Elżbieta Gruszczyńska-Brożbar

Przyczyny zmian cen giełdowych akcji na GPW w Warszawie w latach 2003-2007

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 9, 552-565

2008

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.

MUZEUM HISTORII POLSKI

STUDIA I PRACE WYDZIAŁU NAUK EKONOMICZNYCH I ZARZĄDZANIA NR 9

ELŻBIETA GRUSZCZYŃSKA-BROŻBAR

PRZYCZYNY ZMIAN CEN GIEŁDOWYCH AKCJI NA GPW W WARSZAWIE W LATACH 2003-2007

Wprowadzenie

2003 rok długo pozostanie w pamięci wielu inwestorów alokujących kapitały pieniężne za pośrednictwem GPW w Warszawie. Odnotowano wówczas pierwsze wzrosty cen akcji, które stanowiły przesłankę hossy giełdowej trwającej do początku 2007 roku. Wszelkie uwagi o przewartościowaniu rynku akcji, sygnalizowane w kolejnych latach wzrostów, dyskontowane były kolejnymi zwyżkami notowań, obrotów, czy też kapitalizacji rynku akcji. Nawet pierwsze informacje dochodzące z USA o możliwości schłodzenia tamtejszej gospodarki nie studziły zapału inwestorów i większości analityków giełdowych.[1] W przebiegu hossy giełdowej odnotowano kilka korekt i aż do marcowej przeceny z 2007 roku, wynikającej z zawirowań na giełdzie w Szanghaju nie wpływały one w dłuższym okresie na zmianę optymizmu inwestorów. Od chińskiego tąpnięcia, poprzedzanego coraz częstszymi groźbami wystąpienia recesji w USA, znajdującej częściowe uzasadnienie w pogarszających się wskaźnikach ekonomicznych i sytuacji na rynku kredytów hipotecznych tego państwa, GPW coraz częściej znajdowała się na minusach. Fakty te nie przeszkadzały w kreacji wizji kolejnych wzrostów kursów. Wieści takie upubliczniali niektórzy z polskich analityków giełdowych i przedstawicieli Zarządu GPW. Wizje te nie znajdowały odzwierciedlenia na sesjach giełdowych, deprecjonujących od czerwca 2007

[1] Allan Grenspan w raporcie dla Banku Światowego opublikowanym pod koniec 2005 roku po raz pierwszy użył określenia możliwej recesji w USA. Podobne stwierdzenia zawarł na konferencji w Pradze jesienią 2005 roku J. E. Stiglitz. Zwrócił on uwagę na nierównowagę w światowym systemie gospodarczym, która prowadzi do utworzenia „spekulacyjnej bańki".

roku wartość indeksów. Stąd celem artykułu jest przybliżenie wyznaczników konstytuujących jednokierunkowe zmiany notowań akcji. Determinanty te poddano analizom w latach 2003-2007, biorąc pod uwagę fakt występowania w tym okresie wzmiankowanej jednokierunkowości zmian kursów walorów.

Hipotezę opracowania stanowi stwierdzenie, że podstawowe uwarunkowania zmian notowań giełdowych z lat 2003-2007 wynikały z wyznaczników ekonomiczno-instytucjonalnych, rozpatrywanych przez pryzmat stanu rozwoju GPW oraz koniunktury gospodarczej i sytuacji giełdowej na wiodących rynkach kapitałowych Pod pojęciem – podstawowe uwarunkowania – należy rozumieć wielorakość czynników oddziałujących na notowania akcji. W praktyce przyjęło się powiedzenie, że „giełda dyskontuje wszystko". Istotność tej uwagi należy docenić dla przeprowadzania analiz krótkoterminowych bądź pojedynczych spółek. Analiza przebiegu trendu długookresowego wymaga w pierwszej kolejności zwrócenia uwagi na uwarunkowania osadzone w determinantach ekonomicznych.

Hipotezę opracowania poddano weryfikacji badawczej, przybliżając w pierwszej kolejności teoretyczne wyznaczniki giełdowych zmian notowań akcji. W następnym etapie analizy, opisano empirycznie uwarunkowania ekonomiczno-instytucjonalne mające, jak się wydaje, wpływ na kształtowanie się kursów polskich akcji w badanym okresie. W końcowej części artykułu zwrócono uwagę na przeanalizowane przyczyny zmian notowań giełdowych rozpatrywane w świetle stanu rozwoju GPW.

