

Dominika Kordela

Kryzys 2007-2009 na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie : analiza i próba oceny

Ekonomiczne Problemy Usług nr 43, 147-155

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

*DOMINIKA KORDELA**

**KRYZYS 2007–2009
NA GIELDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE
– ANALIZA I PRÓBA OCENY****

Wprowadzenie

W systemie finansowym dochodzi do kryzysów finansowych, bankowych i walutowych. Najczęściej w przeszłości występowały kryzysy bankowe, natomiast dwie ostatnie dekady XX w. to okres stosunkowo częstych kryzysów walutowych. Kryzys finansowy objawia się silnymi zaburzeniami w obszarze finansów, skutkującymi spadkiem w produkcji lub pogłębieniem już istniejącego spadku¹.

Do czynników sprawczych kryzysu finansowego 2007–2009 zaliczyć można przewartościowanie rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, niemal niekontrolowany handel hybrydowymi instrumentami finansowymi oraz silne globalne powiązania rynków finansowych, będące efektem liberalizacji przepływów kapitałowych.

Kryzys finansowy przerodził się w wielu krajach w kryzys gospodarczy, doprowadzając na skraj bankructwa prężnie rozwijające się gospodarki, m.in.

* Dominika Kordela – mgr, Katedra Finansów Przedsiębiorstwa, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, Uniwersytet Szczeciński.

** Publikacja sfinansowana ze środków na naukę w latach 2009–2011 jako część projektu badawczego nr N 113 243 036.

¹ A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 175, 182–185.

Islandii i Łotwy. Konsekwencje kryzysu widoczne są w skali globalnej, makro, mezzo i mikro. Wszystkie podmioty systemu finansowego odczuwają jego skutki, poczynając od państw, poprzez przedsiębiorstwa i instytucje finansowe, na gospodarstwach domowych kończąc. W wymiarze globalnym kryzys objawia się m.in. poprzez zmniejszone obroty handlowe oraz zastój na rynku pożyczek międzybankowych. W skali makro wiele gospodarek świata ma problemy z utrzymaniem dyscypliny finansów publicznych, rządy państw – zwłaszcza rozwijających się – walczyć muszą również o stabilność waluty, tworzone są pakiety pomocowe dla przedsiębiorstw i szuka się nowych sposobów na pobudzenie gospodarki. Przedsiębiorstwa odczuwają kryzys głównie jako niższe przychody i zyski, jednak równie istotne są trudności związane z regulowaniem zobowiązań i egzekwowaniem należności. Wiele podmiotów gospodarczych zmuszonych zostało przez sytuację gospodarczą do ograniczenia produkcji, zwolnień, cięcia kosztów, a także, niestety, do upadłości. Mniejszy napływ zasobów pieniężnych do instytucji finansowych skutkuje niższymi prowizjami, a tym samym mniejszym zyskiem. Również gospodarstwa domowe nie tylko zmuszone są do ograniczenia wydatków, ale często mają trudności z terminową spłatą zobowiązań kredytowych, co implikuje konsekwencje nie tylko dla sektora bankowego, lecz także dla przedsiębiorstw. Rozmiary i zasięg kryzysu przekroczyły wszelkie oczekiwania i nadal nie wszystkie jego skutki dają się określić.

Kryzys finansowy został szybko zdyskontowany na rynku papierów wartościowych. Główne światowe giełdy wcześniej niż rządy państw i międzynarodowe instytucje finansowe zareagowały na zbliżające się załamanie rynku finansowego. Jednak pierwsze znaczące spadki miały miejsce ponad pół roku od pierwszego ogłoszenia upadłości przez instytucję finansową oferującą kredyty hipoteczne tzw. *subprime*, co miało miejsce w styczniu 2007 r. Czerwiec i lipiec tegoż roku to na większości światowych rynków papierów wartościowych miesiące rekordowych poziomów wskaźników giełdowych – historyczne wskazania notują FTSE, Dow Jones, DAX, Nikkei 225, a także WIG i WIG 20. Pierwsze spadki nastąpiły w sierpniu, ale z kolei wrzesień i październik 2007 r. były miesiącami korekt. Jednak wkrótce po ogłoszeniu przez Amerykańską Rezerwę Federalną (FED) 1 listopada 2007 r. informacji o udzieleniu bankom pożyczki w wysokości 41 mld dolarów indeksy giełdowe ponownie, tylko silniej niż latem, pikują w dół². Rok 2008 to czas bardzo silnych przecen na światowych rynkach papierów wartościowych.

² K. Niklewicz, *Kalendarium zapaści*, <http://www.gazeta.pl> (9.10.2008).

