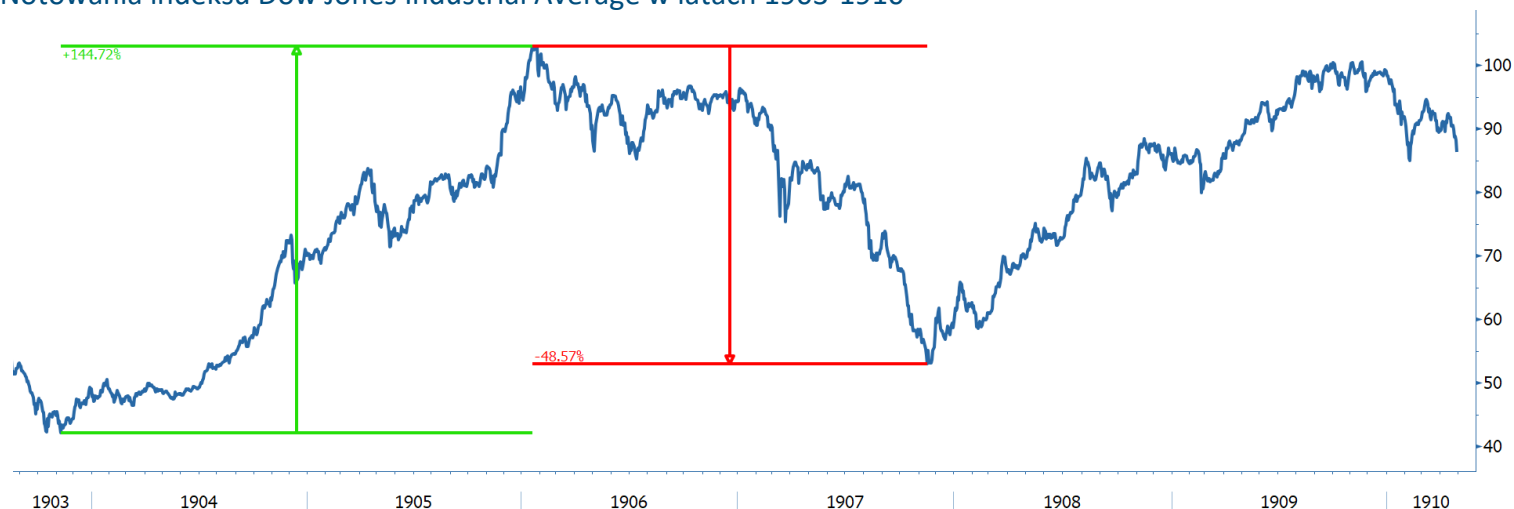




**KRYZYSY  
FINANSOWE  
XX i XXI WIEKU**

Po dwóch latach silnych wzrostów na amerykańskim rynku, rok 1906 przyniósł niepewność. Trzęsienie ziemi, które zniszczyło San Francisco w kwietniu 1906 r. spowodowało turbulencje oraz zachwiało przepływami pieniędzy w gospodarce. Na giełdzie spowodowało to korektę spadkową, lecz najgorsze dopiero miało nadejść.

## Notowania indeksu Dow Jones Industrial Average w latach 1903-1910



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne VEA PRIVATE INVESTMENTS na podstawie cen zamknięcia

Po chwilowym odbiciu nastąpiły dalsze spadki, które trwały do listopada 1907 roku i łącznie wyniosły prawie 50% (dla indeksu Dow Jones Industrial Average). Amerykańska gospodarka była na skraju recesji – tempo wzrostu PKB w 1907 roku wyniosło tylko 1,5 p.p., by w kolejnym roku osiągnąć -8,2 p.p. Nowojorska giełda potrzebowała dwóch lat, aby powrócić do wycen bliskich poziomowi sprzed paniki, natomiast sama wartość indeksu Dow Jones wyrównała maksymalny pułap z 1906 roku dopiero w 1916 roku)

Indeks	Ile sesji trwał spadek	Zasięg spadku	Czas trwania w miesiącach	Czas powrotu w miesiącach
Dow Jones Industrial Average	460	-48,50%	22	102

### Przyczyny:

- Trwające pogorszenie sytuacji gospodarczej, które doprowadziło do licznych upadłości.
- Impulsywny rozwój trustów bankowych na początku XX wieku (zmniejszone wymagania dotyczące kapitału w stosunku do banków). Obecność tych instytucji spowodowała bardzo dynamiczny wzrost akcji kredytowej (oferowały wysokie odsetki, z tego względu miały kapitał na kredyty).
- Spadające zaufanie do trustów, co wywołało poważne problemy płynnościowe tych instytucji. Panika przeniosła się na tradycyjny sektor bankowy oraz przerodziła w krach giełdowy. Doszło do ogłoszenia niewypłacalności kilku nowojorskich banków, co skutkowało utratą zaufania depozytariuszy.
- Brak instytucji clearingowych (izb rozliczeniowych, czyli instytucji finansowych posiadających odpowiednią wielkość kapitału i gwarantujące wypełnienie kontraktu dla obu stron transakcji) oraz instytucji nadzorczych nad trustami.
- Nieudana próba manipulacji akcjami United Copper, która spowodowała spirale strat z lewarowanych pozycji instytucji zagranicznych, upadek domu maklerskiego Gross & Kleeberg, upadek banku State Saving z Butte, „run na banki” powiązane osobowo z Heinzem (Otto oraz Charlesem) i Morse’em (osoby faktycznie przeprowadzające nieudaną próbę short squeeze na akcjach United Copper). Upadek Knickerbocker Trust (prezes Barney był wcześniej powiązany z Heinzami oraz Morsem, chociaż próby manipulacji akcjami nie sponsorował) – po „runie na bank”.
- Zawieszenie akcji kredytowej (podwyższenie również kosztów kredytów dla brokerów), co przełożyło się na zmniejszone finansowanie lewarowanych transakcji giełdowych oraz spadek cen akcji.
- Rosnące zainteresowanie nieregulowanymi zakładami typu „bucket shop”, które skutkowały przewagą podejścia spekulacyjnego od inwestycyjnego.

## Konsekwencje:

- Przed totalną zapaścią system finansowy uratował najprawdopodobniej J.P. Morgan, który zorganizował od grupy bankierów 23,6 mln dolarów w postaci pożyczki oprocentowanej 10% dla borykających się z problemami płynnościowymi firm maklerskich. Uspokojenie na giełdzie było krótkotrwałe, następnego dnia kolejne 8 instytucji: banków i spółek kredytowo – inwestycyjnych ogłosiło bankructwo. Zwołane zostało kolejne spotkanie z przedstawicielami rynku, które zakończyło się kolejną transzą pożyczki oraz efektywnym przejęciem Tennessee Coal and Iron Company przez U.S. Steel (kontrolowane przez J.P. Morgana), na co musiał zgodzić się ówczesny prezydent Roosevelt (ze względu na monopol).
- Senacka Komisja działająca na przełomie 1911 i 1912 roku po przeanalizowaniu działalności trustów oraz banków i ich powiązań kapitałowych z początku XX wieku dochodzi do miażdżącej diagnozy. Okazuje się, że kartel finansowy pod przewodnictwem J.P. Morgana, G.F. Bakera i J. Stillmana kontroluje przynajmniej 18 wielkich korporacji finansowych. Wielu wysoko postawionych pracowników J.P. Morgan & Co. zasiadało w zarządach 112 przedsiębiorstw (zajmując 341 stanowisk) o łącznej kapitalizacji 22,5 mld USD (kapitalizacja całej giełdy wynosiła około 26 mld USD).
- W 1913 utworzono System Rezerw Federalnych (FED), którego jednym z zadań zostało dbanie o płynność sektora finansowego i podaż pieniądza, oraz opodatkowano dochody osobiste Amerykanów. Ciężko powiedzieć, żeby zaradziło to problemom związanym z powiązaniem osobowymi w sektorze finansowym, czy efektywnie ograniczało chciwość amerykańskiej finansjery.

## Podsumowanie:

Trudno nam to sobie wyobrazić, ale mimo, że Nowojorska Giełda Papierów Wartościowych istnieje od 1817 roku, to System Rezerwy Federalnej powstał dopiero w 1913 roku, zaraz po tym kryzysie. Rewolucje w tych czasach przeszły także regulacje rynku kapitałowego, które mimo tych ulepszeń nawet ciężko porównać do tych obecnych. Jednak jedna kwestia jest wciąż niezmienna – „run na banki” wciąż jest możliwy i może doprowadzić do paniki bankowej i wywołać brak płynności najważniejszych instytucji na świecie. Przykładem może być, chociażby panika bankowa z 2013 roku, która miała miejsce na Cyprze.