Determinanty zmian notowań giełdowych

Inwestor może podjąć subiektywną decyzję alokacyjną na podstawie wyznaczników racjonalnych, jak i nieracjonalnych. Przyjmując, że posiłkuje się on w ramach dokonywanych inwestycji analizą fundamentalną, należy zauważyć, że zobligowany jest wówczas do pięcioetapowego wnioskowania. Pierwszą fazą analizy fundamentalnej jest analiza makroekonomiczna. Po niej następuje analiza: branżowa, sytuacyjna spółki, wskaźnikowa. Pozytywne odpowiedzi uzyskane w poszczególnych etapach dają prawo do określenia wartości wewnętrznej akcji wybranej spółki.

Należy zaznaczyć, że konstrukcja wartości wewnętrznej ma sens analityczny wówczas, gdy przyjmuje się, że rynek papierów wartościowych jest dobrze wyregulowanym urządzeniem, bardzo szybko reagującym na dobre i złe

wiadomości.[2] Praktyka wskazuje jednak, że rynek nie jest doskonały, stąd wartość wewnętrzna różni się od kursu akcji.

Literatura przedmiotu określa, że cykl zachodzący pomiędzy cenami rynkowymi akcji a nastrojami nie funkcjonuje w izolacji. Nastroje panujące na rynkach finansowych w dużym stopniu zależą od ogólnego klimatu w otoczeniu gospodarczym, społecznym i politycznym.[3] Można posiłkować się ogólnie przyjętym stwierdzeniem, że „giełda dyskontuje wszystko". Należy jednak zaznaczyć, że istnieją określone wyznaczniki, które stanowią impuls dla długoterminowych zmian kursów walorów na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Zalicza się do nich przede wszystkim czynniki makroekonomiczne. Z czasem po ich zainicjowaniu, w przypadku trendu wzrostowego (spadkowego), przewagę osiąga psychologia rynków. Wytłumaczenie kontynuacji takiej tendencji wymaga przyjęcia upraszczającego założenia, stwierdzającego, że rozwój rynków finansowych jest procesem ewolucyjnym, a nie tylko cyklicznym i ich zachowanie w każdym cyklu odzwierciedla, oprócz aktualnych warunków finansowych, zakumulowane doświadczenie z poprzednich cykli.[4] Z tego powodu hipoteza opisująca racjonalne zachowania podmiotów gospodarujących nie pozwala na dokładną analizę okresów rozkwitu bądź załamań gospodarki, czy też spekulacyjnych zachowań na rynkach giełdowych.[5] Zasygnalizowana niepewność kreuje, w drugim etapie jednokierunkowego kształtowania się cen akcji, presję oraz siłę zbiorowości „byków" i „niedźwiedzi". Rozstrzygnięcie konfliktu pomiędzy tymi dwiema zbiorowościami inwestorów, jak wskazuje praktyka, wymaga czasu.[6]

Wyznaczniki zmian cen notowań akcji, wynikające z analizy fundamentalnej, rozpatrywane są przez pryzmat źródeł ryzyka alokacyjnego. Takowe wpływają bezpośrednio bądź pośrednio na ceny akcji, podobnie jak globalizacja rynków finansowych. Spowodowała ona, że na zachowanie rynków w dowolnej

[2] J. C. Francis, *Inwestycje. Analiza i zarządzanie*, WIG PRESS, Warszawa 2000, s. 594.
[3] Ch. Vintcent, Spekulacja i inwestowanie długoterminowe, LIBER, Warszawa 2000, s. 200.
[4] T. Lee, Ekonomia dla inwestorów giełdowych, WIG PRESS, Warszawa 2000, s. 39.
[5] B. T. Diba H. I. Grossman, The theory of rational bubbles in stock prices, The Economic Journal, September 1988, s. 134-137.
[6] T. Plummer, Psychologia rynków finansowych, WIG PRESS, Warszawa 1995, s.11.

gospodarce otwartej często wpływa nie tylko krajowy cykl płynności, ale także sytuacja finansowa na innych rynkach światowych.[7]

Kategoria ryzyka makroekonomicznego dotyczy wszystkich spółek giełdowych. Jednocześnie wyznaczniki tego ryzyka, mają decydujące znaczenie dla jednokierunkowego, długotrwałego trendu zmian cen notowań instrumentów giełdowych. Tabela 1, przedstawia czynniki makroekonomiczne mogące wpływać na fluktuacje giełdowych cen akcji.

