

# **Cykle koniunkturalne na giełdzie papierów wartościowych**

## **Spis treści**

- 1. Ogólne pojęcie cyklu koniunkturalnego**
- 2. Cechy morfologiczne cyklu koniunkturalnego**
- 3. Klasyfikacja cykli koniunkturalnych**
  - 3.1. Mniejsze – o okresie 3-4 lata
  - 3.2. Klasyczne – o okresie od 6 do 11 lat
  - 3.3. Kondratiewa – trwające 45-60 lat
- 4. Średnioterminowy cykl koniunkturalny**
  - 4.1. Faza wzrostu (ożywienie i rozkwit)
  - 4.2. Faza spadku (kryzys i depresja)
- 5. Deformacja cyklu koniunkturalnego**
- 6. Cykl koniunkturalny, a obecna sytuacja na giełdzie papierów wartościowych**
- 7. Podsumowanie i wnioski**

## 1. Ogólne pojęcie cyklu koniunkturalnego

Cyklem koniunkturalnym, nazwiemy proces gospodarczy o określonej dynamice wewnętrznej, zbudowany z dwóch faz podstawowych oraz czterech podokresów.

Na fazę spadku składa się kryzys i depresja. Fazę wzrostu obejmuje ożywienie i rozkwit.

Kryzys jest przejawem dynamicznego spadku cen, ogólnej aktywności gospodarczej i zatrudnienia.

Depresja jest najniższym punktem cyklu koniunkturalnego, w którym ceny oraz ogólny poziom aktywności gospodarczej stabilizuje się.

Ożywienie cechuje powolny wzrost cen i aktywności gospodarczej, następuje wzrost zatrudnienia.

Rozkwit dotyczy sytuacji, gdy początkowo ceny i ogólny poziom aktywności gospodarczej rośnie nad przeciętnie natomiast później przestaje rosnać i stabilizuje się.

Cykl koniunkturalny zawiera również punkty zwrotne, w których gospodarka osiąga najwyższe lub najniższe punkty swej aktywności. Pozwalają one określić w czasie momenty początkowe i końcowe poszczególnych faz.

## 2. Cechy morfologiczne cyklu koniunkturalnego

Cechami morfologicznymi cyklu koniunkturalnego są właściwości charakteryzujące kształtowanie się cykli, ich poszczególnych faz oraz punktów zwrotnych. Do najważniejszych cech opisujących morfologię wahań koniunktury zaliczamy:

<b>Cecha morfologiczna</b>	<b>Charakterystyka</b>
<b>Długość</b>	Wyznaczona przez okresy występujące między punktami zwrotnymi, długość fazy spadkowej plus długość fazy wzrostowej.
<b>Częstotliwość</b>	Informuje ile cykli lub jaka część cyklu występuje w przyjętej jednostce czasu.
<b>Amplituda</b>	Różnice między skrajnymi wartościami pewnych elementów występujących w danym okresie.
<b>Intensywność</b>	Oznacza siłę tendencji występujących w poszczególnych fazach.
<b>Symetryczność, asymetryczność</b>	Informuje o relacji pomiędzy amplitudą poszczególnych faz oraz o zależnościach w zakresie ich długości.
<b>Struktura</b>	Określa układ oraz wzajemne relacje między poszczególnymi elementami składającymi się na proces cykliczny.

Źródło: R. Barczyk, Z. Kowalczyk: op. cit., s.28-30

Na przestrzeni lat obserwujemy zniekształcenia podstawowych cech morfologicznych cyklu koniunkturalnego. Obserwuje się je szczególnie od czasu zakończenia II wojny światowej. Szerzej powiemy sobie na ten temat w dalszej części pracy w punkcie deformacja cyklu koniunkturalnego.

### **3. Klasyfikacja cykli koniunkturalnych**

Okres połowy XIX w. to okres złotej epoki badań nad cyklem koniunkturalnym. Powstało wówczas wiele teorii cyklu koniunkturalnego prezentowanych do dzisiaj. Najważniejsze teorie tworzyli Clement Juglar w 1862 r. po kryzysie z 1857 r. oraz rosyjski naukowiec Nikołaj D. Kondratiew, który w 1925 r. przedstawił pracę zatytułowaną „Długie cykle”, zgodnie z którą dzieje ludzkości powtarzają się według regularnych około pięćdziesięciu letnich cykli koniunkturalnych.

