

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VEČJI PADCI DELNIC NA BORZAH: VZROKI ZANJE
IN KAKO SE JIM IZOGNITI**

Ljubljana, avgust 2010

MATEJ BANDELJ

IZJAVA

Študent Matej Bandelj izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Berk Skok Aleša, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TEORETIČNA PODLAGA	2
1.1 BORZNI BALON, BORZNI ZLOM IN MEDVEDJI TRG	2
1.2 OBIČAJEN BORZNI CIKEL	2
2 PRIMERI MEDVEDJIH TRGOV IN BORZNIH ZLOMOV	4
2.1 TULIPOMANIJA	4
2.2 VELIKI BORZNI ZLOM LETA 1929	5
2.3 PADEC DELNIC V OBDOBJU 1973 – 1974	7
2.4 ČRNI PONEDELJEK LETA 1987	8
2.5 JAPONSKA GOSPODARSKA KRIZA	9
2.6 ZLOM DELNIC NA BORZI NASDAQ LETA 2000	11
2.7 FINANČNA KRIZA 2008	12
2.7.1 POTEK FINANČNE KRIZE IN VZROKI ZA NJEN NASTANEK	12
2.7.2 GIBANJE DELNIŠKIH TRGOV V ČASU TRAJANJA KRIZE	14
3. NAJPOGOSTEJŠI VZROKI ZA VEČJE PADCE DELNIC IN OPOZORILNI ZNAKI PRED NJIMI	14
3.1 NAJPOGOSTEJŠI VZROKI ZA VEČJE PADCE DELNIC	14
3.2 OPOZORILNI ZNAKI PRED VEČJIMI PADCI DELNIC	17
SKLEP	19
LITERATURA IN VIRI	20

KAZALO SLIK

Slika 1: gibanje borznega indeksa Dow Jones Industrial Average v obdobju 1920-1933	6
Slika 2: gibanje indeksa Dow Jones Industrial Average v obdobju 1980-1989.....	8
Slika 3: stopnja rasti BDP-ja na Japonskem v obdobju 1956-2008	10

UVOD

»V skladu s hipotezo učinkovitega trga kapitala naj bi bile cene vrednostnih papirjev ves čas blizu temeljne vrednosti in naj bi se spremenile samo takrat, ko bi prišla na trg nova, za vrednotenje vrednostnega papirja relevantna informacija.« (Berk & Vičar, 2004, str. 14-20) Vlagatelji naj bi se vedno vedli racionalno in vsako informacijo pravilno in hitro vračunali v ceno delnice. Da ta hipoteza ne drži popolnoma in da se vlagatelji včasih vedejo neracionalno je dokazovalo že več strokovnjakov (Smith, 2003, 234-247). Posledica neučinkovitosti trga in neracionalnega vedenja vlagateljev sta tudi tako imenovani borzni balon in posledični borzni zlom, ki se običajno podaljša v medvedji trg, ko tržne cene delnic lahko bistveno odstopajo od svoje notranje vrednosti.

Borzni baloni, zlomi in medvedji trgi so stalnica na borzah in imajo običajno precej skupnih značilnosti in vzrokov, ki privedejo do njih. Do napihovanja borznega balona velikokrat pride po odkritju novih tehnologij, ki lahko veliko pripomorejo k visoki gospodarski rasti. Na borze prične vlagati vedno več vlagateljev, kar cene delnic požene zelo visoko. Toda slej ko prej se rast na borzah ustavi in pred tem navdušeni kupci želijo delnice čim prej prodati, kar pripelje do večjega upada delnic oziroma tudi do borznega zloma. Vzrokov za začetek množičnega prodajanja delnic oziroma za pojav borznega zloma je več. Lahko so ekonomski, psihološki, politični, itd.

Namen diplomske naloge je ugotoviti kateri so pglavitni vzroki, ki pripeljejo do večjih padcev delnic na borzah, in kako se jim vlagatelj, s pomočjo nekaterih opozorilnih znakov, lahko izogne. Do te ugotovitve sem skušal priti s preučevanjem in analiziranjem nekaterih najbolj znanih borznih zlomov in medvedjih trgov v zgodovini delniških trgov. Pri tem sem se osredotočil predvsem na ameriški delniški trg.

V prvem poglavju sem predstavil, kako teorija oziroma nekateri strokovnjaki opredeljujejo termine, kot so borzni balon, borzni zlom in medvedji trg. Poleg tega sem v tem poglavju opisal, kako poteka običajen borzni cikel oziroma njegove faze.

Naslednje najbolj obširno poglavje v tem delu se osredotoča na preučevanje izbranih primerov večjih padcev delnic v zgodovini kapitalskih trgov. Ti primeri so tulipomanija v tridesetih letih sedemnajstega stoletja, veliki borzni zlom leta 1929, padec borze leta 1973, rekorden enodnevni padec indeksa Dow Jones Industrial Average leta 1987, dolgotrajno padanje vrednosti delnic na Japonskem v devetdesetih letih dvajsetega stoletja, zlom Nasdaq leta 2000 in padec delniških trgov leta 2008.

V tretjem poglavju so navedeni pglavitni oziroma najpogostejši vzroki, ki so botrovali večjim padcem delnic v preučevanih primerih. V tem poglavju sem navedel tudi znake, ki se pogosto ponavljajo in vlagatelje opozarjajo pred nastopom morebitnega borznega zloma oziroma večjega padca delnic. Na koncu sem podal še sklepne ugotovitve.

1 TEORETIČNA PODLAGA

1.1 BORZNI BALON, BORZNI ZLOM IN MEDVEDJI TRG

Kindleberger je v svojem delu »Manias, Panics and Crashes« borzni oziroma špekulativni balon definiral kot situacijo, v kateri se ravnovesje med tržno in notranjo vrednostjo nekega premoženja oziroma sredstva poruši zaradi prevnetega trgovanja in nerealnih ocen. Običajno naj bi se pred začetkom napihovanja borznega balona na trgu pojavilo nekaj novega (npr. razvoj nove tehnologije) ali pa naj bi prišlo do močnega izboljšanja politične klime, kar naj bi močno vplivalo na izboljšanje dobičkov v prihodnosti. Kindleberger pravi, da na trg perspektivnih delnic (delnice, na katere naj bi imele novosti ali spremembe vpliv) najprej vstopijo poučeni vlagatelji, kar omenjenim delnicam dvigne ceno. Za nastanek balona pa so ključni manj poučeni vlagatelji, med njimi tudi taki, ki prej na borzi niso še nikoli trgovali. Te vlagatelje na borzo privabijo navidezno hitri in lahki zaslužki. Kindleberger meni, da so pomemben pogoj za nastanek borznega balona tudi nizke obrestne mere in lahka dostopnost do denarja oziroma kreditov, ki jih vlagatelji najemajo za nakup delnic. Borzni balon se napihuje, vse dokler ne zmanjka kupcev, ko je možna samo še pot navzdol (Smith, 2003, str. 25).

Po vsakem borznem balonu vedno nastopi borzni zlom oziroma »ni borznega zloma, ki ne bi sledil boomu in ni borznega booma, ki ne bi končal v borznem zlomu« (Kostolany, b.1., str. 70). Medtem, ko delnice v času borznega balona rastejo relativno počasi pa je njihov padec v času borznega zloma zelo hiter in izrazit (Kostolany, b.1., str. 69). Borzni zlom je socialni fenomen, kjer kombinacija zunanjih dogodkov (v gospodarstvu, v politiki) v kombinaciji s psihologijo množic vodi do črednega prodajanja delnic, ko prodaja delnic s strani nekaj vlagateljev spodbudi še več vlagateljev k istemu dejanju (Mishkin & White, 2002, str. 1-3).

Obdobje, ko delnice padajo dlje časa, imenujemo medvedji trend oziroma medvedji trg. Teorija pravi, da se kot vstop v medvedji trg smatra, ko delnice padejo vsaj za dvajset odstotkov in ko to padanje traja vsaj dva meseca. Pojma medvedji trg ne smemo zamenjati s pojmom korekcije, saj le ta traja manj kot dva meseca in tečaji delnic upadejo za manj kot dvajset odstotkov (Bear Market, 2009).