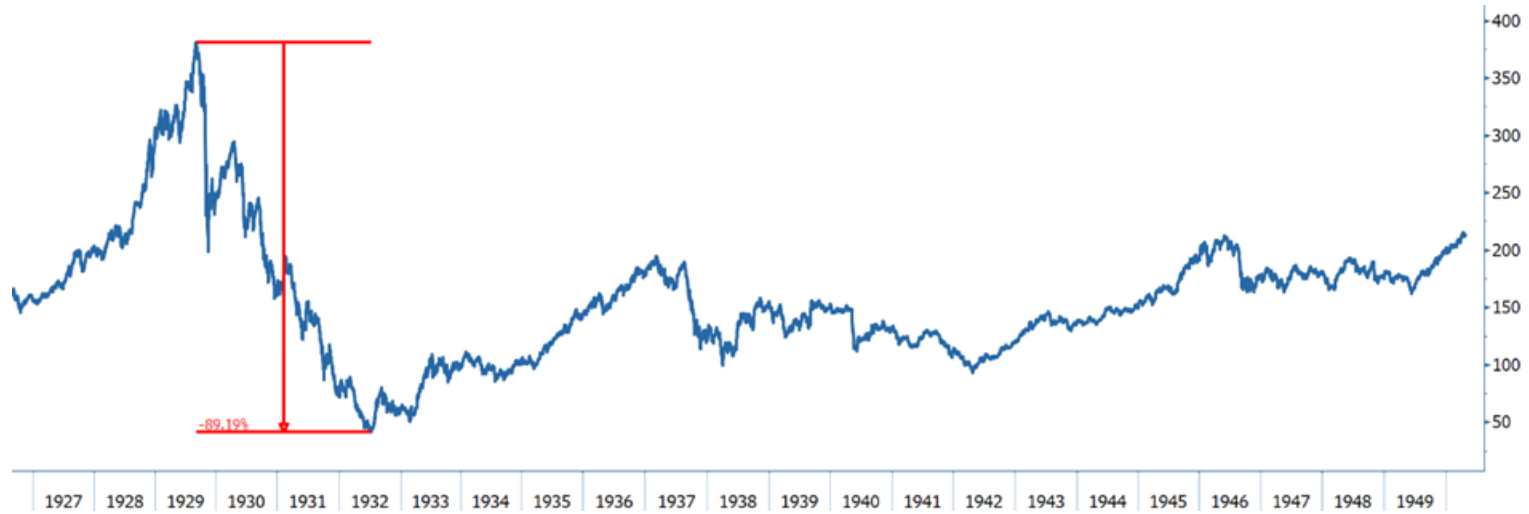
---

### Nota prawna:

Niniejsze opracowanie może zawierać stwierdzenia, prognozy i opinie dotyczące przyszłości, które stanowią ryzyko inwestycyjne lub źródło niepewności i mogą różnić się od faktycznych rezultatów. Autorzy i VEA Sp. z o.o. nie ponoszą odpowiedzialności za efekty decyzji, które zostały podjęte na podstawie niniejszego opracowania, a w szczególności za ewentualne szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność spoczywa wyłącznie na korzystającym z analizy. Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 i następnym Kodeksu Cywilnego, ani nie stanowi publicznego proponowania papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. Dz. U. Nr 184, poz. 1539, tekst jednolity z dnia 9 października 2009 r. Dz. U. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.). Oferta nie stanowi prospektu emisyjnego czy memorandum informacyjnego w rozumieniu tej ustawy. Niniejszy dokument i wszelkie informacje oraz dane w nim zawarte mają charakter poufny. Opracowanie jest materiałem informacyjnym skierowanym tylko i wyłącznie do użytku jego adresatów i nie może być powielane lub rozpowszechniane w części ani w całości bez wyraźnej zgody autora lub VEA Spółka z o.o. Zabronione jest przekazywanie, rozpowszechnianie czy jakiegokolwiek udostępnianie niniejszego opracowania lub jego części, w tym dalsze przekazywanie, rozpowszechnianie oraz udostępnianie przez jego adresatów osobom lub podmiotom nieuprawnionym.

Wielka Depresja (ang. Great Depression) uważana jest za największy kryzys gospodarczy od początku kapitalizmu. Swoim zasięgiem objął on prawie wszystkie kraje (oprócz ZSRR) oraz większość dziedzin gospodarki. Przyjmuje się, że kryzys rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych po panice na nowojorskiej giełdzie z 24 października 1929 roku, nazwanej później „Czarnym Czwartkiem”.

## Notowania indeksu Dow Jones Industrial Average w latach 1926-1950



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne VEA PRIVATE INVESTMENTS na podstawie cen zamknięcia

Spadki trwały od II połowy 1929 r. do I połowy 1932 r. i wyniosły dla indeksu Dow Jones Industrial Average prawie 90% . Przez ostatnie pięć lat przed kryzysem wartość indeksu zwiększyła się blisko czterokrotnie.

Indeks	Ile sesji trwał	Zasięg	Czas trwania	Czas powrotu
Dow Jones Industrial Average	717	-89,20%	34	92

### Przyczyny:

- Panika na nowojorskiej giełdzie nazwana później „Czarnym Czwartkiem”, podczas której gwałtownie spadły wyceny praktycznie wszystkich spółek, co doprowadziło do lawiny bankructw. Tylko jednego dnia spadki osiągnęły 11%.
- Po I Wojnie Światowej mieliśmy do czynienia z boorem spekulacyjnym lat 20-tych . Impulsywnie rosnące ceny akcji doprowadziły do bardzo wysokiej wyceny mnożnikowej spółek. Średnia wartość współczynnika cena/zysk we wrześniu 1929 wynosiła 33.
- Duży poziom lewarowania inwestycyjnego. Brokerzy regularnie pożyczali inwestorom indywidualnym ponad 2/3 pieniędzy niezbędnych do zakupu akcji. Wartość pożyczek w wysokości 8,5 miliarda dolarów była wyższa od ilości gotówki w obiegu.
- Spowalniająca gospodarka oraz zawirowania na rynku zbóż (głównie pszenica).
- Obowiązujący wtedy standard złota, który powodował odpływ złota z rezerw banku centralnego przy równoczesnym wzroście deficytu handlowego. W takiej sytuacji bank musiał reagować poprzez podwyżkę stóp procentowych. Podnoszenie stóp procentowych, w przypadku złej sytuacji gospodarczej, potęgowało kryzys poprzez obniżenie podaży kredytu. Kraje tzw. złotego bloku odczuły kryzys zdecydowanie mocniej.
- Brak reakcji Rezerwy Federalnej na łamiącą się płynność oraz upadek New York Bank of United States. Blisko 1/3 banków zmuszona była ogłosić bankructwo. Bezpośrednio było to związane ze standardem złota, gdyż wymóg posiadania 40% zabezpieczenia podaży pieniądza w postaci złota zdeponowanego w banku centralnym fizycznie uniemożliwił FED-owi możliwość reakcji. Spowodowało to „run na banki”.
- Zbilansowany budżet finansów publicznych. Prezydent USA Herbert Hoover, aż do 1932 roku nie chciał stymulować gospodarki, aby nie zwiększać deficytu.

## Konsekwencje:

- Polityczne wprowadzenie w USA polityki New Deal - Nowego Ładu Gospodarczego. Polityka ta, wprowadzona za czasów prezydenta Roosevelta w latach 1933 – 1939, polegała w głównej mierze na impulsie fiskalnym mającym na celu zatrudnianie bezrobotnych przy inwestycjach prowadzonych przez państwo i przyczyniła się do zmiany oczekiwań społecznych i wyjścia ze spirali deflacyjnej (która średniorocznie od grudnia 1929 do marca 1933 sięgała blisko – 10% spadku cen konsumenckich). Dopiero marzec 1933 okazał się dołkiem kryzysu dla gospodarki.
- W 1932 roku senacka komisja ustanawia Glass - Steagall Act, która ma na celu obowiązkowe rozdzielanie działalności depozytowo-kredytowej od inwestycyjnej (w tym również pomoc w emisji akcji i obligacji) oraz gwarantuje rządowo depozyty w bankach. Dokonuje się regulacja sfery finansowej, utworzenie m.in. SEC (Securities and Exchange Commission) odpowiedzialnej za nadzór nad sektorem bankowym oraz rynkiem kapitałowym w USA.
- Bardzo duży wzrost bezrobocia, aż do 1/3 siły roboczej w USA.
- Spadek produkcji przemysłowej - prawie 50% w niektórych krajach.
- Spadek globalnej wymiany handlowej o blisko 70% dla roku 1933 w relacji do 1929. W ciągu tylko 3 lat światowe PKB spadło o blisko 15%.
- Część historyków uważa, że jedną z konsekwencji wielkiej depresji było dojście Hitlera do władzy w Niemczech, które ogarnęła wtedy recesja, a bezrobocie również przekroczyło 30%.