Przyjmując za kryterium czas pełnego cyklu, wyróżnia się trzy rodzaje cykli:

Mniejsze – o okresie 3-4 lata,

Klasyczne (główne, duże) – o okresie od 6 do 11 lat,

Kondratiewa (długie) – trwające 45-60 lat.

Powyższe cykle, zostały nazwane odpowiednio, od nazwisk ekonomistów, którzy je badali. I tak cykle mniejsze to cykle Kitchina, klasyczne to cykle Clementa Juglara natomiast długie należą do Nikołaja D. Kondratiewa.

#### **3.1 Cykle mniejsze Kitchina.**

Joseph Kitchin w 1923 r. opisał cykle nazwane mniejszymi. Były to cykle, które występowały w Stanach Zjednoczonych między dwoma kryzysami klasycznymi, występującymi zgodnie z cyklem Juglara. Czas pojedynczego cyklu obejmował około 3,5 r. Cykle te występowały do drugiej wojny światowej tylko w USA. Na kontynencie europejskim nie wykryto ich prawdopodobnie ze względu na prowadzone mniej szczegółowo badania statystyczne. Średnio dwa cykle Kitchina to jeden pełny cykl Juglara. Cykle Kitchina kończą się w łagodny sposób bez gwałtownych ruchów. Według Kitchina występowanie cykli mniejszych jest spowodowane zmianami zapasów w kapitale obrotowym. Konsekwencją są fluktuacje w poziomie aktywności gospodarczej.

### **3.2. Cykle Klasyczne Juglara.**

Clement Juglar był pierwszym ekonomistą, który sformułował teorię cyklu koniunkturalnego. Było to w roku 1862 r. Wyróżnił on dwie fazy cyklu koniunkturalnego. Pierwsza to faza wzrostu, która przebiega od dolnego do górnego punktu zwrotnego. Charakteryzuje się wzrostem ogólnej aktywności gospodarczej i dzieli się na ożywienie i rozkwit. Druga faza to faza spadku, która przebiega w kierunku od górnego do dolnego punktu zwrotnego przejawiając się ujemnym tempem aktywności gospodarczej. Charakterystyczną cechą budowy cyklu Juglara są gwałtowne punkty zwrotne kończące cały cykl.

Długość poszczególnych faz cyklu jest stosunkowo równa czyli w przypadku przykładowo 10 letniego cyklu Juglara zarówno na fazę spadku jak i wzrostu przypada po około 5 lat. Również amplituda wahań okresu pomyślnej koniunktury zbliżona jest do amplitudy okresu kryzysowego. Do drugiej wojny światowej cykle Juglara występowały z dużą dokładnością. Średni okres występowania cyklu to 8 lat. Przyczyną wahań koniunktury, według Juglara są inwestycje w kapitale trwałym, które dokonują się z pewną regularnością. Cykle te obejmowały swoim zasięgiem całą gospodarkę i wykazywały predyspozycje do rozlewania się po wszystkich państwach kapitalistycznych.

### **3.3. Cykle długie Kondratiewa.**

Nikołaj D. Kondratiew przedstawił w roku 1922 w swojej pracy doktorskiej teorię regularnych cykli około 45-60 letnich. Później w roku 1925 wydał główną pracę pod tytułem „Długie cykle”, która spotkała się ostrą krytyką ówczesnej władzy. Za przyczyny zaobserwowanych regularności powtarzających się cykli uznał cztery czynniki: innowacje, sferę pieniądza – inflacja lub deflacja, styl życia oraz ważne wydarzenia polityczne.