1.2 OBIČAJEN BORZNI CIKEL

Obdobja rasti in padanja delnic se na borzi izmenjujejo. Cikel, ki se na borznih trgih pojavlja skozi njihovo celotno zgodovino, je Kindleberger opisal v enajstih fazah (Vines, 2005, str. 59-62):

1. faza: Cikel se začne z nekakšnim šokom za ves sistem, ki ustvari pomembne priložnosti za najmanj eno panogo v gospodarstvu. Ta šok je običajno dogodek, ki lahko pomembno vpliva na razvoj gospodarstva (razvoj železnic, pojav interneta);
2. faza: Ta dogodek je povod za začetek napihovanja borznega balona, ki ga spodbuja tudi ekspanzija bančnih kreditov oziroma povečanje ponudbe denarja;
3. faza: Pojavi se evforija in vlagatelji začnejo »prekomerno trgovati«. To pomeni, da začnejo na veliko špekulirati na podlagi pričakovanj o nadaljnji rasti delnic in kupovati razne špekulativne instrumente z vzvodom;
4. faza: Začnejo se širiti novice o velikih dobičkih, ki so jih ustvarili nekateri vlagatelji. To spodbudi vedno več vlagateljev h kupovanju delnic, saj bi tudi oni radi zaslužili ali celo postali bogati. Na borzi se pojavijo vlagatelji, ki do tedaj na njej niso še nikoli trgovali;
5. faza: Novice o borznem dogajanju se pričnejo pojavljati tudi na naslovnicaх nefinančnih revij. Ilustrativni primer je, ko so se tovrstne novice pojavile na naslovnici Playboya v času internetnega balona ob koncu devetdesetih let dvajsetega stoletja;
6. faza: Trg postane poplavljen z neizkušenimi vlagatelji, ki si želijo v svoje roke dobiti vrednostne papirje. To spodbudi podjetja, da izdajajo nove delnice, ki jih lahko prodajo po visokih cenah. Pojavlja se tudi vedno več špekulativnih izvedenih finančnih instrumentov;
7. faza: Ko se balon napihuje, postajajo delnice na borzah vedno bolj ločene od njihovih notranjih vrednosti;
8. faza: Na trgu se pojavi vedno več raznih prevar in dvomljivih naložb;
9. faza: Na tej točki začne vedno več poučenih vlagateljev prodajati svoje naložbe. Te prodaje pomenijo zavoro pri nadaljnji rasti tečajev in vedno več je vlagateljev, ki želijo svoje naložbe pretopiti v denar, kar povzroči padanje vrednosti delnic. Banke zahtevajo vrnitev dolga, ki je bil zavarovan z delnicami;
10. faza: Sedaj se večina vlagateljev želi znebiti svojih delnic in pojavi se oster konkurenčen boj med prodajalci delnic. Ta faza velikokrat sledi nekim specifičnim dogodkom, kot je na primer propad pomembnejše banke ali razkritje kakšne večje prevare;
11. faza: Do pred kratkim močno zaželeni in visoko vrednoteni vrednostni papirji postanejo v tej fazi popolnoma nezanimivi in se vlagateljem zdijo »odvratni«, kot se je Kindleberger izrazil.

Delnice so po tej fazi pesimizma preprodane oziroma ne dosegajo realnih cen. Obdobje pesimizma nato ponovno prekine nek prelomen dogodek in začne se novi borzni cikel (Turkovič, 2003, str. 22).

2 PRIMERI MEDVEDJIH TRGOV IN BORZNIH ZLOMOV

2.1 TULIPOMANIJA

Tulipomanija je obdobje iz nizozemske zgodovine, v katerem so se cene tulipanovih čebulic povzpele do izjemno visokih ravni in kasneje tudi zelo hitro upadle. Izraz tulipomanija se sedaj pogosto uporablja za katerikoli gospodarski ali tudi borzni balon (ko so cene precej višje od notranje vrednosti premoženja) (French, 2006, str. 3).

Tulipane je v Evropo prinesel zbiralec eksotičnih rastlin Counsellor Herwart Augsburški v sredini šestnajstega stoletja. Poslal mu jih je prijatelj iz Carigrada, kjer so tulipani bili popularni že veliko časa. K popularizaciji tulipanov v Evropi pa je največ prispeval Konrad Gesner. Na začetku so bili močno iskani predvsem med premožnimi ljudmi v Nemčiji in na Nizozemskem, kjer so kmalu začeli predstavljati tudi statusni simbol. Bogati ljudje, ki niso imeli zbirke tulipanov pa so veljali za ljudi brez dobrega okusa (The Tulipomania, 2009). Priljubljenost tulipanov med visoko družbo dobro opisuje naslednji komentar: «Nihče ne govori ali sprašuje o ničemer drugem, kot o tulipanih. Njihove glave so tako polne, da ne morejo misliti niti sanjati o čem drugem.» (Goldgar, 2007, str. 2).

V tridesetih letih sedemnajstega stoletja se je priljubljenost tulipanov kljub visoki ceni močno povečala tudi med povsem običajnimi ljudmi s povprečnimi prihodki in tistimi s skromnejšimi prihodki. Po letu 1634 so se začeli s tulipani ukvarjati tudi špekulanti, ki so z njimi trgovali zaradi možnosti velikih zaslužkov in ne zaradi njihove lepote. Visoka rast cen je začela privabljati vedno več ljudi iz različnih slojev, ki so začeli svoje premoženje pretapljati v denar, da bi ga lahko investirali v tulipanove čebulice. Cene parcel in hiš so se zaradi višje ponudbe bistveno znižale. Veliko posameznikov je obogatelo. Vsi so si domišljali, da bo obsedenost s tulipani trajala večno. Predstavljali so si, da bodo premožni iz vsega sveta prišli kupovat čebulice na Nizozemsko in da bodo zanje pripravljeni plačati kakršnokoli ceno. Iz leta 1635 je zabeležen trgovinski posel, ki ponazarja, kako visoko so bili vrednoteni tulipani v tistem času. Za eno samo tulipanovo čebulico je moral kupec dati štiri pitane vole, osem pitanih prašičev, dvanajst ovc, dva tovara pšenice, štiri tovore sena, štiri sode piva, dva soda vina, dva soda masla, 450 kilogramov sira, rezljano zakonsko posteljo s posteljnino, moško obleko ter srebrno čašo. Skupna vrednost vsega naštetega blaga je ocenjena na takratnih 2500 zlatnikov¹. Ob vsem tem je treba upoštevati dejstvo, da naj bi bil takrat povprečni letni zaslužek okrog 150 zlatnikov.

¹ En zlatnik bi bil po današnjih ocenah vreden okoli 10 evrov (The Tulipomania, 2009).

Le redkokdo je tulipanove čebulice še kupoval za okrasno rastlino, velika večina je samo še špekulirala. Vedno več ljudi se je začelo zavedati, da bo te »norosti« enkrat konec in kmalu je zmanjkalo kupcev, ki bi bili še pripravljeni kupovati tulipanove čebulice po tako visokih cenah. Špekulativni balon je dokončno počil februarja 1637 in tulipani so precej hitro imeli le še 10% vrednosti, ki so jo dosegli pred tem velikim padcem cen. Na stotine ljudi, ki so verjeli, da bo revščina za vedno pregnana iz države je ostalo skoraj brez premoženja. Cene tulipanov se niso nikoli več opomogle in njihov padec se je nadaljeval še v naslednjih desetletjih (The Tulipomania, 2009).

2.2 VELIKI BORZNI ZLOM LETA 1929

Borzni zlom, ki se je začel 24. oktobra 1929, pomeni konec »bučnih« dvajsetih let in začetek globoke gospodarske depresije, ki se je zaključila s pomočjo Keynesovih makroekonomskih rešitev. Glede na njegov obseg in trajanje velja za najbolj uničujoč borzni zlom v ameriški in tudi svetovni zgodovini.