## Podsumowanie:

Wielka Depresja uznawana jest za największy i najdłuższy kryzys finansowy oraz gospodarczy XX wieku. Kryzys skutkował załamaniem gospodarczym praktycznie na całym świecie. Jego skutki były odczuwane do 1941-42, czyli do początku II Wojny Światowej. Rezerwa Federalna oraz rząd zdecydowali się na wprowadzenie kolejnych regulacji, aby zapobiec następnym kryzysom. Dla wielu bohaterem został sprawujący kadencję prezydenta USA od 1933 roku Franklin Delano Roosevelt, który wprowadził wtedy New Deal, co miało największy, pozytywny wpływ na ówczesną gospodarkę.

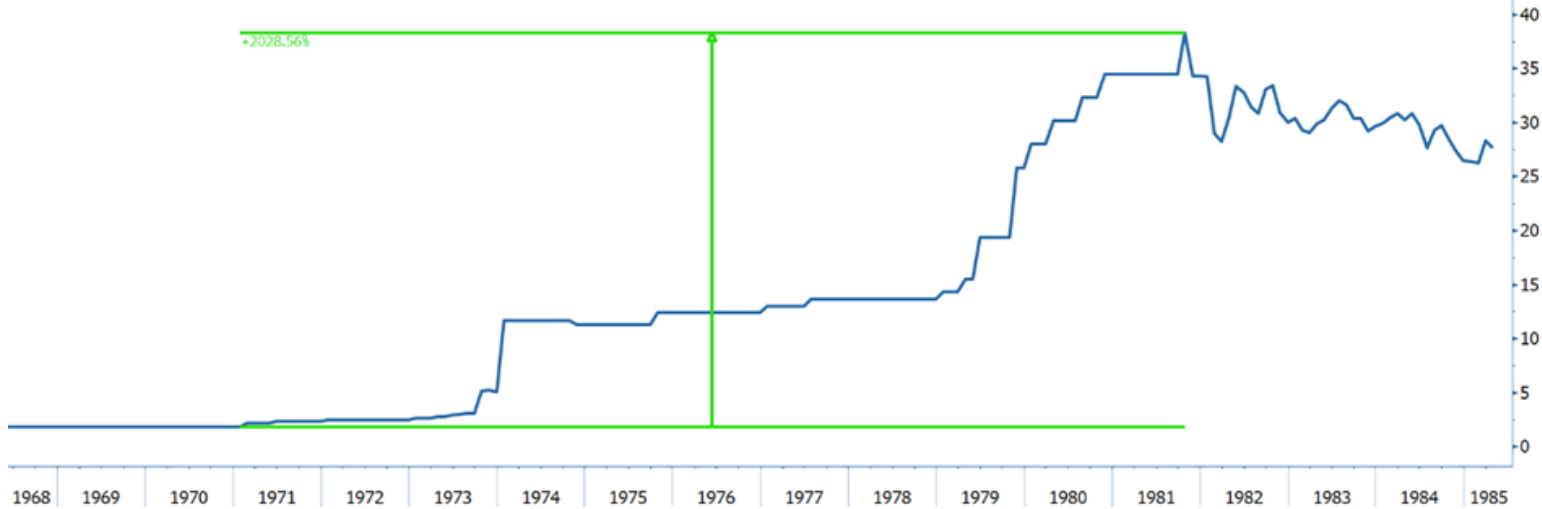
---

### Nota prawna:

Niniejsze opracowanie może zawierać stwierdzenia, prognozy i opinie dotyczące przyszłości, które stanowią ryzyko inwestycyjne lub źródło niepewności i mogą różnić się od faktycznych rezultatów. Autorzy i VEA Sp. z o.o. nie ponoszą odpowiedzialności za efekty decyzji, które zostały podjęte na podstawie niniejszego opracowania, a w szczególności za ewentualne szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność spoczywa wyłącznie na korzystającym z analizy. Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 i następnym Kodeksu Cywilnego, ani nie stanowi publicznego proponowania papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. Dz. U. Nr 184, poz. 1539, tekst jednolity z dnia 9 października 2009 r. Dz. U. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.). Oferta nie stanowi prospektu emisyjnego czy memorandum informacyjnego w rozumieniu tej ustawy. Niniejszy dokument i wszelkie informacje oraz dane w nim zawarte mają charakter poufny. Opracowanie jest materiałem informacyjnym skierowanym tylko i wyłącznie do użytku jego adresatów i nie może być powielane lub rozpowszechniane w części ani w całości bez wyraźnej zgody autora lub VEA Spółka z o.o. Zabronione jest przekazywanie, rozpowszechnianie czy jakiegokolwiek udostępnianie niniejszego opracowania lub jego części, w tym dalsze przekazywanie, rozpowszechnianie oraz udostępnianie przez jego adresatów osobom lub podmiotom nieuprawnionym.

Opłaty za wydobycie ropy naftowej do początku lat 50-tych XX wieku były dyktowane przez amerykańskie i brytyjskie koncerny naftowe. W sytuacji próby przejścia władzy przez kraje wydobywcze, zazwyczaj kończyło się to oddolnymi działaniami brytyjskich i amerykańskich agencji wywiadowczych dążących do zmiany władzy w danym kraju poprzez zbrojny przewrót, jak chociażby w Iranie w 1953 roku. Wymuszone cięcie kosztów wydobycia związane z próbą odpowiedzi na narzucenie dumpingowych cen przez ZSRR, skłoniło kraje arabskie, wraz z Wenezuelą, w 1960 roku do stworzenia organizacji dbającej o interesy krajów eksportujących ropę naftową (OPEC). Przez 10 lat organizacja nie umiała znaleźć odpowiedniego pomysłu na wzrost ceny ropy naftowej i dopiero w 1973 r. irański sekretarz OPEC Nadim Pachachi, wpadł na rewolucyjny pomysł – przedstawił plan zamrożenia wysokości dostawy nieprzetworzonej ropy dla zachodnich rafinerii na stałym poziomie. Po pojawieniu się niedoborów miano ogłosić, że podaż zostanie zwiększona, gdy Izrael wycofa się z ziem zajętych w 1967 r. w wyniku wojny sześciodniowej.

## Notowania ropy w okresie 1960 – 1985 na podstawie historycznego ceny baryłki agencji Bloomberg



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne VEA PRIVATE INVESTMENTS na podstawie cen zamknięcia

W 1973 zostało zorganizowane spotkanie przedstawicieli krajów OPEC z zachodnimi koncernami, którym zależało na zwiększeniu podaży. Zanim doszło do rozmów, Egipt i Syria zaatakowali Izrael w czasie święta (wojna Jom Kipur). OPEC zażądał od koncernów dużej podwyżki cen oraz ostrzegł Świat zachodni przed próbami pomocy Żydom. Zaskoczony Izrael dostał niezbędne wsparcie Stanów Zjednoczonych w postaci sprzętu oraz amunicji wartych ponad 1 mld dolarów.

Indeks	Ile sesji trwał	Zasięg	Czas trwania	Czas powrotu
S&P 500	436	-48,20%	21	70

### Przyczyny:

- Wojna Izraela z okolicznymi Państwami Arabskimi.
- Wsparcie Zachodu dla Izraela.
- Uzależnienie krajów rozwiniętych od taniej ropy z Bliskiego Wschodu.
- Zmiana modelu podmiotu decydującego o cenie ropy (z amerykańskich i brytyjskich korporacji na rządy państw eksportujących ropę).
- Polityka sprzedaży ropy poniżej kosztów w celu zwiększenia udziału w rynku ze strony Chruszczowa.