Cykl koniunkturalny Kondratiewa składa się z dwóch faz: wzrostu i stagnacji. Średni czas trwania obu faz, rozkłada się na nie po połowie. Według naukowców faza wzrostu lub stagnacji rozpoczyna się w gospodarce będącej światowym liderem. I tak w latach 1919- 1929 pałeczkę lidera w światowej gospodarce przejęły Stany Zjednoczone, spychając z pierwszego miejsca Wielką Brytanię. Nowy Jork stał się nową stolicą rynków finansowych. Według Kondratiewa cykle długoterminowe determinuje zużycie i odtworzenie podstawowych rodzajów kapitału trwałego (podstawowych inwestycji produkcyjnych,

transportowych czy budowlanych). Takie głębokie przemiany społeczno-gospodarcze według Kondratiewa dokonują się bardzo wolno. Każdy nowy cykl jest efektem nagromadzenia się nowych technologii w okresie stagnacji, co prowadzi do zmiany w strukturze organizacji gospodarki i skutkuje ożywieniem. Tabela pomoże nam nakreślić zmiany jakie zachodziły w gospodarce i jakie przyniosły skutki dla jej organizacji.

Cykl	Innowacje	Zmiany w organizacji gospodarek
I 1785-1843	maszyna parowa, tekstylia	dominacja przedsiębiorców indywidualnych oraz małych firm, początek okresu wolnej konkurencji
II 1844-1893	narzędzia mechaniczne, stal, kolej, elektryczność, telefon	szczytowy okres rozwoju małych firm, państwo pełni w gospodarce wyłącznie rolę „stróża nocnego”
III 1894-1939	samochód, chemikalia, plastik	pojawiają się firmy dużych i gigantycznych rozmiarów, konkurencja oligopolistyczna, państwo na skutek wielkiego kryzysu pełni w gospodarce funkcję aktywną
IV 1940-1985/2000	samolot, komputer, dobra konsumpcyjne trwałego użytku, Internet, telefon komórkowy, energia atomowa	wzmocnienie zjawisk zapoczątkowanych w poprzednim cyklu, wzrost kooperacji międzynarodowej
V 1986/2001-	biotechnologie	rozwój sieci kooperujących ze sobą przedsiębiorstw, zarówno dużych jak i małych rozmiarów

Źródło: opracowanie własne na podstawie: R. Orłowska: Cykle koniunkturalne, op. cit., s. 34

Warto zaznaczyć, że w każdej fazie schodzącej cykli Kondratiewa dochodziło do odejścia od stabilnych relacji między walutami. Każdy nowy cykl charakteryzował się wprowadzeniem nowych stabilnych zasad. W Europie w 2002 r. skutkiem tego było pojawienie się waluty Euro.

#### **4. Średnioterminowy cykl koniunkturalny.**

W punkcie zostaną omówione podstawowe cechy cyklu koniunkturalnego z uwzględnieniem decyzji, które powinny być podejmowane przez podmioty gospodarcze w poszczególnych fazach cyklu, tak aby pozwoliły zmaksymalizować ich zyski i pozwoliły na łagodniejsze przejście przez okres recesji.

##### **4.1.Faza wzrostu (ożywienie i rozkwit)**

## **Ożywienie**

Fazę ożywienia charakteryzuje zwiększenie zamówień w porównaniu z istniejącą zdolnością produkcyjną istniejących przedsiębiorstw. Występuje ogólny wzrost poziomu popytu i podaży. Początkowo ożywienie dotyczy przemysłu wytwarzającego środki produkcji, które powoduje wzrost zatrudnienia oraz dalszy wzrost popytu i podaży. Wzrost wydatków przedsiębiorstw dotyczy przede wszystkim wydatków na inwestycje, pozwalające zaoszczędzić wydatki na siłę roboczą oraz zmniejszyć koszty produkcji. Na rynku dominują niskie stopy procentowe, które jeszcze bardziej przyspieszają wzrost inwestycji. Następuje odbudowa zapasów. Państwo inwestuje zwłaszcza w infrastrukturę oraz zbrojenia aby pobudzić efekt mnożnika inwestycyjnego.

Działania, które powinny podejmować przedsiębiorstwa w tej fazie to przede wszystkim zwiększenie zatrudnienia oraz intensyfikacja szkoleń pracowników dla podniesienia ich wydajności. Należy również badać otoczenie rynku oraz obmyślać działania dotyczące ewentualnej akwizycji firmy. Ważne jest wznowienie lub zawarcie nowych dzierżaw na warunkach wynegocjowanych w poprzedniej fazie cyklu. Jest to czas, w którym zaczynamy zwiększać zapasy własne jak i namawiamy do tego swoich dystrybutorów jak i dostawców.