Bessa na światowych giełdach papierów wartościowych

Pierwsze oznaki kryzysu nie pojawiły się we wskaźnikach gospodarczych państw ani w wynikach przedsiębiorstw, lecz na giełdach papierów wartościowych. Rynek papierów wartościowych reaguje bardzo szybko na zmiany koniunktury oraz zawirowania w systemie finansowym. Chronologia kryzysu finansowo-gospodarczego lat 2007–2009 dowodzi, że indeksy giełdowe są nie tylko wiarygodnym wskaźnikiem nastrojów inwestycyjnych, ale również barometrem gospodarczym.

Indeks Dow Jones pierwsze dwuprocentowe spadki odnotował w lipcu i sierpniu 2007 r.; ułożyły one wskaźnik poniżej 13 000 punktów. W październiku 2007 r. nastąpiło odbicie ponad 14 000³. Jednak ostatnie miesiące tegoż roku i rok 2008 przyniosły niestety coraz głębsze spadki. W ciągu dwudziesty jeden miesięcy – od lipca 2007 do marca 2009 r. – indeks zanotował ponadpięćdziesięcioprocentowy spadek i w początkach marca 2009 r. oscylował w granicach 6–7 tys. punktów⁴.

Indeks londyńskiej giełdy papierów wartościowych FSTE swoje maksimum osiągnął 15 czerwca 2007 r. – 6732,40 punktu, natomiast najniższe wskazanie w czasie trwania bessy wynosiło 3512,10 punktu (3 marca 2009 r.). Największe spadki, podobnie jak na większości europejskich giełd, miały miejsce w drugiej połowie 2008 r. Od 3 lipca 2007 r., kiedy to indeks na zamknięciu wskazywał 6639,80 punktu, do 31 marca 2009 r. – na zamknięciu 3926,10 punktu – indeks London Stock Exchange stracił blisko 41%.

Jedną z najważniejszych i największych giełd kontynentu, Deutsche Börse, w okresie od 3 lipca 2007 do 31 marca 2009 r. również zanotowała blisko pięćdziesięcioprocentowy spadek głównego indeksu DAX – z poziomu 8050,68 do 4084,76 punktu⁵.

Kryzys giełdowy nie ominął giełd azjatyckich. Indeks japoński Nikkei 225 w okresie od lipca 2007 do marca 2009 r. odnotował stratę 55%, obniżając się z 18149,90 do 8109,53 punktu. Nieco mniejszy spadek dotknął indeksu Hang-Seng (39%) – z 22 218,55 (3 lipca 2007 r.) do poziomu 13 576,02 punktu (31 marca 2009 r.).

³ Maksymalny poziom indeksu 14 164,53 pkt – 7 października 2007 r.

⁴ Porównując maksimum z października 2007 r. i minimum z 9. marca 2009 r., które wynosiło 6 547 pkt na zamknięciu sesji, spadek DJ wyniósł 53,77%.

⁵ Maksymalny poziom indeksu to 8105,69 pkt – 16 lipca 2007 r., natomiast minimalny: 3690,72 pkt – 3 marca 2009 r.

Liczba debiutów na najważniejszych rynkach papierów wartościowych w Europie w roku 2008 spadła w porównaniu z rokiem 2007 o 59%⁶. Biorąc pod uwagę wartości ofert, spadek wyniósł aż 83% – wartość emisji w 2008 r. wyniosła 14 mld euro, natomiast w 2007 r. – 80 mld euro⁷.

Spadki indeksów giełdowych i liczby przeprowadzanych ofert spowodowały również spadek kapitalizacji. Według danych Światowej Federacji Giełd kapitalizacja poszczególnych giełd, liczona w miliardach dolarów, odpowiednio na koniec 2007 i 2008 r. kształtowała się następująco⁸:

- New York Stock Exchange – 15 651 i 9209 – spadek o 41%,
- London Stock Exchange – 3852 i 1868 – spadek o 52%,
- Deutsche Börse – 2105 i 1111 – spadek o 47%,
- Tokyo Stock Exchange Group – 4331 i 3116 – spadek o 28%,
- Hong Kong Exchanges – 2654 i 1329 – spadek o 50%.

Podobnie zachowywała się Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Indeks WIG 20 maksymalne wskazania ponad 3800 punktów notował w czerwcu i lipcu 2007 r., a także podczas październikowego odbicia. Największe spadki miały miejsce, podobnie jak na wszystkich światowych giełdach, w październiku i listopadzie 2008 r. W okresie od lipca 2007 do marca 2009 r. indeks WIG 20 stracił blisko 60%, natomiast indeks szerokiego rynku WIG – aż 64%. Polska zaliczana jest wciąż do gospodarek rozwijających się, w związku z czym podczas globalnej zwiększonej awersji do ryzyka polski rynek papierów wartościowych silnej niż zachodnie giełdy odczuł skutki dekonjunkury.