Dvajseta leta dvajsetega stoletja veljajo za zlati čas ameriškega gospodarstva. To je obdobje velike gospodarske konjunktore in naglega razvoja tehnologije. Vladal je vsesplošni optimizem, ki se je preselil tudi na borzo. Na borzo je vlagalo vedno več ljudi v želji po hitrem zaslužku. Veliko se jih je tudi zadolžilo, saj so bile takrat banke s krediti zelo »radodarne«. Poleg tega pa so delnice veljale za zelo varno naložbo tudi med večino ekonomistov (Dolenc & Gabrič, 2002, str. 68-69). Dow Jones Industrial Average (v nadaljevanju DJIA) je od najnižje točke v sredini leta 1921, ko je dosegal 63,9 točke, do najvišje vrednosti septembra 1929 (381 točk) porasel za več kot 500 odstotkov. Velik del te rasti je dosegel prav v zadnjih dveh letih pred zlomom, saj se je od januarja 1928 pa do začetka septembra 1929 povzpел od 200 točk na 381 točk (Dow Jones Industrial Average (1920 - 1940), 2009).

Po doseženem vrhu je DJIA v naslednjem mesecu izgubil 17 odstotkov svoje vrednosti vendar je kmalu zatem polovico izgubljenega nadoknadil (Mesar, 2008). Borzni zlom se je začel 24. oktobra na tako imenovani »črni četrtek«, ko je ob do takrat rekordnem prometu trinajstih milijonov delnic DJIA zdrsnil za 10 odstotkov. Še istega dne so pomembni bančniki in borzniki organizirali srečanje in se dogovorili, da bodo skušali borzo rešiti s številnimi nakupi delnic po precej višjih cenah od izklicnih. To posredovanje je bilo za kratek čas uspešno, saj so delnice v petek 25. oktobra celo nekoliko zrasle. Toda v ponedeljek so se cene delnic ponovno znižale in sicer za 13%. Ob novem doseženem rekordnem prometu v velikosti 16.500.000 delnic so se cene delnic spustile tudi v torek 29. oktobra in sicer za 12% (Smith, 2003, str. 124-142). Lokalno dno je bilo doseženo 13. novembra, ko je DJIA dosegel vrednost 198 točk. Do aprila 1930 so se delnice odbile do 294-ih točk, toda medvedji trend se je nato nadaljeval vse do julija 1932, ko je bil DJIA vreden le še 41 točk (Dow Jones Industrial Average (1920 - 1940), 2009). Padec od vrha septembra 1929 je bil pri tej točki kar 87 odstoten. Dolgotrajni padec na borzi se je končal z izvolitvijo Roosevelta, ki je imel precej

drugačne poglede na gospodarstvo in mednarodno trgovino kot njegov predhodnik Herbert Hoover, vendar pa je bila vrednost DJIA 380 točk dosežena šele leta 1954 (Smith, 2003, str. 124-142).

Slika 1: Gibanje borznega indeksa Dow Jones Industrial Average v obdobju 1920-1933



Vir: Dow Jones Industrial Average (1920 - 1940), 2009.

Strokovnjaki si glede vzrokov za borzni zlom niso enotni. Eden najpomembnejših naj bi bil uvedba carin, ki so jih sicer uvedli šele leta 1930, toda že pred zlomom na borzi se je o njih veliko govorilo in ker borza temelji na prihodnjih pričakovanjih, so vlagatelji začeli delnice prodajati, saj so se bali, da se bo ob tem zmanjšal obseg mednarodne trgovine, kar bi lahko pomembno vplivalo na gospodarstvo (Konda, 2009). Nekateri obtožujejo tudi ameriško centralno banko, saj naj bi neustrezno vodila politiko obrestnih mer. Menijo namreč, da bi morala že v letih pred zlomom močnejše dvigniti obrestno mero, kar bi preprečilo napihovanje borznega balona. Po drugi strani pa bi morala v obdobju borznega zloma obrestno mero močnejše znižati (Smith, 2003, str. 131-132). Za obdobje dvajsetih let dvajsetega stoletja so bila značilna tudi velika neravnovesja v distribuciji dohodka in trgovinski bilanci, ki so vodila do prenasíčenosti s produkti. Pet odstotkov prebivalstva je imelo v svojih rokah več kot 30 odstotkov premoženja, medtem ko 80 odstotkov prebivalstva ni imelo presežkov. To pomeni, da je bilo veliko denarja porabljenega za investicije ali pa luksuzne dobrine. Večje porabe potrošnih dobrin pa ni bilo saj jih bogati več kot toliko niso potrebovali, revni pa si jih niso mogli privoščiti (Štor, 2002, str. 8-13).

Medtem ko je v Ameriki vladala gospodarska konjunktura, se je Evropa še vedno borila s posledicami prve svetovne vojne. Ker evropske države niso bile sposobne svojega dolga vrniti v denarju so ga začele odplačevati v zlatu, kar je oslabilo moč evropskih valut v primerjavi z dolarjem. Posledično se je zmanjšal izvoz ameriškega blaga v Evropo, kar je poslabšalo rezultate izvoznih podjetij. Na globino borznega padca je vplival tudi bančni sistem, saj so

bile banke preveč povezane in s tem tudi medsebojno odvisne. To pa pomeni, da ko je zašla ena banka v težave, so se ji lahko pri tem hitro »pridružile« še ostale banke, kar je močno pospešilo finančno krizo (Mesar, 2008). Za borzni zlom pa so seveda krivi tudi (pre)optimistični vlagatelji in špekulanti, ki so kupovali pregrete delnice. Na visoko vrednotenje delnic kaže tudi indeks P/E^2 (angl. *price to earning ratio*), ki je dosegel visoko vrednost v višini 32,6, kar je veliko več, kot znaša dolgoročno povprečje³ tega kazalnika (Shiller, 2005, str. 7).

2.3 PADEC DELNIC V OBDOBJU 1973 – 1974

Dolga povojna gospodarska rast je bila prekinjena z ekonomsko krizo v sedemdesetih letih, za katero sta bili značilni visoka inflacija in brezposelnost oziroma stagflacija. Tudi ta kriza je povzročila globok padec delnic na borzah po vsem svetu, ki je bil najizrazitejši po prvem naftnem šoku ob izbruhu Kipourske vojne.

Vzrokov za pojav visoke inflacije, ki je največji krivec za izbruh gospodarske krize in visoke izgube na borzah, je več. Eden od krivcev je tudi vojna v Vietnamu, saj so ZDA zanjo porabile oziroma potrebovale veliko sredstev. Visoka državna poraba pa je imela velik pritisk tudi na rast cen, poleg tega se je povečal tudi plačilno bilančni primanjkljaj ZDA. Zaradi posebne vloge v takratnem Bretton Woodskem mednarodnem denarnem sistemu, dolar praktično ni mogel devalvirati, toda nezaupanje v dolar je vseeno raslo. Vedno več je bilo špekulantov, ki so dolarje menjali v druge stabilnejše valute (nemška marka, japonski jen in švicarski frank) (Frum, 2000, str. 280-298). »To je od monetarnih oblasti v teh državah zahtevalo obsežne intervencije na deviznih trgih, s katerimi so ohranjale pariteto svoje valute v odnosu do dolarja. V teh intervencijah so monetarne oblasti kupovale dolarje, s čimer so kontrolirale pritiske na revalvacijo svojih valut v odnosu do dolarja.« (Gramsc & Rutar, b.l., str. 8). To posredovanje centralnih bank oziroma steriliziranje pritoka dolarjev pa je povzročalo dvigovanje inflacije tudi v teh državah. Za to obdobje ne več ustrezen Bretton Woodski mednarodni denarni sistem je doživel svoj konec 15. avgusta 1971, ko je ameriški predsednik Nixon objavil odločitev, da ZDA ne bodo več menjale dolarjev za zlato. V naslednjih letih je dolar v primerjavi z večino pomembnejših valut precej depreciral (Yergin & Stanislaw, 1998, str. 60-64).