## **Rozkwit**

Faza ta charakteryzuje się dalszym wzrostem inwestycji, rosnącym zatrudnieniem oraz wzrostem cen. Wzrasta wykorzystanie potencjału produkcyjnego oraz pojawia się praca w nadgodzinach. W zakładach pracy tworzone są dodatkowe zmiany, które próbują sprostać rosnącemu popytowi. Rosną zamówienia, wzrastają zyski i ceny, w tym rosną ceny papierów wartościowych. Często spółki zostają oderwane od swych fundamentalnych wycen, stają się mocno przewartościowane, co prowadzi w konsekwencji do głębokiej ich przeceny w kolejnej fazie cyklu koniunkturalnego. Jest to okres prosperity. Nawet przedsiębiorstwa o wysokich kosztach generują pewne zyski. Początkowo na rynku nie brakuje czynników produkcji. Wzrastają koszty siły roboczej, rosną płace, spada bezrobocie. Występuje niemożność trwałego zwiększania w sposób proporcjonalny jednego z licznych czynników produkcji co powoduje zatrzymanie ekspansji przedsiębiorstw. Upowszechnienie innowacji wśród produktów powoduje spadek zysku globalnego. Funkcjonuje prawo malejących przychodów, nowe inwestycje stają się coraz bardziej pracooszczędne, przy końcu rozkwitu

pojawia się inflacja i spekulacja, zyski rosną bez pokrycia, pojawia się nadprodukcja i przeinwestowanie.

Przedsiębiorstwa w tej sytuacji powinny zwalniać ekspansję firmy, usuwać zbędne działy oraz podejmować działania, które nie zwiększają kosztów działania. Dobrym pomysłem jest zatrzymanie posiadanych akcji z uwagi na nad przeciętny przyrost ich wartości oraz emisję nowych, które w tej fazie sprzedają się jak przysłowiowe „ciepłe bułeczki”.

## **4.2 Faza spadku (kryzys i depresja)**

### **Kryzys**

Jedną z oznak zbliżającego się kryzysu jest spadek stopy procentowej i nadmiar kredytów.

Omawianą fazę, cechują m.in. takie zdarzenia jak: zahamowanie zamówień inwestycyjnych spowodowane spadkową tendencją stopy zysku; spadek cen i stopy procentowej, spadek popytu, a w konsekwencji spadek produkcji, zatrudnienia i płac wzrost niewykorzystanej mocy produkcyjnej oraz wzrost bankructw i bezrobocia; przyrost nowych inwestycji z poprzednich faz i spadek zamówień inwestycyjnych.

W trudnej sytuacji znajdują się przedsiębiorstwa z wysokimi kosztami własnymi. Instytucjonalizacja rynku pracy zapobiega obniżkom płac nominalnych co powoduje okoliczności do modernizacji produkcji przedsiębiorstw pod wpływem generowania wysokich kosztów.

Współczesne kryzysy charakteryzuje inflacja. Kryzys XIX w. rozpoczął się od załamania finansowego i załamania systemu bankowego. Wzrosły żądania banków dotyczące zwrotu kredytów, spadły ceny, popyt finalny uległ zwolnieniu, natomiast załamał się popyt inwestycyjny.

Działaniem pożądanym w tej fazie staje się zmniejszenie zapasów, wycofywanie się z dzierżaw czy redukcja długookresowych umów. Szkolenie pracowników i prowadzenie reklamy staje się zbędne. Zaniechanie produkcji nietrafionych wyrobów staje się priorytetem, ponieważ w fazie kryzysu popyt na wszelkie dobra nieustannie słabnie.

### **Depresja**

Fazę depresji określają zjawiska tj.: wyczerpywanie się zamówień inwestycyjnych, większe zapotrzebowanie na surowce i materiały dla przemysłu środków produkcji, wzrost bezrobocia, pogorszenie stopy życiowej, utrzymywanie się cen na niskim poziomie, wzrost

liczby bankructw, spadek dochodu narodowego. Bezrobocie jest przyczyną napięcia i ruchów społecznych, co odbija się na popularności sprawowanego rządu.