Tabela 1. Makroekonomiczne determinanty zmian giełdowych notowań akcji

Czynniki oddziaływujące pozytywnie	Czynniki oddziaływujące negatywnie
Wzrost dochodu narodowego	Spadek dochodu narodowego
Wzrost produkcji przemysłowej	Spadek produkcji przemysłowej
Dodatni bilans handlu zagranicznego	Ujemny bilans handlu zagranicznego
Wzrost eksportu	Spadek eksportu
Spadek wysokości deficytu budżetowego	Wzrost wysokości deficytu budżetowego
Spadek inflacji	Wzrost inflacji
Spadek bezrobocia	Wzrost bezrobocia
Obniżki stóp procentowych	Podwyżki stóp procentowych
Stabilna sytuacja polityczno-gospodarcza kraju	Niestabilna sytuacja polityczno-gospodarcza w kraju
Obniżanie podatków	Podnoszenie podatków
Możliwość transferu zysków kapitałowych za granicę	Brak możliwości transferu zysków kapitałowych za granicę

Źródło: Opracowanie własne na podst. W. Tarczyński, M. Mojsiewicz; *Zarządzanie ryzykiem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 61-63.

Czynniki te rozumiane są przede wszystkim w aspekcie kształtowania się koniunktury gospodarczej i jej stabilności. Zarówno praktycy, jak i teoretycy rynku kapitałowego przypisują istotne znaczenie diagnostyczne w analizach makroekonomicznych aktualnym i perspektywicznym wskaźnikom dotyczącym, dochodu narodowego, tempa inwestycji, zmiany stopy procentowej, poziomu inflacji, deficytu sektora publicznego.[8] Postanowiono przybliżyć tylko najistotniejsze determinanty przyszłej sytuacji alokacyjnej, rozpatrywanej w świetle zmian wielkości makroekonomicznych Pierwszym z tych wyznaczni-

[7] B. J. Millard, Pokonać rynek. Skuteczne inwestowanie na rynku akcji, LIBER, Warszawa 1999, s. 22.
[8] Patrz: T. Lee, *Ekonomia dla inwestorów giełdowych*, WIG PRESS, Warszawa 2000 r.

ków jest dochód narodowy.[9] Predykcja jego wzrostu oddziałuje aprecjonująco na kursy akcji i odwrotnie. Wyznacznikami dochodu narodowego w przypadku gospodarki bez powiązań z zagranicą, obejmując syntetycznie materię przedmiotu, są oszczędności i konsumpcja. Ich wielkości mają wpływ na poziom produkcji i inwestycji. Wzrost dochodu w gospodarce otwartej mogą spowodować następujące wydarzenia: zwiększenie konsumowanej części dochodu, podniesienie poziomu eksportu przy niezmienionej wartości importu, podwyższenie wydatków inwestycyjnych[10].

Istotnym źródłem ryzyka inwestycyjnego jest ryzyko stopy procentowej. Zmiany jej wpływają na wysokość wymaganej stopy dochodu przez inwestorów. Ta z kolei zmienia wartość instrumentów finansowych, co na efektywnym rynku powinno wpływać na fluktuację kursów. Ogólnie stwierdza się, że deprecjacja stopy procentowej zwiększa popyt na rynku akcji, a jej aprecjacja skutkuje większym zainteresowaniem instrumentami o charakterze odsetkowym.

Kolejne źródło ryzyka związane jest ze zmianą kursów walut. Wzrost wartości waluty narodowej skutkuje pozytywnie dla eksporterów. Z kolei produkty sprowadzane z zewnątrz tanieją dla krajowych konsumentów.

Do makroekonomicznych źródeł ryzyka zaliczane jest także ryzyko inflacji, występujące wówczas, gdy siła nabywcza dochodu z inwestycji zmienia się wskutek zmian wskaźnika inflacji.

Szeroki wachlarz źródeł ryzyka mikroekonomicznego daje prawo do przybliżenia tych najistotniejszych, rozpatrywanych w świetle podejmowania decyzji alokacyjnej. Pierwszym z nich jest całkowite ryzyko spółki, na które składają się dwa składniki, tj. ryzyko firmy i ryzyko finansowe.[11] Ryzyko firmy związane jest z niepewnością dochodów spółki. Natomiast ryzyko finansowe wynika z efektu dźwigni finansowej.

Istotnym rodzajem ryzyka wewnętrznego jest ryzyko bankructwa, powiązane zarówno z ryzykiem finansowym, jak i z ryzykiem niedotrzymania warunków.

---

[9] Szczególną rangę analityczną w gospodarkach rozwiniętych nadaje się produktowi krajowemu brutto (PKB). Wskaźnik ten jest najszerszym z dostępnych barometrów ogólnej sytuacji gospodarczej kraju. Patrz: R. Yamarone, *Wskaźniki ekonomiczne*, Helion, Gliwice 2006, s.27.

[10] W odwrotnym biegu wydarzeń do zaprezentowanego, następuje spadek dochodu.

[11] F. K. Reilly, K. C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, PWE, Warszawa 2001, s. 544.