Rast cen je še pospešila naftna kriza z začetkom v letu 1973. Naftno krizo je povzročila Kipourska vojna med Izraelom na eni strani ter Egiptom in Sirijo na drugi strani. Medtem ko je Sovjetska zveza podpirala arabski državi, so ZDA z orožjem podprle Izrael. Slednji dogodek je spodbudil arabske članice OPECA, da uvedejo embargo na izvoz nafte v ZDA ter nekatere države Evropske unije (predvsem Nizozemsko). Temu je sledil močan porast cene nafte iz 2,6 dolarja na 11,65 dolarja za sodček, saj se je ponudba nafte močno zmanjšala (Grabill, b.l., str. 2-6).

² Cena delnice v primerjavi z dobičkom na delnico.

³ Dolgoročno povprečje kazalnika P/E znaša okoli 15 (Shiller, 2005, str. 7).

Strah pred visoko inflacijo oziroma visokimi cenami nafte se je močno odrazil tudi na borzah. V ZDA se je medvedji trend začel 11. januarja 1973, ko je DJIA indeks kotiral pri 1.052-ih točkah. V ZDA je trajal do 6. decembra 1974, ko je bila dosežena najnižja raven pri 577-ih točkah, kar pomeni približno 45-odstoten padec od vrha (Dow Jones Industrial Average (1960-1980), 2009).

2.4 ČRNI PONEDELJEK LETA 1987

Po odpravljenih težavah z inflacijo v sedemdesetih letih se je v osemdesetih letih začelo obdobje ekspanzivne ekonomske politike in visoke gospodarske rasti. Visoko so rasle tudi delnice, ki pa jih je vsaj začasno ustavil »črni ponedeljek«, ki se je v zgodovino vpisal po rekordnem enodnevnem padcu delnic na ameriški borzi (Komáromi, 2006, str. 46-53).

DJIA je od avgusta 1982 do avgusta 1987 zrasel od 776 točk do 2.722 točk. Občutnejši popravki na borzi pa so se začeli že pred borznim zlomom 19. oktobra. Tako se je prvi večji padec zgodil že v sredo 14. oktobra, ko je DJIA izgubil 95,48 točk. Padanje se je nadaljevalo tudi v četrtek in petek, ko je DJIA-ju odpihnilo še nadaljnjih 166,4 točke. Črni ponedeljek se je začel v Hong Kongu in se nadaljeval po vsem svetu, vključno z ZDA. Delnice, uvrščene v indeks DJIA, so ta dan izgubile v povprečju 22,6 odstotkov svoje vrednosti. Indeks je namreč padel iz 2246 točk na 1738 točk (Browning, 2007).

Slika 2: gibanje indeksa Dow Jones Industrial Average v obdobju 1980-1989



Vir: Dow Jones Industrial Average (1980-2000), 2009.

Kot pred večino drugih borznih zlomov so bile tudi pred tem cene delnic previsoko vrednotene saj je kazalnik razmerja med ceno delnice in dobičkom na delnico znašal v povprečju več kot 23⁴. Na ta optimizem vlagateljev oziroma na pretirano kupovanje delnic je vplivalo več dejavnikov. Ponovno so eden od najpomembnejših tudi prenizke obrestne mere,

⁴ Velja za ameriške delnice vključene v indeks S&P 500.

ki so spodbujale vlagatelje h kupovanju delnic. Vlagatelji so videli veliko perspektivo v osebnem računalniku, ki naj bi bistveno izboljšal dosežke podjetij. Svoje so dodali tudi številni prevzemi podjetij, za katera so podjetja plačevala visoke premije. Eden od razlogov za pok balona naj bi bil tudi primanjkljaj v ameriški plačilni bilanci, kar naj bi po pričakovanjih delničarjev ob padcu dolarja prineslo tudi višje obresti in s tem tudi nižje cene delnic. Za tako močan enodnevni padec naj bi bilo krivo predvsem računalniško trgovanje z delnicami oziroma funkcija »stop loss«, ki naj bi sicer omogočala zavarovanje portfelja vlagatelja. Ta funkcija je omogočala, da je trgovalni sistem delnice avtomatično sam prodal, ko so dosegle določeno raven. Ker pa je prišlo do preveč prodajnih naročil hkrati in pomanjkanja kupcev, je bil padec na borzi tako globok. V velikem obsegu so začeli delnice prodajati tudi investicijski skladi, ki so bili pred zlomom na borzi preveč špekulativno naravnani, saj so iskali predvsem hiter dobiček. Ena izmed teorij o vzroku za tako visok padec na borzi je tudi, da so vlagatelji tako množično prodajali delnice zaradi strahu pred ponovitvijo leta 1929, saj sta grafa, ki prikazujeta gibanje delnic za obe obdobji, precej podobna (Komáromi, 2006, str. 46-53).

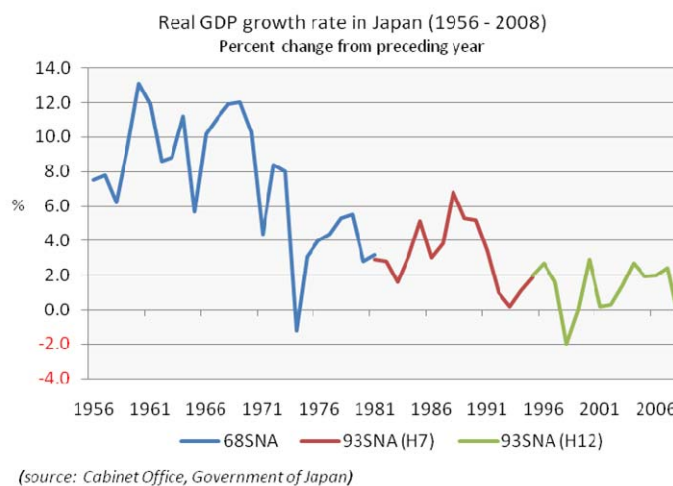
2.5 JAPONSKA GOSPODARSKA KRIZA

Osemdeseta leta na Japonskem veljajo za obdobje »mehurčkaste ekonomije«, ko so cene delnic in nepremičnin zaradi presežne likvidnosti dosegle izjemno visoke ravni. Toda tudi ta balon ni mogel trajati večno in je v letu 1990 počil najprej z močnim padcem delnic in nato še nepremičnin, ki so ponekod dosegale tudi cene, ki so bile višje od 1.000.000 dolarjev na kvadratni meter. Na napihovanje balona in poka le-tega ter na dolgotrajnost sledeče krize je vplivalo več notranjih in zunanjih dejavnikov. Pomembni dejavniki pri vsem dogajanju pa so bili pohlep investitorjev, nepravilnosti pri vodenju ekonomske politike, gibanje tečaja jena, institucionalna ureditev, azijska finančna kriza, likvidnostna past, kreditni krč in deflacija (Burket & Hart-Lansberg, 2003, str. 339-372).