Przebieg kryzysu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Wzrost cen akcji na polskiej giełdzie papierów wartościowych trwał nieprzerwanie – nie licząc drobnych korekt – od połowy 2002 r. Wskaźniki: cena do zysku i cena do wartości księgowej w tym okresie osiągnęły w wypadku większości spółek wysokie poziomy świadczące o przewartościowaniu cen akcji. Inwestorzy giełdowi mieli ambiwalentne uczucia. Z jednej strony, zgodnie z giełdowym powiedzeniem „drzewa nie rosną do nieba”, oczekiwano jeśli nie głębszych spadków, to przynajmniej silnej korekty. Z drugiej jednak strony zachowania inwestorów odpowiadały tym szeroko opisanym w teorii psychologii rynków papierów wartościowych. Optymizm potwierdzały: wzrost gospodarczy,

⁶ Liczba debiutów w 2007 r. – 819, a w 2008 r. – 337.

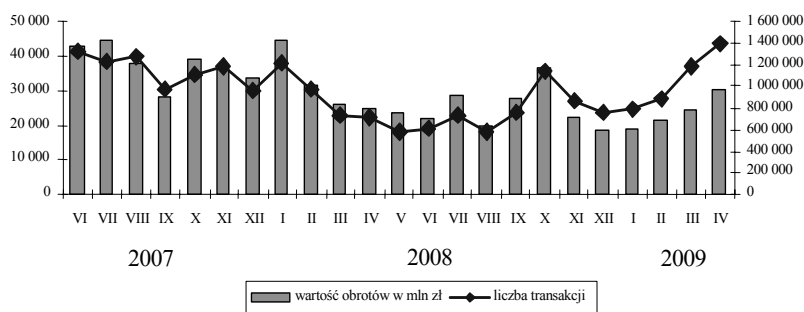
⁷ „IPO Watch Europe Annual Review” 2008, <http://www.pwc.com> (maj 2009).

⁸ „WFE Annual Report” 2007 i 2008, <http://www.world-exchanges.org> (maj 2009).

niska inflacja i wzrost akcji kredytowej. Zwłaszcza te dwa pierwsze czynniki szczególnie wpływały na przeświadczenie inwestorów o perspektywach wzrostowych cen akcji, ponieważ sygnalizowały wzrost wydajności. Jednak pominięto fakt, że niska inflacja i wzrost gospodarczy nie zawsze oznaczają wzrost wydajności⁹.

Pierwsze spadki nastąpiły w lipcu 2007 r., jednak uznano je za oczekiwaną korektę. Dopiero pierwsze silniejsze załamanie w sierpniu spowodowało wyprzedzący spadek akcji i znaczne umarżenie jednostek funduszy inwestycyjnych. Druga połowa 2007 r. charakteryzowała się sporą nerwowością na rynku papierów wartościowych.

W pierwszym półroczu 2008 r. systematycznie spadała wartość obrotów i liczba transakcji na GPW (rys. 1). Najniższą wartość obrotów zanotowano w grudniu 2008 r. (18 773,6 mln zł), natomiast najmniej transakcji zawarto w sierpniu 2008 r. – 581 918.



Rys. 1. Wartość obrotów w mln zł i liczba transakcji na GPW w Warszawie w okresie od czerwca 2007 do kwietnia 2009 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z <http://www.gpw.pl> (maj 2009).

W roku 2009 oba wskaźniki prezentowane na rysunku 1 z miesiąca na miesiąc zachowują tendencję wzrostową, co ma odzwierciedlenie również we wzroście indeksów giełdowych. Wśród analityków giełdowych pojawiają się opinie, że giełdy papierów wartościowych najgorsze mają już za sobą, co sugeruje także stopniowy wzrost indeksów.