Ryzyko związane z możliwością wystąpienia nieoczekiwanych wydarzeń wpływających na sytuację pojedynczej akcji a nie rynku, nosi miano ryzyka wydarzeń. Ostatnim z istotniejszych źródeł ryzyka alokacyjnego jest ryzyko polityczne. Wpływa ono zarówno na ryzyko makro, jak i mikroekonomiczne.

Rozważania dotyczące zmian cen giełdowych akcji usystematyzowano w podziale na determinanty ekonomiczne, instytucjonalne i pozostałe.

Uwarunkowania zmian notowań akcji na GPW w Warszawie

W opisywanym okresie badawczym odnotowano stały wzrost indeksów giełdowych na GPW w Warszawie S.A. Szczególnie wysoka aprecjacja tych wskaźników miała miejsce do 2006 roku. Natomiast bardzo dobry początek 2007 roku został zniweczony przez spadki drugiego półrocza. Wartości indeksów giełdowych wskazano w tabeli 2.

Tabela 2. Stopy zwrotu z indeksów giełdowych w latach 2003-2007

Indeks	Stopy zwrotu z indeksów giełdowych (%)				
	2003	2004	2005	2006	2007
WIG20	33,89	24,56	35,42	23,7	5,19
MIDWIG	33,58	36,30	27,61	69,1	7,90
WIG	44,92	27,94	33,66	41,6	10,39
TechWIG	60,60	16,51	26,74	42,3	12,43
WIRR	100,69	72,90	15,46	131,7	25,17
WIG-PL	44,95	27,44	32,92	42,4	9,23

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.gpw.pl

Niezbędny warunek rozwoju rynku kapitałowego osadzony jest w polityce makroekonomicznej zmierzającej do zrównoważonego wzrostu gospodarczego przy niskiej inflacji, stopie procentowej oraz stabilnym pieniądzu. Podstawowe wskaźniki dla badanego okresu przedstawia tabela 3.

Pierwszy z nich, tj. średnioroczna inflacja osiągnęła w 2003 roku najniższy poziom w całym okresie polskiej transformacji ustrojowej i ukształtowała się na bardzo niskim poziomie, rzędu 0,8%.[12] Wskaźnik ten wzrósł w 2004 roku do 3,5% na co wpływ miały przede wszystkim rosnące ceny artykułów żywnościowych.[13]

[12] *Biuletyn Informacyjny NBP* 2003, nr 12, NBP, Warszawa 2003, s. 23.
[13] Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych, Warszawa 2005, www.nbp.pl.

Inflacja kształtowała się do kwietnia 2005 roku na wyższym poziomie w stosunku do analogicznego okresu 2004 roku, co wynikało, jak się wydaje, z szoku cenowego związanego z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Począwszy od maja tendencja ta uległa odwróceniu i inflacja spadła do 0,7% w grudniu. Także w 2006 roku wartość opisywanego wskaźnika mieściła się w granicach celu inflacyjnego przyjętego na ten rok. Perturbacje rozpoczęły się z końcem 2006 roku. Ziściły się przewidywania wzrostu inflacji, która na koniec 2007 roku osiągnęła wartość 4%.

Tabela 3. Wybrane wskaźniki i wielkości makroekonomiczne w latach 2003-2007

Wskaźniki ekonomiczne	Lata				
	2003	2004	2005	2006	2007
Inflacja (poprzedni rok = 100)	0,8%	3,5%	0,7%	1,4%	4,0%
Stopa referencyjna NBP (na koniec roku)	5,25%	6,5%	4,5%	4,0%	5,0%
Wartość eksportu na koniec roku (mld euro)	47,5	59,7	71,4	71,9	82,1
Produkt Krajowy Brutto	3,8%	5,3%	3,2%	6,2%	6,5%

Źródło: Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych, http://www.paiz.gov.pl; Polska 2005. Raport o stanie gospodarki, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Warszawa 2005, s. 37; Gospodarka 2006 i 2007, http://www.mg.gov.pl/.