V letu 1985 je bil v Plazi dosežen sporazum, ki je šel močno na roko ZDA oziroma zmanjševanju njihovega javnega dolga. Po tem sporazumu je začela vrednost jena naraščati, kar je začelo vplivati na izvozno usmerjeno gospodarstvo Japonske oziroma na njena podjetja, ki so z višanjem vrednosti jena postala mednarodno manj konkurenčna. Japonska centralna banka je reagirala z znižanjem obrestne mere, da bi s tem spodbudila gospodarstvo ter vplivala na padec jena. Zaradi poceni denarja je začelo gospodarstvo hitro rasti, toda centralna banka je kljub temu ohranila nizko obrestno mero. Veliko denarja se je porabilo tudi za nakupe delnic, nepremičnin in zemlje. Za pridobitev sicer poceni kreditov so nekatera podjetja in gospodinjstva zastavila tudi premoženje, katerega vrednost je bila močno precenjena. Ko je ob koncu osemdesetih let centralna banka v strahu pred inflacijo močno zvišala obrestno mero, je začelo denarja primanjkovati in sledil je močan padec vrednosti delnic in nepremičnin. Izgubljenega je bilo veliko premoženja in zmanjšala se je sposobnost odplačevanja dolga podjetij in gospodinjstev. To je vodilo do številnih odpisov dolgov s strani bank, kar je vplivalo na znižanje njihovega kapitala in na posledične probleme s

solventnostjo. Sledil je propad številnih finančnih institucij in banke so zaradi strahu pred nelikvidnostjo močno omejile kreditiranje gospodarstva, kar je pripeljalo do stečajev podjetij in povišanja brezposelnosti. Vlada in centralna banka sta močneje odreagirali šele ob koncu leta 1992 z ekspanzivnejšo monetarno in fiskalno politiko. Toda namesto da bi država pomagala perspektivnejšim podjetjem, je pomagala predvsem neprofitabilnim podjetjem in tako ustvarjala »žive mrtvece«. Na manjšo učinkovitost monetarne politike je vplivala tudi likvidnostna past, saj dodatni denar, ki ga je ponujala centralna banka, ni privedel do povečanja agregatnega povpraševanja ter do spodbuditve gospodarske rasti. Leta 1996 je ponovno prišlo do višje gospodarske rasti, ki pa sta jo hitro zavrla azijska finančna kriza in prerana restriktivna fiskalna politika. Krizo so še poglobile težave z deflacijo. Ljudje so zaradi pričakovanja nižjih cen trošili manj, saj bi za enak denar jutri dobili več. To pa je poslabšalo prodajo podjetij in s tem tudi njihovo uspešnost (Burket & Hart-Lansberg, 2003, str. 339-372).

Slika 3: stopnja rasti BDP-ja na Japonskem v obdobju 1956-2008



Vir: Economy of Japan, 2009.

Dogajanju v gospodarstvu je sledilo tudi dogajanje na borzi. V času mehurčkaste ekonomije v osemdesetih letih je borzni indeks Nikkei 225 močno rasel. Od januarja leta 1984 do njegovega rekorda v decembru 1989 se je iz 9.927 točk povzpел na 38.957 točk (Nikkei 225, 2009). Tu je vrednost indeksa P/E znašala približno 60, tržna kapitalizacija delnic, uvrščenih na borzo, pa je bila precej višja od japonskega BDP-ja (Smith, 2003, str. 203). Toda že v začetku leta 1990 je začel močno padati in to leto zaključil pri vrednosti 23.848 točkah. Avgusta leta 1992 je dosegel lokalno dno pri 14.309 točkah. Do leta 1996 si je indeks Nikkei opomogel in v juniju pristal pri 22.757 točkah. Toda tako kot je po tem letu sledilo ponovno razočaranje v gospodarstvu, je temu bilo tako tudi na borzi in Nikkei je začel ponovno drseti vse do 12.700 točk v oktobru 1998. Po sprejetih številnih fiskalnih paketih za pomoč gospodarstvu je indeks leta 2000 ponovno presegel mejo 20.000 točk. Toda tudi tokrat se Japonski ni uspelo izvleči iz krize in v aprilu 2003 je Nikkei padel do najnižje točke v času trajanja japonske krize in pristal pri le 7.600 točkah. (Nikkei 225, 2009).

2.6 ZLOM DELNIC NA BORZI NASDAQ LETA 2000

Ekonomija in borzni trgi v ZDA so od leta 1992 do 2000 rekordno rasli. Za močan trend so poskrbele nizke obrestne mere in uporaba računalniške tehnologije, zlasti interneta. Ekonomisti so začeli govoriti o obdobju nove ekonomije (Sornete, 2003, str. 269-275). Kljub temu, da je bil koncept interneta izumljen že v letu 1969 za potrebe ameriške vojske, so podjetja začela internet v komercialne namene uporabljati šele po letu 1993, ko so spoznala, da jim lahko prinese velike dobičke, če ga uspejo približati kupcem. Ena izmed prvih podjetij, katerih poslovni model je temeljil na uporabi interneta, so bila Amazon, Yahoo, E-bay. Po letu 1995 je bilo teh podjetij, ki so jih imenovali tudi dot com podjetja, vsak dan več. Svoje poslovne načrte so predstavljali poslovnim angelom in skladom tveganega kapitala, ki so jim priskrbeli začetni kapital. Denarna sredstva za uresničitev poslovnih načrtov so podjetja začela zbirati tudi preko javnih ponudb delnic (angl. IPO – *initial public offering*). Le-teh je bilo vsako leto več in tudi zanimanja za te delnice je bilo veliko, saj so investitorjem navadno prinašale velike kapitalske dobičke (Smith, 2003, str. 303-310). Vlagatelj je ni motilo niti to, da mnogo teh podjetij razen ideje ni imelo še pravih sredstev, saj so vsi pričakovali, da bodo ta internetna podjetja imela velike dobičke v prihodnosti (Sornete, 2003, str. 269-275).

Delnice internetnih podjetij so poleg delnic ostalih tehnoloških podjetij kotirale na borzi Nasdaq, katere začetki segajo v leto 1971. Reprezentativni indeks omenjene borze Nasdaq composite je od začetka leta 1996 do marca leta 2000 porasel za nekaj več kot 400 %. Še posebej »nora« je bila rast v zadnjem letu pred zlomom, ko je indeks podvojil svojo vrednost. Rekord je bil dosežen 10. marca 2000 pri 5.048,62 točkah. Od tu naprej je sledil strm padec delnic, uvrščenih v indeks, in do konca leta 2000 je Nasdaq izgubil že 51% svoje vrednosti. Dno je Nasdaq dosegel oktobra 2002, ko so bile delnice na borzi v primerjavi z rekordom v marcu 2000 v povprečju cenejše za 78% (Nasdaq Composite, 2009). Še nekoliko bolje kot indeks Nasdaq pokaže, kaj se je dogajalo z delnicami dot com podjetji, indeks DOT, ki so ga začeli računati 13. novembra 1998. Omenjeni indeks se je od začetnih 254 točk do 9. marca 2000 povzpел do 1.333 točk in nato do septembra 2001 padel na 142 točk (Komáromi, 2006, str. 46-53).

Vzrokov za zlom Nasdaq je več. Vlagatelji so močno precenili koristi, ki naj bi jih internet prinesel podjetjem. Niso razlikovali med dobrimi in slabimi podjetji, pomembno jim je bilo le, da njihov poslovni model temelji na uporabi interneta. Toda zmagovalci niso mogla postati vsa podjetja, temveč le nekaj izmed njih. Naknadno so vlagatelji spoznali tudi to dejstvo (Mesar, 2008). Vsi temeljni kazalniki so kazali na precenjenost delnic. Razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico je za delnice, uvrščene v indeks Nasdaq, v povprečju znašalo kar nekje med 50 in 200. Na optimizem vlagateljev so vplivale tudi investicijske banke, ki so pri izdajanju delnic dot com podjetij vsem napovedovale lepo prihodnost. Ko so institucionalni vlagatelji presodili, da so delnice predrage, so jih začeli množično prodajati, kar je vplivalo na veliko ponudbo delnic na trgu, s tem pa tudi hitrejše padanje njihove vrednosti. Na veliko ponudbo delnic so vplivale tudi vedno nove javne prodaje delnic. Eden

izmed pomembnejših vzrokov za začetek padanja delnic je hitro zvišanje obrestne mere, saj jo je ameriška centralna banka v enem letu povišala iz 4,75% na 6,25% (Komáromi, 2006, str. 46-53).

2.7 FINANČNA KRIZA 2008

V letu 2007 se je v ZDA začela finančna kriza, ki je po mnenju mnogih strokovnjakov najhujša od velike depresije leta 1929 naprej, vsaj kar zadeva razvite države (Mortimer-Lee, 2008, str. 2). Zaradi močne prepletenosti oziroma povezanosti mednarodnih finančnih trgov se je hitro razširila po vsem svetu (Rupnik & Berk, 2009, str. 50). Povzročila pa je tudi močne padce na borzah.