## Konsekwencje:

- W pół roku, na przełomie 1973 – 1974, ceny ropy naftowej zwiększyły się czterokrotnie. Do roku 1980 ceny wzrosły ponad 10krotnie. Konsekwencjami dla krajów zachodnich był wzrost inflacji, bezrobocia oraz recesja. Indeks SP 500 stracił, od stycznia 1973 roku do października 1974 roku, blisko połowę swojej wartości. W latach 1974-1975 roczne tempo wzrostu PKB oscylowało w okolicach zera w Stanach Zjednoczonych, nie mniej jednak najgorszy kwartał w 1974 wykazał się ujemną dynamiką blisko 5%. Natomiast maksymalna wartość inflacji, w cenach konsumenckich, na przełomie 1974 i 1975 roku wyniosła ponad 12%. W układzie stagflacyjnym, czyli przy braku wzrostu gospodarczego oraz przy wysokim tempie wzrostu cen, dotychczasowe keynsistowskie metody pobudzania gospodarczego (wzrost podaży pieniądza oraz stymulusy fiskalne) okazały się całkowicie nieskuteczne.
- Eskalacja na linii OPEC – USA. Embargo eksportowe zaczęło obowiązywać w odpowiedzi na pomoc Izraelowi. Ponadto OPEC postanawia sprzedawać ropę na licytacjach, bez udziału pośredników – ograniczając dalej podaż oraz windując ceny baryłki kilkukrotnie. Wielka Brytania najboleśniej odczuła brak importowanej ropy z Bliskiego Wschodu, pomimo większościowych udziałów w koncernach naftowych (np. BP) wydobywających ropę.
- Zmiany przyzwyczajeń konsumpcyjnych. W Stanach Zjednoczonych, ze względu na wzrost cen ropy, wielkie krążowniki szos, które paliły 2 a nawet 3 razy więcej paliwa niż normalne samochody, musiały odejść do lamusa. Nastąpił nagły wzrost cen mieszkań i domów w centrach miast oraz ich spadek na peryferiach, ponieważ ludzie, bojąc się długich dojazdów, przestali je kupować. Za to prawdziwy boom przeżywały kina i teatry na Manhattanie. Gdy ludzie przestali jeździć samochodami i więcej spacerowali, nagle mieli czas i chęć na rozrywki.

## Podsumowanie:

Opisany kryzys skutkowało pierwszym tak dynamicznym wzrostem cen ropy w XX wieku. Czarne złoto jest do dzisiaj znaczącym surowcem energetycznym. Mimo znacznego wzrostu wydobywania ropy przez USA, nadal mamy do czynienia z napięciami na linii USA-OPEC. Być może ropa jako surowiec energetyczny straci swoje znaczenie w przyszłości, jednak zanim to się wydarzy, wciąż jest znaczącym surowcem strategicznym i jej wahania ceny mają znaczący wpływ na inflację na świecie.

---

### Nota prawna:

Niniejsze opracowanie może zawierać stwierdzenia, prognozy i opinie dotyczące przyszłości, które stanowią ryzyko inwestycyjne lub źródło niepewności i mogą różnić się od faktycznych rezultatów. Autorzy i VEA Sp. z o.o. nie ponoszą odpowiedzialności za efekty decyzji, które zostały podjęte na podstawie niniejszego opracowania, a w szczególności za ewentualne szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność spoczywa wyłącznie na korzystającym z analizy. Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 i następnym Kodeksu Cywilnego, ani nie stanowi publicznego proponowania papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. Dz. U. Nr 184, poz. 1539, tekst jednolity z dnia 9 października 2009 r. Dz. U. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.). Oferta nie stanowi prospektu emisyjnego czy memorandum informacyjnego w rozumieniu tej ustawy. Niniejszy dokument i wszelkie informacje oraz dane w nim zawarte mają charakter poufny. Opracowanie jest materiałem informacyjnym skierowanym tylko i wyłącznie do użytku jego adresatów i nie może być powielane lub rozpowszechniane w części ani w całości bez wyraźnej zgody autora lub VEA Spółka z o.o. Zabronione jest przekazywanie, rozpowszechnianie czy jakiegokolwiek udostępnianie niniejszego opracowania lub jego części, w tym dalsze przekazywanie, rozpowszechnianie oraz udostępnianie przez jego adresatów osobom lub podmiotom nieuprawnionym.

19 października 1987 roku przeszedł do historii Wall Street pod nazwą „Czarny Poniedziałek” („Black Monday”). Tego dnia amerykańska giełda zanotowała najgorszą sesję w ówczesnej historii. Spadki zapoczątkowała giełda w Hongkongu, a za nią powędrowała cała zachodnia Europa. Paraliż na amerykańskich indeksach zaczął się później ze względu na strefy czasowe. Spadki bardzo mocno dotknęły także giełdy w Australii i Nowej Zelandii, jednak miało to dopiero miejsce we wtorek 20 października.

## Notowania S&P 500 w latach 1985-1988



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne VEA PRIVATE INVESTMENTS na podstawie cen zamknięcia

Pod koniec 1985 roku i na początku 1986 roku, gospodarka USA przeszła z szybkiego ożywienia po recesji z początku lat 80., na wolniejszą ekspansję. Koniunktura spowalniała, co skutkowało chociażby spadającą inflacją. Na rynku akcji trwała hossa, która osiągnęła swój szczyt w sierpniu 1987 roku, gdy wartość S&P500 wyniosła 336 punktów, co od dołka z 1982 roku przyniosło ponad 200% stopę zwrotu. Mimo że szczyt hossy zarysował się w sierpniu, to kulminacyjnym momentem był 19 października, kiedy indeks szerokiego rynku S&P 500 spadł o prawie 60 punktów (-20,5%), natomiast Dow Jones Industrial Average spadł o 508 punktów (-22,6%). Były to największe jednodniowe spadki tych indeksów w historii.

Indeks	Ile sesji trwał	Zasięg	Czas trwania	Czas powrotu
S&P 500	39	-35,90%	2	21

### Przyczyny:

- Wykorzystywane automatyczne zlecenia obronne (stop loss), które aktywowały się w sytuacji spadków kursu akcji do wyznaczonego poziomu, spotęgowały spiralę spadków. Zlecenia stop loss nie znajdowały drugiej strony transakcji, co skutkowało dynamicznymi spadkami kursów akcji.
- Programy komputerowe wykorzystujące tzw. strategie momentum dołączały się do spadków wprowadzając duże wolumeny zleceń w kierunku ruchu. Był to początek wykorzystywania komputerów na dużą skalę w inwestycjach i tradingu, przez co nieznanne były wszystkie zagrożenia.
- Wielu inwestorów stosowało wtedy modną strategię „portfolio insurance”, czyli ubezpieczenie portfela akcyjnego pozycjami krótkimi na kontraktach futures na indeks giełdowy, co wywołało efekt domina. W sytuacji wzrostu zagrożenia, na rynku pojawiło się mnóstwo sprzedających, zabrakło jednak kupujących.
- Nadmierny entuzjazm i pewność siebie inwestorów oraz spółek po kilkunastu miesiącach hossy.
- Wysoka wycena mnożnikowa ( $P/E > 30$ ) w obliczu słabnącego tempa gospodarczego oraz negatywnej tendencji dla przyszłych oczekiwanych zysków.
- Transmisje z wydarzeń na światowych parkietach były dostępne na żywo w telewizji po raz pierwszy w historii, co w sytuacji załamania indeksów tylko zwiększyło rozmiar paniki.
- Słabnący dolar względem większości głównych zagranicznych walut, głównie ze względu na raport o wzrastającym deficycie handlowym oraz rosnącym długu publicznym, spowodował odwrót od aktywów denominowanych w dolarze.
- Nagły i szybki wzrost krótko i długoterminowych stóp procentowych w USA. Rentowność obligacji 3-miesięcznych wzrosła od początku roku z 5,3% do 7,2%, a 30-letnich z 7,3% do 10,3%.
- Tuż przed „Czarnym Poniedziałkiem”, dwa amerykańskie okręty wojenne ostrzelały irańską platformę naftową w Zatoce Perskiej w odpowiedzi na atak Iranu pociskiem Silkworm na Sea Isle City.