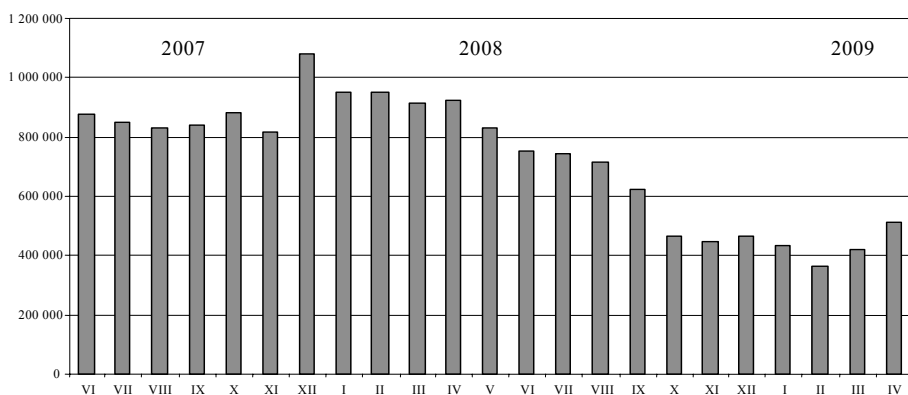
W ocenie rozwoju rynku papierów wartościowych podstawowe znaczenie mają kapitalizacja rynku, jego płynność oraz ryzyko¹⁰. Kapitalizacja jest istotnym

⁹ Szerzej A. Sławiński, *Rynki...*, s. 176–178.

¹⁰ W. Nawrot, *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 21.

wskaźnikiem, który informuje nie tylko o potencjale giełdy, a także, uwzględniając jego dynamikę, o zmianie koniunktury na rynku papierów wartościowych. Na wysokość kapitalizacji rynku wpływają wartość przeprowadzanych ofert oraz wycena papierów wartościowych. Jej wzrost świadczy o wzroście wartości notowanych spółek, również debiuty giełdowe wpływają dodatnio na wartość kapitalizacji. Natomiast trend spadkowy kapitalizacji świadczy o przecenie notowanych walorów.

Kapitalizacja GPW w Warszawie w drugiej połowie 2007 r. mimo nerwowości rynku utrzymywała się powyżej 800 mln zł, w grudniu bijąc nawet rekord wartości 1 080 mln zł.



Rys. 2. Kapitalizacja spółek notowanych na GPW w Warszawie w mln zł w okresie od czerwca 2007 do kwietnia 2009 r.

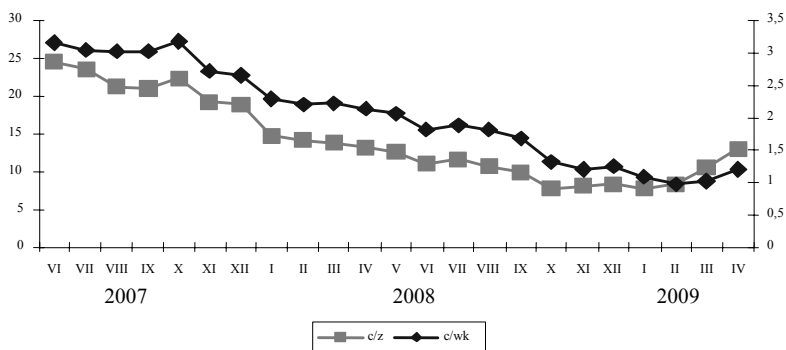
Źródło: jak w rys. 1.

W pierwszej połowie 2008 r. kapitalizacja spadła o nieco ponad 20%, co do pewnego stopnia jest tożsame ze zmianami dynamiki głównych indeksów giełdowych – WIG spadł w tym okresie o ponad 25%, a WIG 20 o ponad 20%.

Dopiero upadek banku Lehman Brothers i przejęcie przez Bank of America Merrill Lynch oraz przez rząd federalny największych instytucji hipotecznych USA: Fannie Mae i Freddy Mac we wrześniu 2008 r. spowodowały załamanie skutkujące spadkiem wartości kapitalizacji w okolice nieco powyżej 400 mln zł. W okresie od czerwca 2007 r. do końca marca 2009 r. wartość rynkowa spółek notowanych na giełdzie spadła o ponad 52%.

Spadek wartości rynkowej odzwierciedlają również podstawowe wskaźniki giełdowe: c/z i c/wk (rys. 3). W czerwcu 2007 r. wskaźnik „cena do zysku” kształ-

tował się na poziomie 24,63, a „cena do wartości księgowej”: 3,15; w kwietniu 2009 r. odpowiednio: 13,03 i 1,21.



Rys. 3. Wartości wskaźników c/z i c/wk na GPW w Warszawie w okresie od czerwca 2007 do kwietnia 2009 r.

Źródło: jak w rys. 1.

Wskaźniki c/z i c/wk mają istotną wadę – liczone są na podstawie historycznych poziomów zysków spółek. W związku z tym, uwzględniając malejące przychody polskich przedsiębiorstw, a tym samym niższe zyski, które odnotowały one za lata 2008 i 2009, należy spodziewać się wzrostu tych wskaźników, pomimo przecen akcji.