W nawiązaniu do wartości wskaźnika inflacji należy rozpatrywać ekspansywną politykę pieniężną prowadzoną w Polsce w latach 2001-2003. Ukierunkowano ją na wspieranie rozwoju gospodarczego, co w efekcie doprowadziło do 20 obniżek stóp procentowych. Referencyjna stopa NBP zmalała z 19% w 2001 roku do 5,25% w 2003 roku.[14] Ten czynnik stanowił, jak się wydaje, wskazany wcześniej impuls dla wzrostów notowań akcji na GPW w Warszawie. W 2004 roku zmieniło się nastawienie w polityce pieniężnej z neutralnego na restrykcyjne. Stąd trzykrotnie podnoszono wysokość stóp procentowych. Ostatecznie w sierpniu 2004 roku wyznaczono ją na poziomie 6,5%.[15] Kolejne lata przyniosły obniżki opisywanych stóp do 4% w 2006 roku. Sytuacja zmieniła się

[14] *Biuletyn Informacyjny NBP* 2003, nr 12, op.cit., s. 26.
[15] Informacje o posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej, NBP, Warszawa 2004, www.nbp.pl.

w 2007 roku, kiedy to przewidywania dotyczące wzrostu inflacji stanowiły przyczynek podwyższenia stopy referencyjnej na koniec roku do 5%.

Należy zauważyć, że wysoki kurs euro w 2003 roku oraz obniżenie stóp procentowych umożliwiły korzystne plasowanie się naszych produktów na rynkach UE.[16] Tendencja ta utrzymała się w kolejnych latach. Eksport nadal pozostawał jednym z głównych czynników wzrostu koniunktury gospodarczej oraz dobrej sytuacji giełdowej.

Kolejnym, a jednym z najistotniejszych wyznaczników zmian notowań giełdowych są przewidywania dotyczące PKB. Obserwacja historycznych danych pozwala stwierdzić, że już od II półrocza 2002 roku gospodarka wskazywała oznaki ożywienia gospodarczego. Konsekwencją tego był realny wzrost PKB w 2003 roku do 3,8%. Wartość produktu krajowego brutto w 2004 aprecjonowała do 5,3%, aby osłabnąć w 2005 roku do 3,2%. Wiodącym czynnikiem, który przyczynił się do osłabienia wzrostu gospodarczego w analizowanym roku, było zmniejszenie konsumpcji indywidualnej. Lata 2006-2007 wykazały rekordowy wzrost polskiej gospodarki, ponieważ wskaźnik PKB w 2006 roku wyniósł 6,2%, a w 2007 roku 6,5%.

Podstawowym czynnikiem mikroekonomicznym wzrostów kursów akcji w 2003 roku było ożywienie aktywności przedsiębiorstw przemysłowych, co w konsekwencji przełożyło się na dobre wyniki finansowe spółek giełdowych. Wynikały one z szybko rozwijającego się eksportu oraz wzrastających możliwości zbytu na rynku krajowym. Zwiększyła się liczba podmiotów wykazujących się wzrostem wskaźnika rentowności.[17]

Istotny wyznacznik wzrostów giełdowych z lat 2003–2007 stanowiły uwarunkowania instytucjonalne rozwoju rynku kapitałowego.

Obniżanie przez NBP stóp procentowych przyczyniło się do spadku stóp zwrotu z polskich skarbowych papierów wartościowych, które wahały się na *benchmarkach* w granicach 2,3%–3%. Spadek rentowności wzmiankowanych walorów spowodował wzrost środków napływających do funduszy inwestycyjnych, które to z kolei reinwestowały je na rynku akcji. Fundusze inwestujące w akcje były nie tylko beneficjentami dobrej koniunktury giełdowej, ale to właśnie one, jak się wydaje, stanowiły jeden z najważniejszych filarów kapitałowych trwającej od 2003 roku hossy giełdowej.

[16] http://www.money.pl/gospodarka/wskaźniki/ handel.
[17] http://www.egospodarka.pl/.

Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych była w roku 2003 blisko o 50% wyższa w stosunku do 2002 roku. Ogólnie jednostki uczestnictwa 19 funduszy inwestujących na polskim rynku osiągnęły średnią wartość 37,7 mld zł.[18] W następnych latach, tj. od 2004 roku do 2007 roku wartość aktywów netto wskazanych instytucji utrzymała się na wysokim poziomie i przyjęła następujące noty: 37,73 mld zł (2004 rok), 61,2 mld zł (2005 rok), 98,8 mld zł (2006 rok), 133,5 mld zł (2007 rok).[19]

Mobilizacja kapitałów pieniężnych nastąpiła także ze strony otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Częściowo wynikało to z posunięć państwa z tytułu przejęcia przez niego zobowiązań ZUS-u, wynikających z braku przelewu do OFE składek w okresie od 1 IV 1999 do 31 XII 2002 roku. OFE miały na przestrzeni 4 lat otrzymać prawie 10 mld zł. Część wzmiankowanej kwoty, jak i środki pochodzące ze składek w wysokości około 45 mld zł, stanowiły bazę kapitałową, z której ponad 14 mld zł ulokowały na giełdzie.[20]