## Konsekwencje:

- Szybka reakcja Rezerwy Federalnej w postaci ścięcia stóp procentowych zapewniła stabilizację rynku oraz wsparcie płynnościowe dla instytucji rynku kapitałowego, dzięki czemu udało się uniknąć recesji (roczne tempo wzrostu PKB w IV kwartale 1989 roku wyniosło 0,8 p.p.)
- Regulatorzy nakazali wprowadzenie mechanizmów zabezpieczających przed powtórzeniem sytuacji z „Czarnego Poniedziałku”. Wprowadzono tzw. „circuit breakers”, czyli maksymalne widełki cenowe, po których osiągnięciu handel jest przerywany na pewien okres.
- Spadek był tak duży, że odnotowano wzrost przyjęć do szpitali z objawami depresji i zaburzeń lękowych. Wielu inwestorów zbankrutowało.
- Amerykańskie indeksy giełdowe potrzebowały dwóch lat, aby wrócić do poziomów sprzed tego wydarzenia.

## Podsumowanie:

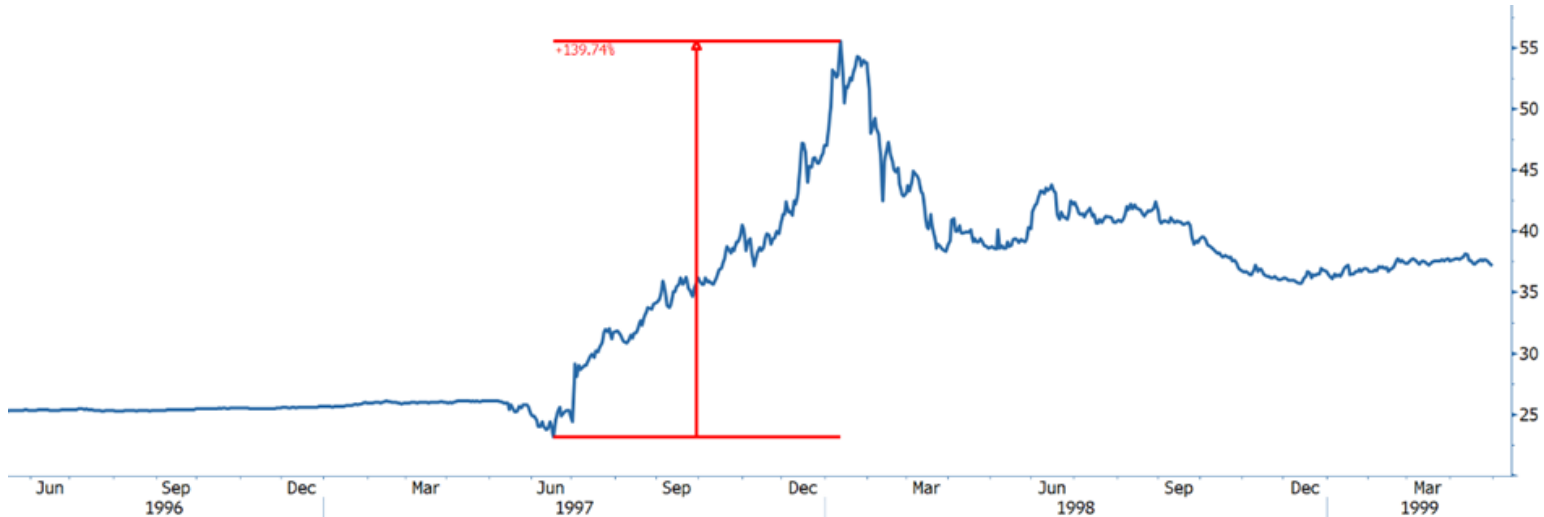
„Czarny Poniedziałek” niechlubnie przeszedł do historii Wall Street, jako największy jednosesyjny spadek na amerykańskiej giełdzie. Po dzień dzisiejszy eksperci próbują wyjaśnić wszystkie powody tego zamieszania. „Czarny Poniedziałek” pokazał, że wprowadzanie nowych technologii niesie za sobą nie tylko ułatwienia, ale także zagrożenia. Wykorzystywanie komputerów wśród brokerów znacznie ułatwiło im pracę, ale jak czas pokazał, nie do końca rozumieli oni, jakie może wywołać skutki nadmierne wykorzystywanie zleceń obronnych przez wszystkich. Sytuacja ta doprowadziła do tego, że na rynku pojawiło się mnóstwo sprzedających, jednak brakowało kupujących. Na szczęście regulatorzy zareagowali natychmiastowo poprzez wprowadzenie nowych regulacji, aby zapobiec powtórzeniu się takiej sytuacji.

### Nota prawna:

Niniejsze opracowanie może zawierać stwierdzenia, prognozy i opinie dotyczące przyszłości, które stanowią ryzyko inwestycyjne lub źródło niepewności i mogą różnić się od faktycznych rezultatów. Autorzy i VEA Sp. z o.o. nie ponoszą odpowiedzialności za efekty decyzji, które zostały podjęte na podstawie niniejszego opracowania, a w szczególności za ewentualne szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność spoczywa wyłącznie na korzystającym z analizy. Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 i następnym Kodeksu Cywilnego, ani nie stanowi publicznego proponowania papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. Dz. U. Nr 184, poz. 1539, tekst jednolity z dnia 9 października 2009 r. Dz. U. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.). Oferta nie stanowi prospektu emisyjnego czy memorandum informacyjnego w rozumieniu tej ustawy. Niniejszy dokument i wszelkie informacje oraz dane w nim zawarte mają charakter poufny. Opracowanie jest materiałem informacyjnym skierowanym tylko i wyłącznie do użytku jego adresatów i nie może być powielane lub rozpowszechniane w części ani w całości bez wyraźnej zgody autora lub VEA Spółka z o.o. Zabronione jest przekazywanie, rozpowszechnianie czy jakiegokolwiek udostępnianie niniejszego opracowania lub jego części, w tym dalsze przekazywanie, rozpowszechnianie oraz udostępnianie przez jego adresatów osobom lub podmiotom nieuprawnionym.

Kryzys azjatycki objął kraje południowo-wschodniej Azji w połowie 1997 roku. Formalnie kryzys rozpoczął się w Tajlandii, gdy po uwolnieniu kursu bahta tajlandzkiego ze względu na brak dalszych rezerw w celu podtrzymywania relacji do dolara amerykańskiego, doszło do załamania jego kursu. Następstwem była reakcja łańcuchowa w krajach regionu, skąd kapitał uciekał w kierunku dolara amerykańskiego, powodując dramatyczne zmiany cen lokalnych aktywów.

Wykres lokalnej waluty Tajlandii (baht), która straciła blisko połowę swojej wartości.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne VEA PRIVATE INVESTMENTS na podstawie cen zamknięcia

W latach 1994 – 1996 panował długotrwały trend boczny na giełdach wchodzących w skład indeksu MSCI Asia Pacific, po wcześniejszych wzrostach. Szczyt został ustanowiony 29 kwietnia 1996 roku, po czym zaczął się trend spadkowy, największa dynamika spadków miała miejsce w drugiej części 1997 roku.

Indeks	Ile sesji trwał	Zasięg	Czas trwania	Czas powrotu
MSCI Asia Pacific	635	-53,30%	30	93

## Przyczyny:

- Wysokie tempo rozwoju gospodarczego oraz duży napływ kapitału inwestycyjnego przed kryzysem musiały w końcu spowolnić. Dynamika rozwoju była na tyle duża, że końcówka lat 80-tych i początek 90-tych uznawane są za „azjatycki cud gospodarczy”, a tempo wzrostu PKB niejednokrotnie notowało dwucyfrowe odczyty.
- Duży wzrost długu publicznego w relacji do PKB w latach 1993-96 (do blisko 165% dla największych krajów regionu ASEAN – Stowarzyszenia Narodów Azji Południowo - Wschodniej).
- Deficyt bilansu obrotów bieżących przed kryzysem.
- Słabość lokalnych systemów bankowych oraz ich błędna polityka kredytowa.
- Uwolnienie tajlandzkiej waluty — bahta, która wcześniej była powiązana z dolarem amerykańskim. Zadłużenie tego kraju denominowane w dolarze gwałtownie wzrosło w przeliczeniu na walutę lokalną.
- Paniczne wycofywanie kapitału zagranicznego przyczyniło się do tzw. „credit crunch”, co zdecydowanie ogranicza możliwości pozyskania kapitału dla lokalnych podmiotów i zamienia się w serie bankructw.
- Awersja do ryzyka powoduje ucieczkę aktywów w stronę bezpiecznych przystani i przyczynia się do rozprzestrzenienia kryzysu w regionie.
- Podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych spotęgowały kryzys poprzez migrację kapitału spekulacyjnego z Azji do USA.
- Duża skala korupcji przed kryzysem (pieniądze inwestycyjne trafiały do osób powiązanych z władzą, a niekoniecznie do najbardziej efektywnych podmiotów).