Kryzys na giełdzie papierów wartościowych spowodował spadek liczby debiutów. W drugim półroczy 2007 r., pomimo istniejącej już nerwowości rynku, zadebiutowało 47 spółek, natomiast w analogicznym okresie 2008 r. – zaledwie 11.

Liczba spółek debiutujących i wycofanych z obrotu na GPW w Warszawie – od czerwca 2007 do kwietnia 2009 r.

	IIIQ 2007	IVQ 2007	IQ 2008	IIQ 2008	IIIQ 2008	IVQ 2008	IQ 2009
Liczba debiutów	23	24	9	18	6	5	3
Liczba spółek wycofanych	4	2	2	6	1	1	4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z <http://www.gpw.pl> (maj 2009).

Spadek wartości obrotów, malejąca liczba transakcji, a także giełdowa dekonjunktura zmusiły część przedsiębiorstw do rezygnacji z przeprowadzania oferty publicznej, natomiast spółki, które zdecydowały się na debiut, często pozyskiwały z giełdy niższy kapitał, niż pierwotnie zakładano, lub wprowadzały akcje do obrotu bez przeprowadzania emisji.

Podsumowanie

Główne konsekwencje załamania indeksów to¹¹:

- pogorszenie się sytuacji finansowej przedsiębiorstw,
- niższa płynność banków,
- problemy ze spłatą pożyczek,
- spadek popytu krajowego.

Z problemami tymi poradzić sobą muszą rządy i przedsiębiorstwa niemal wszystkich państw. Kryzys finansowy rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, ale jego konsekwencje są odczuwalne na całym świecie. Polska giełda papierów wartościowych również boleśnie odczuła załamanie na rynkach akcji. Pomimo bardzo dobrych fundamentów przedsiębiorstw i polskiej gospodarki (wzrost gospodarczy, niska inflacja, niskie bezrobocie) ceny akcji na warszawskiej giełdzie spadały w podobnym tempie jak na rynkach zachodnich. Kryzys finansowy lat 2007–2009 dowodzi, jak silny wpływ nie tylko na rynki finansowe, ale również na gospodarki mają liberalizacja przepływów kapitałowych oraz wzajemne powiązania i zależności między rynkami.

Biorąc pod uwagę główne indeksy giełdowe, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie silniej niż giełdy tzw. państw zachodnich zareagowała na zawirowania na rynkach finansowych. Wiąże się to z faktem, że wciąż jesteśmy postrzegani jako rynek charakteryzujący się większym ryzykiem. Pozytywne jest, iż mimo silniejszej przeceny akcji kapitalizacja giełdy spadła w stopniu porównywalnym z największymi giełdami. Nie bez znaczenia dla wartości kapitalizacji jest fakt, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie w 2008 r. uplasowała się na drugim miejscu wśród europejskich rynków pod względem liczby debiutów i wartości ofert¹².

Z początkiem drugiego kwartału 2009 r. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie zauważalny jest systematyczny wzrost wartości indeksów, obrotów i liczby transakcji. Wśród analityków giełdowych pojawiają się opinie,

¹¹ A. Sławiński, *Rynki...*, s. 179.

¹² „IPO Watch Europe Annual Review” 2008, <http://www.pwc.com> (maj 2009).

że giełdy papierów wartościowych najgorszy okres mają za sobą. Nie należy jednak w najbliższym czasie oczekiwać silnych wzrostów. Kryzys finansowy prze-rodził się w kryzys gospodarczy, fundamenty przedsiębiorstw i sytuacja gospo-darcza kraju będą studzić nadmierny optymizm.

Streszczenie

Kryzys finansowy lat 2007–2009 na rynkach papierów wartościowych siłą i za-sięgiem zaskoczył analityków oraz ekspertów giełdowych. Giełda Papierów Wartości-owych w Warszawie, pomimo dobrej kondycji finansowej polskich przedsiębiorstw i wzrostu gospodarczego, również odczuła jego skutki. Celem artykułu jest analiza pod-stawowych wskaźników giełdy w latach 2007–2009 oraz porównanie sytuacji na polskiej giełdzie z sytuacją najważniejszych światowych rynków.

Summary

THE FINANCIAL CRISIS 2007–2009 ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

The strength of the financial crisis on the equity market was unpredictable for both stock market analytics and its experts. Despite the economic growth and the good condi-tion of the Polish companies, the stocks' prices on the Warsaw Stock Exchange has fallen deeply down. This article focuses on the situation of Polish equity market during the crisis. The author analyzed briefly main rates of this market: indices, capitalization and turnover value.