Kolejne lata stanowiły kontynuacje procesu zaobserwowanego w 2003 roku. Wielkość aktywów netto OFE kształtowała się w latach 2004-2007 w następujących wartościach: 62,6 mld zł (2004 rok), 89,42 mld zł (2005 rok), 116 mld zł (2006 rok), 140 mld zł (2007 rok).[21]

Do wzrostów giełdowych cen akcji przyczyniły się także międzynarodowe fundusze inwestycyjne, które zmieniały w analizowanym okresie swoje portfele, biorąc pod uwagę podatność konkretnych gospodarek na efekty przyhamowania koniunktury w USA. Fundusze te lokowały swoje środki w Europie Środkowo-Wschodniej. Przypływ kapitałów spekulacyjnych tej grupy inwestorów wynikał ze stopnia instytucjonalnego rozwoju warszawskiej giełdy. Wysokie zmiany kursów charakteryzujące tzw. rynki wschodzące, dodatkowo występujące w trendzie wzrostowym, przyciągnęły zwolenników szybkich zysków.

Najistotniejszą determinantą zewnętrzną sytuacji na GPW w Warszawie była poprawa koniunktury na giełdach światowych. Rok 2002, poprzedzający polską hossę, zakończył się spadkami światowych indeksów. *NASDAQ* stracił 31%, *FTSE* zniżkował o 25%, a niemiecki *DAX* obniżył swoją wartość prawie o 44%.[22] Oznaki ożywienia gospodarczego w 2002 roku pozwoliły analitykom

[18] T. Miziołek, *Fundusze motorem hossy*, Nasz Rynek Kapitałowy, 2003, nr 10, s. 102.
[19] http://www.izfa.pl/dane.
[20] T. Miziołek, *Fundusze motorem*..., op.cit., s. 102.
[21] http://www.egospodarka.pl/.
[22] http://www.nasdaq.com/newsrom/stats/historical.

giełdowym prognozować odwrócenie się spadkowego trendu w 2003 roku.[23] *NASDAQ*, w którego skład wchodzą spółki nowych technologii zyskał w 2003 roku 50%, kończąc go ponad ważną psychologiczną granicą 2000 punktów.[24] Niemiecki *DAX* zyskał 37%, tokijski *Nikkei225* aprecjonował do 25%, tak samo jak nowojorski *Dow Jones Industrial Average*.

Wzrosty, chociaż mniej znaczne w stosunku do 2003 roku, miały miejsce także w 2004 roku. Indeksy europejskich giełd zwyżkowały w stosunku do indeksów amerykańskich, osiągając w przypadku wybranych instytucji następujące noty: *CAC 40* – 25,5%, *DAX* – 27,1%, *FTSE 100* – 16,7%[25]. Tymczasem *Dow Jones* osiągnął wartość 0,6%, *NASDAQ* – 1,4%, a *S&P* – 3,0%. Przyczyną takiego stanu rzeczy były, jak się wydaje, dobre wyniki finansowe spółek europejskich, które pomimo słabych fundamentów gospodarki strefy euro, obniżyły koszty swojej działalności. Kolejne lata były także czasem wzrostów, z tym, że gdyby nie dobry początek 2007 roku, to amerykańskie indeksy mogłyby zakończyć wzmiankowany rok na minusach. Na koniec 2007 roku osiągnęły one następujące wartości: *Dow Jones* – 6,3%, *S$P* – 2,8%, *NASDAQ* – 7,8%

Do czynników wewnętrznych aprecjacji kursów akcji należy na pierwszym miejscu zaliczyć pozytywny wynik referendum w sprawie wejścia Polski do UE oraz uaktywnienie (mobilizacja kapitałów pieniężnych) inwestorów indywidualnych na warszawskim parkiecie.

Zakończenie

Trend wzrostowy notowań akcji na GPW w Warszawie, obserwowany od 2003 do początku 2007 roku, tłumaczony był najczęściej przez analityków giełdowych dobrą kondycją gospodarki oraz wybranych spółek giełdowych. Za taką tezą przemawiały między innymi przewidywania oraz realia dotyczące: wzrostu eksportu, niskich wskaźników inflacji, obniżki stopy referencyjnej NBP, imponujących wskaźników PKB.

Na kanwie wnikliwszych obserwacji można przyjąć, że podstawowym wyznacznikiem wzrostów giełdowych, kontynuowanych w 2006 roku i na początku 2007 roku były uwarunkowania instytucjonalne, którym sprzyjała dobra

[23] Gospodarka USA w III kwartale 2003 roku rozwijała się najszybciej od 20 lat, a w IV kwartale gospodarka Japonii osiągnęła najwyższy wzrost od dekady.
[24] http://www.nasdaq.com/newsrom/stats/historical.
[25] *Przegląd Rynku Finansowego 2005*, http://pieniadze.korba.pl/abc_gieldy/33222.