## Konsekwencje:

- Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) w celu stabilizacji walut Korei Południowej, Tajlandii oraz Indonezji przekazał pakiet ratunkowy opiewający na kwotę 40 miliardów dolarów.
- Kryzysem zostaje dotknięty cały region Azji sąsiadujący z Tajlandią, gdzie Indonezja i Korea Południowa ucierpiały najmocniej. Hongkong, Malezja, Filipiny i Laos znalazły się w gronie państw, które odczuły znaczące pogorszenie sytuacji, a pozostałe kraje regionu, czyli Chiny, Singapur, Wietnam, Tajwan oraz Brunei zostały dotknięte w mniejszym stopniu.
- Impulsywna dewaluacja lokalnych walut krajów azjatyckich doprowadziła do zaburzenia wzajemnej konkurencyjności towarów produkowanych w tych krajach.
- Zmiany polityczne w niektórych krajach (np. Indonezji w 1998 roku).
- Kraje ASEAN oskarżyły Geорга Sorosa o celową manipulację kursem ich walut, który powiedział, że kupował ich waluty po dramatycznym spadku na wartości (zamykając wcześniejszą pozycję krótką).

## Podsumowanie:

Kraje południowo-wschodniej Azji przeżyły w roku 1997 gwałtowne załamanie wiarygodności, co wpłynęło negatywnie na ich sytuację gospodarczą. Część ekonomistów (Joseph E. Stiglitz, Jeffrey Sachs, Frederic Mishkin) uważają, że gospodarka realna miała ograniczony wpływ na rozwój wydarzeń. Chaos i tempo samonakręcania się wydarzeń zostało porównane do innych znanych w ekonomii samospełniających się przepowiedni. Zdecydowanie większy wpływ odegrały jastrzębie reakcje zarówno monetarne, jak i fiskalne (zarekomendowane przez MFW w zamian za pakiety ratunkowe), które przyczyniły się do pogłębienia kryzysu. Dodatkowo aspekty psychologiczne w postaci asymetrii w dostępie do informacji oraz tzw. zachowania stadne inwestorów finansowych spowodowały zwielokrotnienie negatywnych skutków ekonomicznych.

---

### Nota prawna:

Niniejsze opracowanie może zawierać stwierdzenia, prognozy i opinie dotyczące przyszłości, które stanowią ryzyko inwestycyjne lub źródło niepewności i mogą różnić się od faktycznych rezultatów. Autorzy i VEA Sp. z o.o. nie ponoszą odpowiedzialności za efekty decyzji, które zostały podjęte na podstawie niniejszego opracowania, a w szczególności za ewentualne szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność spoczywa wyłącznie na korzystającym z analizy. Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 i następnych Kodeksu Cywilnego, ani nie stanowi publicznego proponowania papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. Dz. U. Nr 184, poz. 1539, tekst jednolity z dnia 9 października 2009 r. Dz. U. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.). Oferta nie stanowi prospektu emisyjnego czy memorandum informacyjnego w rozumieniu tej ustawy. Niniejszy dokument i wszelkie informacje oraz dane w nim zawarte mają charakter poufny. Opracowanie jest materiałem informacyjnym skierowanym tylko i wyłącznie do użytku jego adresatów i nie może być powielane lub rozpowszechniane w części ani w całości bez wyraźnej zgody autora lub VEA Spółka z o.o. Zabronione jest przekazywanie, rozpowszechnianie czy jakiegokolwiek udostępnianie niniejszego opracowania lub jego części, w tym dalsze przekazywanie, rozpowszechnianie oraz udostępnianie przez jego adresatów osobom lub podmiotom nieuprawnionym.

Przyjmuje się, że dostęp do Internetu został upowszechniony w 1993 roku za pośrednictwem przeglądarki internetowej Mosaic, która z powodzeniem funkcjonowała w najpopularniejszym środowisku Microsoft Windows. W kolejnych latach doszło do boomu na wielką skalę, zarówno na poziomie gospodarczym poprzez zwiększony dostęp do komputerów i Internetu, jak również na poziomie inwestycyjnym. Kolejne spółki debiutowały na amerykańskich parkietach z powodzeniem, obiecując udział w zyskach rewolucji technologicznej.

## Notowania indeksu technologicznego NASDAQ Composite w latach 1993 - 2003



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne VEA PRIVATE INVESTMENTS na podstawie cen zamknięcia

10 marca 2000 roku zostaje ustanowiony szczyt na giełdowym indeksie NASDAQ, po czym doszło do impulsywnych spadków trwających do IV kwartału 2002 roku. Wynikały one głównie ze słabych fundamentów spółek.

Indeks	Ile sesji trwał	Zasięg	Czas trwania	Czas powrotu w
Nasdaq Composite	648	-78,40%	31	152
S&P 500	628	-50,50%	30	57

### Przyczyny:

- Stworzenie się bańki na rynku akcji przez niskie stopy procentowe i dostępność kapitału inwestycyjnego.
- Rewolucja internetowa, wzrost popularyzacji prywatnych komputerów domowych, jak również rosnący dostęp do Internetu.
- Wysoki poziom wycen spółek technologicznych.
- Obniżenie stawki opodatkowania zysków kapitałowych w 1997 roku.
- Bardzo duże zainteresowaniem spółkami „dot-com”, czyli posiadającymi „.com” w nazwie bądź zajmującymi się bezpośrednio bądź pośrednio, nowymi technologiami informacyjnymi bez względu na poziom wycen giełdowych spowodował impulsywny wzrost cen spółek technologicznych (index Nasdaq Composite wzrósł wielokrotnie, osiągając średni wskaźnik cena do zysku P/E na poziomie 200) zwłaszcza tych związanych z Internetem.
- Olbrzymia ilość giełdowych debiutów spółek pozycjonujących się w tematyce internetowej, pomimo częstego braku zysków czy wręcz przychodów oraz spółek generujących stratę na poziomie operacyjnym.
- Powszechnie panująca opinia wśród inwestorów o „nowej ekonomii” i niekończących się możliwościach rozwoju Internetu.
- Przeinwestowanie połączone z przelewarowaniem (finansowanie kapitałem dłużnym) spółek telekomunikacyjnych, które próbowały odpowiedzieć z wyprzedzeniem na nowe zapotrzebowanie na potrzebę skokowego rozwoju infrastruktury.
- Zapowiedzi agresywnego cyklu podwyżek stóp procentowych przez Alana Greenspana, ówczesnego szefa Rezerwy Federalnej, w lutym 2000 roku.

## Konsekwencje:

- Zwolnienia programistów, czego skutkiem była nierównowaga na rynku pracy oraz wzrost bezrobocia.
- Zmniejszenie zapotrzebowania płynącego ze spółek technologicznych wpłynęło negatywnie na branżę reklamową, telekomunikacyjną i transportową – doszło do zmniejszenia aktywności gospodarczej. W 3Q 2001 roku PKB skurczył się o 1,7% (dane urocznione), jednakże kolejny spadek dynamiki poniżej zera miał miejsce dopiero w 2008 roku.
- Seria bankructw spółek debiutujących na parkietach, co było ratowane licznymi fuzjami i przejęciami. Doprowadziło to do powstania kilku kluczowych graczy (Amazon.com, eBay, Oracle, Sandisk, Apple), nie mniej jednak one też zaliczyły spektakularne spadki cen akcji. Akcje Amazon.com straciły na wartości 95% od grudnia 1999 roku do października 2001 obniżając się z maksymalnego poziomu 113 aż do ceny 5,51. Powrót powyżej pułapu z 1999 roku miał miejsce dopiero w październiku 2009 roku. Cena akcji Apple również zaliczyła widowiskowy spadek z marcowego szczytu w 2000 roku na poziomie 4,65 aż do 0,79 w kwietniu 2003 roku, implikuje to zmianę o blisko 83%. Akcjom Apple udało się wrócić powyżej poziomów wcześniejszego szczytu w listopadzie 2004 roku. Ogromna ilość spółek tworzonych w tamtym czasie nie przetrwała pęknięcia bańki i było zmuszonych zamknąć działalność. Boo.com sprzedająca online markowe ubrania, Webvan dostarczający produkty spożywcze bezpośrednio do domów klientów to tylko przykłady wielkich bankructw pomimo dobrych pomysłów biznesowych.
- W odpowiedzi na zawirowania na rynku pracy oraz zmniejszenie aktywności gospodarczej zostały podjęte decyzje o obniżaniu stóp procentowych przez amerykańską rezerwę federalną pod przewodnictwem Alana Greenspana (tylko na przestrzeni 2001 roku stopa spadła o 4,25 p.b. do poziomu 1,75 p.p. dla górnej granicy stóp)