2.7.1 POTEK FINANČNE KRIZE IN VZROKI ZA NJEN NASTANEK

Sprožilec finančne krize je bil pok ameriškega nepremičninskega balona, ki se je začel napihovati po letu 2000. Cene ameriških nepremičnin na trgu novogradenj so namreč od januarja 2001 do aprila 2006 v povprečju porasle za 50%, medtem ko so cene rabljenih nepremičnin od januarja 2001 do junija 2006 v povprečju porasle za 62,5% (Palčič, 2008, str. 43). Na napihovanje in zlom nepremičninskega balona je vplivalo več dejavnikov.

Po poku tehnološkega balona leta 2000 in sledeči recesiji je ameriška centralna banka (FED) močno reagirala in obrestno mero do leta 2003 znižala na vsega 1 % (pred zlomom tehnoloških delnic leta 2000 je dosegla tudi 6,5%) (Mohan, 2009, str. 1-3). Zaradi nizkih obrestnih mer in posledično cenejšega denarja ter inovativnih načinov financiranja je postala možnost lastništva nepremičnine dostopna tudi za ljudi z nižjo kupno močjo (Rant, 2008, str. 58-59).

Pri bankah je bil zelo popularen tako imenovani model »ustvari in prenesi«, ki s pomočjo listinjenja omogoča, »da na podlagi danih in še ne odplačanih posojil izdajo finančne instrumente. Tako se znebijo dolgoročnih nelikvidnih posojil ali drugega finančnega premoženja in zmanjšajo izpostavljenost tveganju.« (Rupnik & Berk, 2009, str. 53). Ker so banke tveganje lahko prenesle naprej na kupce iz dolgov izvedenih finančnih instrumentov, niso bile več tako zainteresirane za opravljanje »monitoringa« posojilojemalcev. Posojila niso temeljila na kreditni sposobnosti posojilojemalca, temveč predvsem na vrednosti nepremičnin in na njihovi pričakovani nadaljnji rasti. V primeru nadaljnje rasti cen nepremičnin bi namreč posojilojemalci dolgove lahko odplačevali z refinanciranjem (Rant, 2008, str. 57-61). Kupci hipotekarnih finančnih instrumentov so se tako morali zanašati predvsem na ocene tveganj bonitetnih agencij, ki pa so tveganje instrumenta ocenjevale predvsem na podlagi kakovosti izdaje strukturiranih instrumentov in ne na kreditni sposobnosti posojilojemalca (Rupnik & Berk, 2009, str. 53).

Ko je FED zaradi makroekonomskih razmer po juniju 2004 začel ponovno dvigovati obrestno mero, je imelo vedno več gospodinjstev težave z odplačevanjem dolgov, zato je prihajalo do vedno več prekinitev hipotekarnega financiranja in prodaj nepremičnin. To pa je pomenilo pritisk na cene nepremičnin, ki so se začele nižati, odplačevanje dolgov z refinanciranjem pa ni bilo več mogoče. Cene nepremičnin so zaradi prodajnega pritiska vedno bolj padale in za vrnitev dolga zaradi nižjih cen nepremičnin kupnina ni več zadoščala. Izgube zaradi odpisanih dolgov so najprej utrpeli kupci finančnih instrumentov, ki so bili izvedeni iz drugorazrednih hipotekarnih posojil. Investitorji so začeli hipotekarne finančne instrumente zaradi strahu pred izgubami množično prodajati in njihova vrednost se je močno znižala. Bonitetne agencije so spoznale, da so bile pri ocenjevanju tveganja teh instrumentov preoptimistične in so jim zato v poletju 2007 ocene znižale, kar je še pospešilo rast nezaupanja v strukturirane finančne instrumente, tudi tiste, ki niso bili povezani s hipotekarnimi posojili (Rupnik & Berk, 2009, str. 50-51). Vedno več velikih finančnih institucij je začelo objavljati velike izgube zaradi odpisov dolgov oziroma zaradi izpostavljenosti drugorazrednim hipotekarnim finančnim instrumentom. Veliko jih je tudi propadlo. Likvidnost na medbančnem trgu se je močno zmanjšala saj so nekatere banke zadrževale likvidnost, ker so pričakovale prihodnje izgube zaradi izpostavljenosti trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil, druge banke pa niso želele posojati zaradi asimetrije informacij, ko bi lahko denar posodile banki, ki ga ne bi bila sposobna vrniti (Rant, 2008, str. 62-68). Kljub ekspanzivni monetarni in fiskalni politiki pa se je likvidnostni krč začel širiti tudi na realni sektor, saj so banke močno omejile posojilno aktivnost. Začeli so se stečajni podjetji (med njimi tudi General Motors), povečala oziroma povečuje pa se tudi brezposelnost (Unemployment rate, 2009).

Poleg že omenjenih dejavnikov (nizke obrestne mere, inovativne finance oziroma model »ustvari in prenesi«, nizki standardi posojanja, slabo opravljeno delo bonitetnih agencij) so na nastanek in pok nepremičninskega balona ter posledično na izbruh finančne krize vplivali tudi visoko tvegani posojilni produkti na trgu stanovanjskih nepremičninskih posojil, globalna neravnovesja prihrankov in nizka donosnost alternativnih naložb (Rant, 2008, str. 55-64).

Ameriški trg je poleg dveh klasičnih vrst posojil s prilagodljivo ali fiksno obrestno mero ponujal tudi veliko hibridnih produktov, ki vsebujejo lastnosti obeh klasičnih posojilnih produktov in ki omogočajo več svobode oziroma prilagodljivosti pri odplačevanju dolga. Med tovrstne posojilne produkte spadajo tudi posojila z začetno nizko fiksno obrestno mero, ki po določenem času preide v prilagodljivo obrestno mero, ki je bila v tem primeru precej višja. Ta prehod pa lahko povzroči (je povzročil) velike težave pri vračilu dolga po kupni moči šibkejšim gospodinjstvom (Rant, 2008, str. 56-57).

Eden izmed najpomembnejših razlogov za finančno krizo in za njeno razsežnost so globalna neravnovesja prihrankov. ZDA so bile pred krizo zaradi velikih primanjkljajev največji neto uvoznik kapitala. Na drugi strani pa so bile države (Kitajska, izvoznice nafte), ki so ustvarjale velike presežke in so veliko denarja investirale v tujino. Veliko tega denarja so zaradi ugodnega razmerja med tveganjem in donosom vlagale v ameriške hipotekarne izvedene

finančne instrumente in tako zagotavljale zadostno povpraševanje za obstoj modela »ustvari in posreduj« (Mohan, 2009, str. 1-5).

Pomemben razlog, da so se investitorji odločali za vlaganje v drugorazredne hipotekarne finančne instrumente, je tudi nizka donosnost alternativnih naložb. Po zlomu internetnega borznega balona leta 2000 so delniški indeksi vse do leta 2003 močno upadli. Zaradi tega in zaradi ugodnega razmerja med tveganjem in donosnostjo so se zgoraj omenjeni finančni instrumenti zdeli še toliko privlačnejši (Rant, 2008, str. 59).

2.7.2 GIBANJE DELNIŠKIH TRGOV V ČASU TRAJANJA KRIZE

Ameriški delniški indeks Dow Jones Industrial Average je od oktobra 2002, ko je dosegel dno po zlomu internetnega balona in terorističnih napadih pri 7.181 točkah, do 9. oktobra 2007 zrasel do 14.164 točk (Dow Jones Industrial Average, 2009). Čeprav delnice v tej točki niso bile močno precenjene (P/E je znašal okoli 18 (Grahek, 2007, str. 23)), pa je iz te točke zaradi poka nepremičninskega balona in posledičnega izbruha finančne krize močno padel vse do 6.443 točk, ki jih je dosegel 6. marca 2009 (Dow Jones Industrial Average, 2009). Poleg težav na nepremičninskem trgu pa so na padanje delnic v tem obdobju pred stečajem Lehman Brothersa vplivale tudi visoke oziroma rekordne cene nafte (cena za sodček nafte brent se je gibala okrog 140 dolarjev) in visoka inflacija ter posledičen strah pred dvigovanjem obrestnih mer (Verbole, 2008, str. 22-23).

