aktywności gospodarczej. To przekonanie biorę przede wszystkim z faktu silnego przewartościowania cen akcji w roku poprzednim, co niemal w każdych warunkach grozi przekłuciem „bąbla spekulacyjnego”³⁹.

³⁴ M. Dusza, *Rynek kapitałowy w Polsce. Narodziny, pierwsze dziesięciolecie, perspektywy*, Warszawa 1999, s. 45; M. Dusza, *Pouczające krachy...*, s.92-93.

³⁵ Tamże, s. 92.

³⁶ Tamże, s. 94.

³⁷ Tamże, s. 93.

³⁸ I. Piekunko, *Zjawisko „gorączki złota” i „paniki” na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, w: *Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie*, cz. 2, red. W. Tarczyński, Szczecin 2002, s. 447.

³⁹ Odwołuję się tutaj przede wszystkim do wyników badań, przywoływanego już wyżej, E. Łona, s. 159.

Krach giełdowy z roku 1994 był konsekwencją także innych czynników. Niektórzy zwracają uwagę na zapowiedź wprowadzenia podatków od zysków giełdowych, co ostatecznie nastąpiło w 1995 roku⁴⁰. Ta decyzja była jednym z czynników odpowiedzialnych za kontynuację spadków na warszawskim parkiecie. Na dobre bessy kończy się dopiero 28 marca 1995 r., kiedy to WIG obniżył się do poziomu 5 904,7 punktów. Oznaczało to, iż stracił w porównaniu do poprzedniego maksimum z 8 marca 1994 r. 71,6%⁴¹.

Do kontynuacji spadków przyczyniły się nowe emisje akcji przeprowadzone w 1995 r. przez 30 spółek notowanych na rynku podstawowym, spośród których 21 to debiutanci⁴². Ponadto należy zwrócić uwagę na restrykcyjną politykę pieniężną Narodowego Banku Pieniężnego. W lutym 1995 r. podniesiono stopy procentowe, np. redyskontową z 33 do 35%⁴³. Oprócz otoczenia wewnętrznego, istotne, zwłaszcza z punktu widzenia powrotu inwestorów zagranicznych, było otoczenie zewnętrzne. To ostatnie przedstawiało się niekorzystnie. Pod wpływem kryzysu finansowego w Meksyku (*tequila crisis*), kapitał zagraniczny niechętnie angażował posiadane środki na tzw. rynkach wschodzących, do których zaliczała się także Polska.

5. Uwagi końcowe.

Na analizowany okres koniunktury na giełdzie warszawskiej przypada czas największej w historii III RP hossy oraz bessy. Poziom inflacji i kurs walutowy nie odgrywały istotniejszej roli z punktu widzenia zawirowań koniunktury giełdowej. Nie znaczy to jednak, iż kursy giełdowe zupełnie oderwane były od rzeczywistości makroekonomicznej. Hossa giełdowa miała szereg przesłanek racjonalnych wpisujących się w wieloczynnikowe wskaźniki makroekonomiczne, takie jak tempo wzrostu PKB czy zmiany polityki pieniężnej. Oczywiście tylko na początku miała racjonalne i zdrowe podstawy. Bardzo szybko przerodziła się w czystą spekulację, za którą w największym stopniu odpowiedzialni byli sami inwestorzy. Instytucjonalni inwestorzy zdawali sobie doskonale sprawę, iż od połowy 1993 r. na giełdzie nabrzmiewał „bąbel spekulacyjny”. Brak rzetelnej wiedzy w zakresie funkcjonowania giełdy oraz huraoptymistyczne doniesienia medialne uspiły czujność inwestorów indywidualnych. Uznali, iż w warunkach systematycznej poprawy danych finansowych spółek giełdowych oraz coraz korzystniejszego otoczenia makroekonomicznego inwestowa-

⁴⁰ „Rocznik Statystyki Giełdowej”, 1994, s. 2; R. Przasnyski, *Koniunktura...*, s. 6.

⁴¹ Tamże, s. 10; „Rocznik Statystyki Giełdowej”, 1995, s. 14.

⁴² „Komisja Papierów Wartościowych”, Raport 1995, s. 33.

⁴³ „Raport Roczny NBP”, 1995, s. 22, 111.

nie na giełdzie nie jest obarczone poważniejszym ryzykiem. Niestety podejmowane przez inwestorów wzmożone zakupy akcji traciły swój fundamentalny charakter. Kapitalizacja giełdy rosła nazbyt powoli, co wynikało ze zbyt małego „dopływu” nowych spółek giełdowych. Wartość rynkowa akcji, czyli kapitalizacja giełdy na koniec 1991 r. wynosiła 160 mln zł., a liczba notowanych firm 9. W analogicznym okresie 1992 r. było ich 16, zaś na koniec 1993 r. 22⁴⁴.

Swoista moda na inwestowanie na giełdzie spowodowała ogromny wzrost obrotów, co sztucznie „pchało” kursy giełdowe w górę⁴⁵. Jak wykazał A. Mazurkiewicz brakowało w analizowanym okresie korelacji kursów cen akcji spółek giełdowych z ich kapitalizacją. Jego zdaniem podstawową przyczyną tego stanu rzeczy był fakt generowania większości obrotów przez inwestorów indywidualnych, a nie instytucjonalnych, dominujących na giełdach dojrzałych⁴⁶. Ponadto tenże Autor zauważył, iż zaburzona została inna prawidłowość, a mianowicie brak powiązania czynników fundamentalnych (m.in. C/WK i C/Z) ze stopą zwrotu akcji. Nieefektywność rynku, co starano się wykazać wyżej, należy – jego zdaniem – tłumaczyć niską liczbą notowanych spółek⁴⁷. Krach giełdowy z roku 1994 wpisywał się więc w scenariusz charakterystyczny dla młodych, niedorozwiniętych gospodarek rynkowych. W trakcie jego trwania zachwianiu uległa, udowodniona wyżej, korelacja części czynników makroekonomicznych z sytuacją na giełdowym rynku akcji. Bessa przypadała bowiem na okres stabilizacji politycznej i gospodarczej kraju.

Można powiedzieć, że przyczyny krachu giełdowego tkwiły w samej giełdzie. Wynikały bowiem z jej niewielkiej skali działania. Załamanie kursów akcji z pewnością byłoby o wiele mniejsze, gdyby w roku 1993 na giełdę trafiła spora grupa nowych dużych spółek. Dałoby by to efekt rozłożenia popytu oraz obrotów na większą liczbę walorów, a w konsekwencji ograniczyłyby nieskorelowaną z analizą fundamentalną silną aprecjację cen akcji.

W drugiej połowie lat 90. XX w. polska giełda stała się bardziej dojrzała, a jej funkcjonowanie mocniej skorelowane z rzeczywistą sytuacją gospodarczą kraju, a tym samym różnorodnymi prawidłowościami koniunkturalnymi o charakterze makroekonomicznym.

⁴⁴ 2000 sesji..., s. 1.

⁴⁵ T.W. Bołt, P. Miłobędzki, s. 7.

⁴⁶ A. Mazurkiewicz, *Czynniki wpływające na zmiany cen akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Portfele naśladujące czynniki*, „Prace Naukowe Katedry Zarządza Akademii Morskiej w Gdyni”, 2003 nr 4, s. 465. Podobny punkt widzenia zaprezentowali jako jedni z pierwszych już w 1994 T.W. Bołt, P. Miłobędzki, s. 6.

⁴⁷ Tamże, s. 463-464.