„koniunktura" giełdowa na wiodących giełdach światowych. Szczególną uwagę analityczną należy skoncentrować na znacznym wzroście aktywów netto TFI i OFE i ich wpływie na historyczne stopy zwrotu z indeksów giełdowych.

Problemem polityki alokacyjnej wzmiankowanych instytucji są ścisłe uregulowania prawne dotyczące składu ich portfela. Przyjęto dla celów niniejszej analizy, że portfel opisywanych podmiotów składa się jedynie w trzydziestu procentach z lokat regulowanego rynku giełdowego. Wzrost wartości aktywów netto wskazanych instytucji tylko między 2004 a 2005 rokiem wyniósł około 68,1 mld zł. Podmioty te mogły, zgodnie z przyjętym założeniem, zainwestować około 20,5 mld zł w akcje. Tymczasem w 2004 roku kapitalizacja nowych ofert wyniosła około 13 mld zł, a w 2005 roku 6,98 mld zł. Wynika z tego, że gdyby TFI I OFE inwestowały tylko w nowe spółki giełdowe, przyjmując hipotetyczne, a jednocześnie nierealne założenie, to i tak wystąpiłaby przewaga popytu nad podażą. Stąd długoterminowy trend, wydawał się być niezagrożony.

Opisane zjawisko należy połączyć ze stanem rozwoju warszawskiej giełdy. Dopiero od 2004 roku debiutuje na parkiecie GPW większa ilość spółek. Największa z nich PKO BP S.A, której pierwsze notowania miały miejsce w 2004 roku, wniosła 8 mld zł kapitalizacji, a pozostałych 35 spółek około 5 mld zł. Z kolei w 2005 roku weszło na giełdę 35 spółek o łącznej kapitalizacji 6,98 mld zł.[26] W kolejnych latach duża ilość debiutów nie przekładała się na wartości kapitalizacji. Kontynuacja debiutów giełdowych oraz wprowadzanie na parkiet zagranicznych spółek stanowi podstawę dla zmniejszania nierównowagi podażowo-popytowej, wynikającej z uwarunkowań instytucjonalnych. Wzmiankowana nierównowaga połączona z małą głębokością rynku pozwalała obserwować w przypadku trendu wzrostowego typowo spekulacyjne, a wręcz manipulacyjne kształtowanie się kursów wybranych spółek. Stąd istotne wydają się zagadnienia dotyczące zwiększenia znaczenia GPW w Warszawie wśród giełd europejskich.

Spadki, które dotknęły polską giełdę w 2007 roku nie znajdowały uzasadnienia w sytuacji gospodarczej kraju. Przy dużych staraniach można było wnioskować, że obniżające się indeksy giełdowe mogły wynikać z: przewidywań dotyczących wzrostu inflacji, podnoszenia stóp procentowych przez RPP (26 VI 2008 roku stopę tę podniesiono do 6%), importu rosnącego w szybszym

[26] *Rocznik Giełdowy 2006*, GPW w Warszawie S.A, Warszawa 2006, s. 15.

tempie od eksportu. Jednak wszystkie z wymienionych wskaźników, oprócz inflacji, osiągnęły mniej imponujące wartości w 2004 roku, w stosunku do tych z 2007 roku (tabela 3) i mimo tego GPW w Warszawie była przed najwyższymi wzrostami.

Przyczynę spadków należy upatrywać w niekorzystnej sytuacji rynkowej w USA oraz na innych wiodących parkietach giełdowych. Współczesne rynki finansowe działają w dobie globalizacji i impuls dla spadków wywodzący się z giełdy wiodącej daje „podmuch" na pozostałe rynki światowe. Szczególnie doświadcza on te, będące w okresie dojrzewania, reagujące większymi zniżkami od rozwiniętych rynków kapitałowych. Mechanizm taki wynika nie tylko z psychologii rynku, ale także z przewidywań dotyczących pogorszenia się koniunktury gospodarczej w ujęciu globalnym. Hossa giełdowa nie może trwać w nieskończoność. Wystąpienie wyraźnie negatywnego impulsu ekonomicznego w gospodarkach światowych doprowadza, jak wskazuje praktyka, do opuszczania rynków wschodzących nie tylko przez inwestorów zagranicznych.

Historia gospodarcza upewnia, że kryzysy wybuchają nagle. Zazwyczaj poprzedzają je sygnały ostrzegawcze, trudne do odczytania dla większości uczestników rynku. Należy mieć jednak nadzieję, że sytuacja na rynkach światowych nie będzie miała dramatycznego przebiegu, a oddziaływanie państwa oraz nowoczesnych instrumentów inżynierii finansowej złagodzą skutki ewentualnej recesji.