3. NAJPOGOSTEJŠI VZROKI ZA VEČJE PADCE DELNIC IN OPOZORILNI ZNAKI PRED NJIMI

3.1 NAJPOGOSTEJŠI VZROKI ZA VEČJE PADCE DELNIC

Pri proučevanju različnih borznih zlomov in medvedjih trendov v zgodovini kapitalskih trgov lahko ugotovimo, da so najpomembnejši oziroma najpogostejši vzroki za pojav le-teh pohlep in psihologija množic oziroma čredni nagon, precenjenost delnic, vodenje ekonomske politike, razpoložljivost denarja, plačilnobilančna neravnotežja, prevelik optimizem zaradi novosti na trgu, politični razlogi, obnašanje večjih igralcev na trgu, kupovanje delnic na kredit in napačne ocene in priporočila strokovnjakov. Podobni vzroki so vplivali tudi na napihovanje in pok nepremičninskega balona, ki je povzročil finančno krizo v letu 2008 in s tem tudi močan padec delnic na borzah.

Pohlep je prisoten pri vsakem napihovanju balona. Nevaren postane zlasti takrat, ko na trg delnic pripelje vedno več neizkušenih vlagateljev, ki vlagajo zgolj na podlagi informacij »sosedov« in pričakujejo velike dobičke (Vines, 2005, str. 59-62).

Pohlep in preveč optimistična pričakovanja velikokrat pripeljeta do stanja **precenjenosti delnic**. Le-ta je prisotna pri večini obravnavanih primerov borznih zlomov in medvedjih trendov v tem diplomskem delu. Pri tem se sklicujem predvsem na visoko razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico oziroma na visoko vrednost koeficienta P/E. V nekih normalnih okoliščinah naj bi ta koeficient za borzni indeks Dow Jones Industrial Average znašal okrog 15. Toda leta 1929 je bila njegova vrednost 32.6 (Shiller, 2005, str. 7), leta 1987 pa več kot 23 (Komáromi, 2006, str. 46-53). Prav tako sta visoko vrednost tega koeficienta dosegla tudi borzna indeksa Nikkei 225 leta 1989 (P/E je bil okrog 60) (Smith, 2003, str. 203) in Nasdaq leta 2000 (P/E je znašal med 50 in 200) (Komáromi, 2006, str. 46-53).

Ko začnejo delnice močnejše padati, želi vedno več vlagateljev prodati svoje delnice brez kakršnekoli analize, ker so prepričani, da množica ve več kot en sam vlagatelj. Ta **čredni nagon** močno pospeši in poglobi padanje delnic (Mastnak, 2007, str. 124).

Zelo pomemben dejavnik, ki vpliva na napihovanje borznega balona in na pojav borznega zloma (tudi nepremičninskega balona in zloma pred finančno krizo 2008) oziroma medvedjega trenda, je **vođenje ekonomske politike**. Tu je predvsem pomembno upravljanje z obrestnimi merami. Dvig obrestne mere namreč običajno delnice poceni, medtem ko jih znižanje podraži. Velikokrat je bilo centralnim bankam očitano, da bi napihovanje borznega balona (tudi nepremičninskega balona pred finančno krizo 2008) lahko preprečile, če bi obrestno mero dvignile prej in močnejše (veliki borzni zlom leta 1929, Japonska ob koncu osemdesetih let dvajsetega stoletja, rast cen nepremičnin po letu 2001) (Smith, 2003, str. 131-132; Burket & Hart-Landsberg, 2003, str. 339-372). Po drugi strani je na primer japonska centralna banka po predhodnem dvigu obrestne mere in prekomerne ohladike gospodarstva in delniškega trga v obdobju 1990 - 1992 prepočasno spuščala obrestne mere (Burket & Hart-Landsberg, 2003, str. 339-372). Delniški trgi so se negativno odzvali tudi v primeru internetnega balona, ko je FED močno dvignil obrestno mero (Komáromi, 2006, str. 46-53). Prav tako pa je dvigovanje obrestne mere vplivalo na večje težave posojiljemalcev pri odplačevanju kreditov in posledično na pojav nepremičninske in finančne krize v obdobju 2007-2009 (Rupnik & Berk, 2009, str. 50-51).

Višina obrestne mere, poleg raznih strategij bank vpliva na **razpoložljivost denarja**. Več denarja kot ga imajo vlagatelji na voljo, več ga lahko vložijo na borzo (tudi v nepremičnine po letu 2001) in hitreje se napihuje borzni balon (tudi nepremičninski balon po letu 2001) (na primer obdobje pred velikim borznim zlomom leta 1929, japonska mehurčkasta ekonomija v osemdesetih letih dvajsetega stoletja, plenilske taktike bank pred finančno krizo 2008).

Naslednji dejavnik, ki je pogost pri večjih padcih delnic, so **plačilnobilančna neravnovesja**. V letih pred velikim borznim zlomom leta 1929 je skrbi povzročal ameriški presežek v plačilni bilanci, saj so ZDA veliko izvažale v Evropo, ki se je borila s posledicami prve svetovne vojne. Vrednost dolarja je rasla, to je nato vodilo k manjšemu izvozu blaga v Evropo, kar je imelo vpliv na zmanjšano gospodarsko aktivnost ZDA (Mesar, 2008). Pačilnobilančni presežek in sporazum v Plazi je vplival tudi na apreciacijo jena in zmanjšanje

mednarodne konkurenčnosti izvozno usmerjene Japonske v osemdesetih letih dvajsetega stoletja (Burket & Hart-Landsberg, 2003, str. 339-372). Prav tako kot presežek pa ima na gibanje delnic posredni vpliv tudi primanjkljaj v plačilni bilanci. Tak primer je, ko je ameriški primanjkljaj ob koncu šestdesetih oziroma v začetku sedemdesetih let dvajsetega stoletja vplival na propad takratnega mednarodnega denarnega sistema, kar se je poznalo tudi na borzi (Frum, 2000, str. 280-298). Plačilnobilanci neravnovesja so bila tudi eden izmed pomembnejših vzrokov za izbruh finančne krize v letu 2008 (Mohan, 2009, str. 1-5).

Včasih se zgodi, da vlagatelji s **prevelikim optimizmom** gledajo na razvoj novih tehnologij oziroma na potencialne koristi, ki naj bi jih le-te prinesle. Eden najbolj tipičnih primerov takega vedenja je obdobje pred zlomom Nasdaq leta 2000, ko so vlagatelji imeli nerealna pričakovanja glede interneta in niso ločevali med dobrimi in slabimi podjetji, saj so menili, da bodo vsa internetna podjetja uspešna (Mesar, 2008). Prav tako je bil velik optimizem prisoten tudi v dvajsetih letih dvajsetega stoletja ob naglem razvoju tehnologije (Dolenc & Gabrič, 2002, str. 68-69).

K večjim padcem delnic so v zgodovini kapitalskih trgov prisostvovali tudi **politični razlogi**. Med njimi sta bila najpomembnejša politično vmešavanje v mednarodno trgovino in vojne. Kar se tiče vmešavanja v mednarodno trgovino sta prav uvedba carin leta 1930 in uvedba embarga na izvoz nafte v ZDA in nekatere evropske države v letu 1973 s strani arabskih članic OPEC-a bila namreč ena najpomembnejših vzrokov za pretrese na borzah v že omenjenih obdobjih (Konda, 2009; Grabill, b.l., str. 2-6). Vojne pa so imele, kar se proučevanih borznih zlomov in medvedjih trgov tiče, največji vpliv na padec delnic v sedemdesetih letih dvajsetega stoletja (Vietnamska vojna poveča plačilnobilanci primanjkljaj v ZDA, kar vpliva na nezaupanje v dolar in posledični propad takratnega mednarodnega denarnega sistema, izbruh Kipourske vojne leta 1973 povzroči začetek padanja delnic in vpliva na uvedbo embarga) (Frum, 2000, str. 280-298; Grabill, b.l., str. 2-6).