W przedmiotowej fazie, w związku z instytucjonalizacją rynku pracy, nieznacznie maleje konsumpcja ale spada udział oszczędności indywidualnych jak i tendencję spadkową wykazuje przemysł dóbr inwestycyjnych. Akcja kredytowa zanika i obieg pieniądza ulega zwolnieniu.

Monopole starają się utrzymać ceny, co prowadzi do spadku produkcji, zapotrzebowania na surowce oraz spadku zatrudnienia. System produkcji broni się poprzez zwiększenie wydajności, likwidację mało efektywnych jego elementów i nacisk na płace. Upadek części niewydajnych przedsiębiorstw tworzy miejsca dla jednostek przynoszących zyski, co tworzy napływ innowacji w przedsiębiorstwach, prowadzący do fazy ożywienia.

W drugiej części fazy wydajność stabilizuje się, a kolejno wzrasta. Depresję ogranicza moment zatrudnienia minimalnego, tj. takiego, przy którym dalsze jego zmniejszanie powoduje negatywne skutki w wydajności zatrudnionych pracowników.

W tej fazie cyklu warto część zysku firmy przeznaczyć na skup własnych akcji, które z reguły są niedowartościowane a ich cena do wartości księgowej sięga często poziomów C/WK poniżej jednego punktu. Przykładowo wskaźnik C/WK spółki Boryszew notowanej na GPW na koniec maja 2009 roku wynosi 0,18. Zajmujemy się również redukcją kosztów pracy czyli zwalniamy pracowników zatrzymując tylko tych najbardziej wykwalifikowanych. Przeprowadzamy kapitalne remonty oraz rozpoczynamy negocjacje w sprawie długookresowych umów.

## **5. Deformacja współczesnego cyklu koniunkturalnego**

Deformację cyklu koniunkturalnego zaobserwowano w kolejnych cyklach występujących po drugiej wojnie światowej. Charakterystyczna zmiana dotyczy przede wszystkim skrócenia oraz spłycenia fazy spadkowej na jednoczesnym wydłużeniu okresu ekspansji. Recesje stają się łagodniejsze, występuje raczej spowolnienie niż spadek całkowitej wielkości wzrostu tempa gospodarczego. Należy jednak zwrócić uwagę, że cykl zdeformowany nie różni się specjalnie długością od cyklu niezdeformowanego i trwa średnio 8 lat. Na przestrzeni lat zaobserwowano również wysoką synchronizację cyklu koniunkturalnego całego świata.

Przyczyny złagodzenia zjawisk cykliczności, to m.in.: antyrecesyjne oddziaływanie polityki państwa, szybkości przepływu informacji, dynamiczna ekspansja sektora usług, stabilizujące

oddziaływanie handlu zagranicznego, globalizacja stosunków międzynarodowych oraz internacjonalizacja firm.

## **6. Cykl koniunkturalny, a obecna sytuacja na giełdzie papierów wartościowych.**

Nie od dzisiaj wiadomo, że giełda to barometr koniunktury, który dyskontuje przyszłość z wyprzedzeniem co najmniej kilku miesięcy. W związku z tym, analizując wykresy notowań giełdowych, można pokusić się o określenie fazy cyklu w jakiej obecnie się znajdujemy oraz co będzie jej następstwem.

Sytuacja na światowym rynku kapitałowym jeszcze do niedawna wyglądała niepokojąco. Po przeciągającym się kryzysie na rynku hipotecznym w USA, jesienią 2008 r., upadł bank inwestycyjny Lehman Brothers, którego bankructwo wprowadziło na parkiety giełd zamieszanie i panikę. W konsekwencji sytuacja ta doprowadziła do spadku amerykańskich indeksów do poziomów niższych od dołka ostatniej bessy internetowej i ustanowiła w marcu b.r. swoje nowe minima. Największy polski indeks WIG20 osiągnął poziom w wysokości 1327,64 pkt.