## Podsumowanie:

Pomimo faktu, iż Internet okazał się rewolucją, wpływającą w horyzoncie 20 lat na większość aspektów naszego życia bardzo wielu inwestorów na początku XXI wieku straciło majątek na akcjach spółek internetowych. Wnioski płynące z tego załamania wskazują, że perspektywa rozwoju branży, w której dana spółka operuje, nie może być jedynym kryterium inwestycyjnym. Analiza modelu działalności poszczególnych firm, wycena mnożnikowa, koniunktura gospodarcza, działalność banku centralnego, stopień zaangażowania „ulicy” oraz czas trwania i tempo wzrostów mają również kluczowe znaczenie w analizie atrakcyjności potencjalnych inwestycji. Był to kryzys, który odczuli zdecydowanie najbardziej posiadacze akcji spółek internetowych, jak i ludzie zatrudnieni w tej branży. Nie doszło do większej recesji. Z perspektywy czasu, branża rozwinęła się wykładniczo, jednak bolesne doświadczenia z początku wieku pozostają w pamięci wielu inwestorów do dziś.

---

### Nota prawna:

Niniejsze opracowanie może zawierać stwierdzenia, prognozy i opinie dotyczące przyszłości, które stanowią ryzyko inwestycyjne lub źródło niepewności i mogą różnić się od faktycznych rezultatów. Autorzy i VEA Sp. z o.o. nie ponoszą odpowiedzialności za efekty decyzji, które zostały podjęte na podstawie niniejszego opracowania, a w szczególności za ewentualne szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność spoczywa wyłącznie na korzystającym z analizy. Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 i następnym Kodeksu Cywilnego, ani nie stanowi publicznego proponowania papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. Dz. U. Nr 184, poz. 1539, tekst jednolity z dnia 9 października 2009 r. Dz. U. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.). Oferta nie stanowi prospektu emisyjnego czy memorandum informacyjnego w rozumieniu tej ustawy. Niniejszy dokument i wszelkie informacje oraz dane w nim zawarte mają charakter poufny. Opracowanie jest materiałem informacyjnym skierowanym tylko i wyłącznie do użytku jego adresatów i nie może być powielane lub rozpowszechniane w części ani w całości bez wyraźnej zgody autora lub VEA Spółka z o.o. Zabronione jest przekazywanie, rozpowszechnianie czy jakiegokolwiek udostępnianie niniejszego opracowania lub jego części, w tym dalsze przekazywanie, rozpowszechnianie oraz udostępnianie przez jego adresatów osobom lub podmiotom nieuprawnionym.

W dobie postępującej globalizacji na rynku światowym, zwłaszcza na międzynarodowym rynku finansowym, poszczególne rynki nie są w stanie samoistnie funkcjonować. Globalizacja, którą znacząco przyspieszył rozwój internetu, doprowadziła do powstania naczyń połączonych na światowym rynku finansowym, a w szczególności dotyczy to rynku międzybankowego. Banki w krajach rozwijających się niejednokrotnie uzależnione są od pożyczek na rynku międzybankowym realizowanych w krajach rozwiniętych. To właśnie globalizacja nadała ostatniemu kryzysowi finansowemu, który na dobre rozkręcił się we wrześniu 2008 po upadku jednego z największych banków inwestycyjnych na świecie Lehman Brothers, tak wielki międzynarodowy wymiar.

## Notowania indeksu szerokiego rynku S&P 500 w latach 2005 - 2010



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne VEA PRIVATE INVESTMENTS na podstawie cen zamknięcia

Indeks	Ile sesji trwał	Zasięg	Czas trwania	Czas powrotu w
S&P 500	352	-57,70%	17	49

### Przyczyny:

- Za bezpośrednią przyczynę wybuchu kryzysu uważany jest rynek nieruchomości w USA, a dokładniej jego zbyt dynamiczny rozwój i w konsekwencji powstanie na nim bańki spekulacyjnej.
- Ekspansja akcji kredytowej poprzez banki. Hyman Minsky w pracy opublikowanej w 1986 roku, w której zawarł hipotezę niestabilności systemu finansowego mówiącą, że im dłużej nie było kryzysu finansowego czy bankowego, tym skłonność banków do podejmowania ryzyka wzrasta. W tej hipotezie Minsky wyróżnia trzy fazy rozwoju rynku bankowego: hedge financing, speculative financing i Ponzi financing (od nazwiska Charlesa Ponziego – twórcy piramidy finansowej). W pierwszej fazie banki wykazują się dużą ostrożnością w udzielaniu kredytów, udzielają je podmiotom, których standing finansowy jest niezagrożony i istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że będą w stanie spłacać zarówno raty kapitałowe, jak i odsetkowe. W drugiej fazie, banki po dłuższym okresie dobrej koniunktury zaczynają proces udzielania ryzykownych kredytów podmiotom, co, do których jest pewność, że będą w stanie spłacać raty odsetkowe. Banki w świetle tej teorii, podczas drugiego etapu wychodzą z założenia, że wzrost gospodarczy oraz co za tym idzie wzrost dochodów kredytobiorcy, pozwoli w przyszłości, również na spłatę rat kapitałowych. W ostatniej fazy banki gotowe są udzielać kredytów nawet pożyczkobiorcom, którzy nie będą w stanie spłacać ani części kapitałowej, ani odsetkowej z osiągniętych dochodów, ale biorą kredyt w celu sfinansowania zakupu aktywów zyskujących na wartości. Jest to swoista piramida finansowa, ponieważ załamanie rynku aktywów (w tym przypadku rynku nieruchomości), na które brany był kredyt, prowadzi do całkowitej niewypłacalności pożyczkobiorcy. W trzeciej fazie banki pożyczają ludziom o najniższych zarobkach lub w słabej sytuacji finansowej (żartobliwie nazywanych NINJA – no income, no job, no assets). Zabezpieczeniem stawały się aktywa, mówiąc prościej w tym przypadku domy, ponieważ były to kredyty hipoteczne, które były kupowane za pieniądze pożyczane od banków. Kredyty te spłacane były podczas procesu ich refinansowania, co było możliwe dzięki wzrostom cen na rynku nieruchomości. W interesie banków leżała maksymalizacja akcji kredytowej, a nie rzetelne szacowanie ryzyka związanego z danymi kredytami.