Literatura

1. Biuletyn Informacyjny NBP 2003, nr 12, www.nbp.pl.
2. Diba B., Grossman H., *The theory of rational bubbles in stock prices*, The Economic Journal, September 1988.
3. Francis J. C., *Inwestycje. Analiza i zarządzanie*, WIG PRESS, Warszawa 2000.
4. Informacje o posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej, NBP, Warszawa, 2004, www.nbp.pl.
5. Lee T., *Ekonomia dla inwestorów giełdowych*, WIG PRESS, Warszawa 2000.
6. Millard B., *Pokonać rynek. Skuteczne inwestowanie na rynku akcji*, LIBER, Warszawa 1999.
7. Miziołek T., *Fundusze motorem hossy*, Nasz Rynek Kapitałowy, 2003, nr 10.
8. Plummer T., *Psychologia rynków finansowych*, WIG PRESS, Warszawa, 1995.

9. Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych, http://www.paiz.gov.pl/index.
10. *Polska 2005. Raport o stanie gospodarki*, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Warszawa,
11. 2005; Gospodarka 2006 i 2007, http://www.mg.gov.pl/.
12. Przegląd Rynku Finansowego 2005, http://pieniadze.korba.pl/abc_gieldy/33222.
13. Reilly K. F., Brown K. C., *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, PWE, Warszawa 2001.
14. Rocznik Giełdowy 2006, GPW w Warszawie S.A, Warszawa 2006.
15. Tarczyński W., Mojsiewicz M.; *Zarządzanie ryzykiem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.
16. Vintcent Ch., *Spekulacja i inwestowanie długoterminowe*, LIBER, Warszawa 2000.
17. Yamarone R., *Wskaźniki ekonomiczne*, Helion, Gliwice 2006.
18. http://www.egospodarka.pl/.
19. www.gpw.pl
20. http://www.izfa.pl/dane.
21. http://www.money.pl/gospodarka/wskaźniki/ handel.
22. http://www.nasdaq.com/newsrom/stats/historical.
23. www.nbp.pl.

STRESZCZENIE

Przewidywanie zmian kierunku notowań kursów akcji jest jedną z najbardziej pożądanych umiejętności przez inwestorów giełdowych. Umiejętność ta jest trudna, ponieważ giełda „dyskontuje wszystko". Stąd wyczekiwanym momentem jest ogólny wzrost cen wszystkich walorów, zwany hossą. Ryzyko poniesienia straty finansowej jest wówczas znacznie mniejsze aniżeli w trendzie zniżkowym bądź bocznym.

Autorka artykułu podjęła w nim zagadnienie dotyczące przyczyn zmian cen giełdowych akcji w latach 2003-2007. W opracowaniu przyjęto hipotezę, że wyznaczniki kursów akcji w badanym okresie wynikały przede wszystkim z determinant ekonomicznych i instytucjonalnych polskiego rynku oraz sytuacji rynkowej na giełdach wiodących.

Hipotezę opracowania poddano weryfikacji badawczej, przybliżając w pierwszej kolejności teoretyczne wyznaczniki giełdowych zmian notowań akcji W następnym etapie analizy opisano empirycznie uwarunkowania ekonomiczne, instytucjonalne i

pozostałe mające, jak się wydaje, wpływ na kształtowanie się kursów polskich akcji w latach 2003-2007.

REASONS OF STOCK MARKET PRICES SHARES CHANGES ON WARSAW STOCK EXCHANGE IN 2003-2007 YEARS

SUMMARY

Prediction changes of direction ratings share prices in one of the most desired skills by exchange investors. This skill is difficult because a stock exchange "discount all". That is way, the waiting moment is total price increase all securities, called boom. The risk of suffering a financial loss is then considerably smaller rather than in discounting or siding trend.

Author of the article included reasons of stock exchange prices shares changes in 2003-2007 years. In a study put forward hypothesis that indications of appreciation in share prices in researching period resulted from, first and foremost with economic and institutional polish market factors and market situations on device stock exchanges.

Author was put forward this hypothesis for research verification. It was moved nearer, first of all, theoretical exchange indications changes shares. At a next stage analysis described empirical conditioning: economic, institutional and others, how it seems, having influence on shaping polish shares ratings in 2003-2007 years.

Translated by E. Gruszczyńska-Brożbar

Dr Elżbieta Gruszczyńska-Brożbar
Akademia Ekonomiczna w Poznaniu.
elzbieta.brozbar@ae.poznan.pl