Po tak dramatycznym spadku indeksów jak i zaufania inwestorów do rynku akcji, wiosną tego roku nastąpiło dość dynamiczne odreagowanie spadków, które wywindowało indeksy giełdowe o ok. 50%. Odbicie zostało to poparte lepszymi od oczekiwań publikacjami wskaźników wyprzedzających oraz wykazującymi stabilizację wskaźnikami opóźnionymi. I tak ostatnie wyniki pokazują jednoznacznie, że PKB wielu krajów, będące jednym z najważniejszych wskaźników śledzonym po gwałtownych spadkach, niekiedy dwucyfrowym, wykazuje tendencje do stabilizacji. Podobna sytuacja wykazująca tendencję wzrostową daje się zauważyć w zakresie produkcji przemysłowej. Przykładem jest Japonia, gdzie w kwietniu b.r. w odniesieniu do miesiąca poprzedzającego, produkcja przemysłowa wzrosła o 5,2 % i był to kolejny z rzędu miesiąc wzrostu. Polska wykazuje jeszcze bardziej pozytywne tendencje. Aktualne dane z GUS wskazują, że produkcja przemysłowa w czerwcu b.r. wzrosła o 6,2 % w stosunku do wcześniejszego miesiąca. Tendencje wzrostową wykazują również Amerykańskie wskaźniki nieruchomości, co prawdopodobnie świadczy o rychłym końcu recesji na tym rynku. Fakt, że ceny nieruchomości w Stanach Zjednoczonych osiągnęły poziom z 1980 r., wydaje się że będzie stanowił czynnik decydujący o przyszłym wzroście cen nieruchomości. Wiedząc jednak, że cykl w budownictwie to okres ok. 15 lat, wzrost ten nie nastąpi szybko. Od niedawna w Stanach Zjednoczonych pozytywnie zaskakują nas

wskaźniki bezrobocia. Pomniejsza się liczba napływających wniosków o zasiłek dla bezrobotnych.

Omówione wskaźniki ukazują, że dno światowego kryzysu zostało osiągnięte. Można spodziewać się „mocnego uklepywania dna”, czyli jak twierdzą ekonomiści, spadki indeksów światowych giełd mogą osiągnąć okolice z marca b.r. Słuszne wydaje się twierdzenie wielu pesymistów, że aby dopełnić się pełny cykl koniunkturalny, musimy jeszcze przejść przez falę upadków przedsiębiorstw, głębsze niż dotychczas wyhamowanie konsumpcji, spadek dochodu narodowego, który kolejno będzie się przejawiał słabą kondycją budżetu państwa.

Jednak zaraz po tym, przyjsć powinno ożywienie oraz lepsze perspektywy dla przedsiębiorców jak i inwestorów, nie tylko giełdowych. Nastąpi tak długo i mocno wyczekiwana hossa.

## **7. Podsumowanie i wnioski**

Przedmiotowe cykle koniunkturalne ulegają w różnoraki sposób przekształceniom, co powodowane jest bardzo dynamicznymi zmianami gospodarczymi i społecznymi jakimi cechuje się globalna gospodarka. Z wyżej omówionego wynika, że nie istnieją cykle identyczne, a każdy cykl koniunkturalny jest inny. Pomimo to łączą je pewne prawidłowości, takie jak wahania koniunkturalne, które definiowane są jako odchylenia od trendu oraz obserwuje się zbliżone reakcje wielkości ekonomicznych podczas trwania każdego z następujących po sobie cykli.

Po transformacji systemowej polskiej gospodarki, a co za tym idzie otwarciu jej na rynek światowy, obecnie polskie cykle koniunkturalne są mocno skorelowane z cyklami świata. Wydaje się, że w przyszłości będzie można zaobserwować większą niż dotychczas synchronizację powyższych cykli, co powodowane jest trwającym ożywieniem polskiej gospodarki względem światowej, m.in. na skutek przystąpienia Polski w 2004 r. do struktur Unii Europejskiej i innych organizacji międzynarodowych.

### **Bibliografia:**

- 1. „Cykle koniunkturalne: teoria, analiza i praktyka” Orłowska Renata**
- 2. „Wahania cykliczne w gospodarce” Barczyk Ryszard**
- 3. „Zarys metod badania koniunktury gospodarczej” Kowalewski Grzegorz**
- 4. Internet: [www.stat.gov.pl](http://www.stat.gov.pl)**