## Przyczyny c.d.:

- Wzrost stóp procentowych w latach 2002-2006 od 0,75 p.p. do 6,25 p.p. Na rynek nieruchomości wpłynęła podwyżka stóp procentowych dwójako. Po pierwsze w związku z zwiększonym kosztem obsługi kredytów NINJA nie byli w stanie go spłacać, co często doprowadzało do sprzedaży ich domów (które były zabezpieczeniami kredytów). Wpływało to na duży wzrost podaży, co oczywiście jest negatywnie skorelowane z ich ceną. Po drugie banki zaczęły udzielać mniej kredytów, ponieważ stały się one droższe, a za co za tym idzie, zmniejszył się również popyt na rynku nieruchomości, co również powoduje spadek cen.
- Agencje ratingowe również odegrały bardzo ważną, niestety negatywną, rolę w spowodowaniu kryzysu finansowego. Oceniały one często instrumenty, których same do końca nie rozumiały, na podstawie informacji otrzymanych od wystawców tychże instrumentów. Instrumenty związane z procesem sekurytyzacji otrzymywały niejednokrotnie najwyższą ocenę, co (przy większej stopie zwrotu niż na przykład z obligacji skarbowych) zachęcało do kupowania tych instrumentów nawet przez podmioty charakteryzujące się wysoką awersją do ryzyka, czy niemogące inwestować w ryzykowne przedsięwzięcia (na przykład fundusze emerytalne).
- Sekurytyzacja kredytów poprzez banki. Banki udzielały kredytów, pobierając od nich prowizję, a następnie odsprzedawały je w postaci ABS (Asset Backed Securities), co jest formą podobną do obligacji, instytucjom parabankowym. Instytucje te, często tworzone przez same banki, sprzedawały później te paczki kredytów na rynek papierów wartościowych za pomocą emisji MBS (Mortgage Backed Securities). Jeżeli chodzi o sektor kredytów subprime, to efektem sekurytyzacji stawały się CDO (Collateralised Debt Obligations). Warto w tym momencie zauważyć, że obligacje CDO stanowiły produkt finansowy o bardzo niskim stopniu standaryzacji. Każda emisja była inna od poprzednich, co rodziło wysokie prawdopodobieństwo braku płynności na rynku wtórnym w przypadku najmniejszego kryzysu zaufania do tych instrumentów.
- Przekazywanie poprzez banki (w celu maksymalnego zwiększania akcji kredytowej) ryzyka kredytowego instytucjom ubezpieczeniowym za pomocą CDS (Credit Default Swap) lub bezpośrednio na rynek papierów wartościowych, za pomocą emisji MBS (Mortgage Backed Securities).
- Nagłe załamanie się popytu na MBS, a zwłaszcza na ryzykowne CDO, spowodowało ogromne straty banków, które stanęły w obliczu poważnego problemu, mianowicie co zrobić z zapasami ciągle niesprzedanych CDO. Fundusze sekurytyzacyjne, które straciły możliwość finansowania swojej działalności na rynku kapitałowym, zmusiły banki do przejęcia w ich bilanse ciągle niesprzedanych transz CDO, które w tym momencie bardzo już traciły na wartości. W tym momencie dalszy ciąg wydarzeń potoczył się lawinowo. Warto jeszcze podkreślić, że obligacje CDO były kupowane przez fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i banki na całym świecie, właśnie ze względu na wysoki rating i wysoką stopę zwrotu.
- Zahamowanie pożyczek na rynku międzybankowym, ze względu na fakt, że banki tak naprawdę nic o sobie nie wiedziały - kto jakie ma zobowiązanie (w funduszach sekurytyzacyjnych) i czy będzie w stanie spłacić zaciągniętą pożyczkę. W tym wypadku banki zwróciły się o pożyczki do banków centralnych, które często w zastaw pożyczek brały obligacje MBS, przenosząc tym samym całe ryzyko związane z potencjalnymi problemami ze spłatą kredytów na podatnika. Banki dokonywały również nowych emisji akcji w celu pozyskania kapitału, które były kupowane przez fundusze inwestycyjne należące do państw z rejonów Azji oraz Zatoki Perskiej. Gromadzony kapitał okazywał się niewystarczający. Banki miały coraz większe problemy ze spłatą swoich zobowiązań. Pierwszy na skraju bankructwa stanął Bear Stearns. W tym wypadku FED zdecydował się na pomoc bankowi przy przejęciu go przez Merill Lynch. Taka decyzja rezerwy federalnej wywołała krótkoterminowe uspokojenie na rynkach finansowych. Sytuacja ta trwała do września 2008, kiedy na skraju bankructwa stanął Lehman Brothers, który pomocy FED nie otrzymał.
- Nadmierne ryzyko podejmowane przez banki spekulujące na rynku derywatów. Był to główny powód upadku Lehman Brothers, czyli jednego z największych banków inwestycyjnych na świecie. Dźwignia, jaką stosował Lehman dochodziła do 30, co oznacza, że z kapitałami w wysokości ponad 50 mld USD Lehman Brothers miał zobowiązania sięgające ponad 1 bln dolarów u innych podmiotów na rynku finansowym. Upadek Lehman Brothers, a wraz z nim problem z odzyskaniem należności był szokiem, którego światowym system finansowy nie mógł wówczas wytrzymać.

## Konsekwencje:

- Mocne obniżki stóp procentowych w USA, które osiągnęły swoje minimum 0,25 p.p. w grudniu 2008 roku.
- Droga wyjścia z kryzysu było największe w historii wsparcie zarówno po stronie monetarnej jak i fiskalnej. Amerykański Kongres uchwalił program TARP (Troubled Asset Relief Program) mający na celu, z środków budżetowych, przejmowanie i dofinansowywanie instytucji z największymi problemami. Wielu komentatorów zarzucało wtedy władzom dzielenie negatywnych skutków chciwości finansjery efektywnie pomiędzy wszystkich podatników. Rezerwa Federalna zapewniła dodatkowo olbrzymi strumień bardzo nisko oprocentowanego finansowania w postaci pożyczek, by zapewnić ciągłą płynność instytucjom finansowym. Dodatkowo w Stanach Zjednoczonych został zapoczątkowany program skupu aktywów QE (quantitative easing – luzowanie ilościowe) polegające na skupie obligacji skarbowych i zwiększaniu bilansu banku centralnego.
- Załamanie na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych.
- Największy jednodniowy spadek indeksów akcji amerykańskich od 21 lat – DJIA spadł o 7%, a S&P 500 o 9%. Bessa trwała od IV kwartału 2007 do końca I kwartału 2009, a spadki wyniosły blisko 60% zarówno dla indeksu szerokiego rynku SP 500, jak i dla globalnego indeksu MSCI World.
- Spadek zaufania na rynku międzybankowym wywołany bankructwem Lehman Brothers oraz zagrożenie upadłością kolejnych amerykańskich i europejskich banków. Banki przestały sobie pożyczać pieniądze z powodu obaw o niewypłacalność.
- Kryzys na rynku pracy. Stopa bezrobocia w USA wzrosła z poziomu 4,4 p.p. w 2007 roku do poziomu 10 p.p. na koniec 2009 roku.
- Kryzys na rynku surowców związany ze zmniejszonym popytem, indeks surowcowy BCOM (Bloomberg Commodity Index) spadł o blisko 50%.
- Recesja na świecie. W IV kwartale 2008 r. dynamika PKB wyniosła -8,4 p.p. w skali roku. Recesja dotknęła większość państw na świecie.

## Podsumowanie:

Kryzys finansowy, który w 2008 roku ogarnął cały świat, ma swoje podstawowe przyczyny w nieadekwatnym nadzorze bankowym. Nadzór powinien mieć mechanizmy wykrywania i karania praktyk, które bezpośrednio doprowadziły do tak ostrego kryzysu finansowego (przenoszenie dźwigni, pozytywne ocenianie „śmieciowych” aktywów). Wniosek jest jeden, Smith’owska „niewidzialna ręka rynku” i związana z nią liberalna doktryna ekonomiczna okazała się niewystarczająca w dobie globalizacji i rozwoju inżynierii finansowej. Zaufanie, jakim obdarzane były banki przed kryzysem wręcz rośnie, głównie za względu na udoskonalanie i tak już dobrych, jak wtedy sądzono, metod zarządzania ryzykiem. Banki uważały systemy zarządzania ryzykiem za wyjątkowo skuteczne, co okazało się dla nich samych zabójcze. Dzisiaj jesteśmy w stanie na pewno stwierdzić, że ryzyko podejmowane przez banki, czy to w postaci ekspansji akcji kredytowej, czy nadmiernej dźwigni finansowej było zbyt duże.

### Nota prawna:

Niniejsze opracowanie może zawierać stwierdzenia, prognozy i opinie dotyczące przyszłości, które stanowią ryzyko inwestycyjne lub źródło niepewności i mogą różnić się od faktycznych rezultatów. Autorzy i VEA Sp. z o.o. nie ponoszą odpowiedzialności za efekty decyzji, które zostały podjęte na podstawie niniejszego opracowania, a w szczególności za ewentualne szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność spoczywa wyłącznie na korzystającym z analizy. Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 i następnym Kodeksu Cywilnego, ani nie stanowi publicznego proponowania papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. Dz. U. Nr 184, poz. 1539, tekst jednolity z dnia 9 października 2009 r. Dz. U. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.). Oferta nie stanowi prospektu emisyjnego czy memorandum informacyjnego w rozumieniu tej ustawy. Niniejszy dokument i wszelkie informacje oraz dane w nim zawarte mają charakter poufny. Opracowanie jest materiałem informacyjnym skierowanym tylko i wyłącznie do użytku jego adresatów i nie może być powielane lub rozpowszechniane w części ani w całości bez wyraźnej zgody autora lub VEA Spółka z o.o. Zabronione jest przekazywanie, rozpowszechnianie czy jakiegokolwiek udostępnianie niniejszego opracowania lub jego części, w tym dalsze przekazywanie, rozpowszechnianie oraz udostępnianie przez jego adresatów osobom lub podmiotom nieuprawnionym.