Vse večji vpliv na dogajanje na borzah imajo tudi »**veliki igralci**«, kot so na primer vzajemni skladi, pokojninski skladi, hedge skladi ... Ti lahko namreč z veliko količino denarja s katero razpolagajo, močno vplivajo na gibanje tečajev delnic. Imeli so precejšen vpliv tudi pri borznem zlomu leta 1987 in zlomu Nasdaq leta 2000 (Komaromi, 2006, str. 46-53).

Kot nespametno početje se je že večkrat izkazalo tudi **kupovanje delnic na kredit**. Tovrstna dejanja so bila še posebej pogosta v času pred velikim borznim zlomom leta 1929 in v obdobju »mehurčkaste« ekonomije v osemdesetih letih dvajsetega stoletja na Japonskem (Burket & Hart-Landsberg, 2003, str. 339-372). Problem je v tem, da se banke ob nekoliko večjih padcih delnic »ustrašijo« za svoje premoženje in od posojilojemalcev zahtevajo denar, kar sproži še večji prodajni pritisk in posledično tudi večji padec delnic. Ta je lahko včasih tako velik, da prodajalec delnic s pridobljenim denarjem ne more odplačati dolga banki, kar lahko vodi do številnih odpisov terjatev s strani bank in v skrajnem primeru tudi do finančne krize. Prav to se je tudi zgodilo leta 1929 ob velikem borznem zlomu (Mesar, 2008) in na

Japonskem konec osemdesetih let ob poku nepremičninskega in borznega balona (Burket & Hart-Landsberg, 2003, str. 339-372).

V času velike rasti na borzah včasih velikemu optimizmu podležejo tudi **strokovnjaki**, katerih mnenje ima določen vpliv na borzo. Ta pojav je običajno povezan z razvojem novih tehnologij, ko tudi strokovnjaki precenijo njihov vpliv na gospodarstvo in začnejo govoriti na primer o »novi ekonomiji«. Prav to se je dogajalo pred padcema na borzah leta 1929 in leta 2000, ko so pozitivna mnenja strokovnjakov spodbujala napihovanje balona. V času napihovanja internetnega balona v devetdesetih letih so investicijske banke zaradi konflikta interesov praktično vsem internetnim podjetjem napovedovale lepo prihodnost, kar bi v nekaterih primerih sicer lahko šteli tudi pod zavajanje javnosti (Dolenc & Gabrič, 2002, str. 68-69; Komaromi, 2006, str. 46-53). Prav tako lahko v to kategorijo uvrstimo tudi napačne ocene tveganj izvedenih hipotekarnih finančnih instrumentov s strani bonitetnih agencij pred finančno krizo leta 2008 (Mrak, 2008, str. 32).

V nekoliko manj primerih so imeli vpliv na padec delnic **trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti** (v letih 1987 in 2008), **povečanje ponudbe delnic z novimi izdajami le-teh** (tipičen primer so IPO-ji internetnih podjetij v času napihovanja Nasdaq), **nove tehnologije trgovanja** na borzah (leto 1987), **prevzemi podjetij** (ti vplivajo predvsem na napihovanje balona, tipičen primer je obdobje pred letom 1987) in **zunanji šoki** (azijska finančna kriza, ki je vplivala na japonske delnice po letu 1996, naftni šoki v sedemdesetih letih dvajsetega stoletja).

3.2 OPOZORILNI ZNAKI PRED VEČJIMI PADCI DELNIC

Glede na to, da se vzroki borznih zlomov skozi zgodovino delniških trgov precej ponavljajo, običajno s seboj prinašajo tudi ponavljajoče se znake, ki lahko še pravočasno opozorijo na morebiten borzni zlom. Te opozorilne znake je v svoji knjigi Market Panic navedel tudi Stephen Vines. Do precej podobnih ugotovitev pa sem skozi pisanje tega diplomskega dela prišel tudi sam. Ti znaki so (Stephen Vines str. 15-16):

- visoke obrestne mere,
- močno zmanjšanje bančnih posojil,
- visoko razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico (kazalnik P/E),
- večje število prevzemov in združitvev podjetij,
- izdajanje novih delnic,
- novice o delnicah so vedno bolj razširjene po medijih,
- govorice o neki novi eri.

Visoke obrestne mere vplivajo na manjšo ponudbo oziroma razpoložljivost denarja, kar pomeni, da imajo vlagatelji tudi manj denarja za vlaganje na borzo in zato se povpraševanje po delnicah zmanjša. Poleg tega pa višje obrestne mere predstavljajo dobro alternativo

varčevanju v delnicah in le-te postanejo za vlagatelje manj zanimive, saj za tveganje niso več dovolj nagrajeni (Vines, 2005, str. 54-58). Visoke obrestne mere so bile prisotne pred večino obravnavanih borznih zlomov in medvedjih trendov (veliki borzni zlom leta 1929, Japonska ob koncu osemdesetih let dvajsetega stoletja, zlom Nasdaq leta 2000).

Prav tako kot visoke obrestne mere na manjšo ponudbo denarja v obtoku vpliva tudi **zmanjšanje bančnih posojil**. Včasih lahko govorimo kar o likvidnostnem krču, ki je bil prisoten tako v času japonske finančne krize v devetdesetih letih prejšnjega stoletja, kot tudi po poku nepremičninskega balona leta 2007 (Burket & Hart-Landsberg, 2003, str. 339-372; Rant, 2008, str. 62-68).

Kot sem omenil že v prejšnjem podpoglavju, je za večino obravnavanih primerov borznih zlomov in medvedjih trendov značilna **visoka vrednost kazalnika P/E** (razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico), ki kaže na precenjenost delnic (Smith, 2003, str. 203; Komáromi, 2006, str. 46-53).

Pred nastopom večjih padcev delnic naj bi bilo po opažanjih Stephena Vinesa zaznati tudi **večje število prevzemov** podjetij, ki z visokimi prevzemnimi premijami pripomorejo k napihovanju borznega balona (Vines, 2005, str. 15-16). Ta pojav je bil močno prisoten tudi pred borznim zlomom leta 1987 (Komáromi, 2006, str. 46-53).

V času napihovanja borznega balona, ko med vlagatelji vlada evforija si vedno več vlagateljev želi dobiti delnice v svoje roke. Veliko povpraševanje spodbudi podjetja k vedno **novim izdajam delnic**, ki jih lahko prodajo po visokih cenah (Vines, 2005, str. 59-62). Tipičen primer je obdobje napihovanja internetnega balona v drugi polovici devetdesetih let dvajsetega stoletja, ko so bile pogoste nove izdaje delnic internetnih podjetij, ki pa so jih vlagatelji hitro pokupili (Smith, 2003, str. 303-310).

Ko je na borzah prisotna velika rast, se nad njo navdušuje vedno širši krog ljudi in novice o delnicah lahko zasledimo tudi v **medijih**, ki z borzo nimajo nobene veze in običajno o borzi ne pišejo. O veliki rasti cen delnic internetnih podjetij so na primer poročali tudi v reviji Playboy (Vines, 2005, str. 15-16).

V zgodovini delniških trgov so se že večkrat kot dober opozorilni znak pred prihajajočim borznim zlomom izkazale tudi **govorice o novi eri** oziroma o novi ekonomiji. V času visoke rasti delnic in gospodarstva pred borznima zlomoma leta 1929 in 2000 so se začele pojavljati govornice o novih časih in »da bo tokrat drugače«, da ne bo več izmenjevanja prosperitete in recesije, temveč da bomo priča konstantni rasti delnic in gospodarstva. K takemu optimizmu so pripomogle predvsem nove tehnologije (Vines, 2005, str. 66-68; Smith, 2003, str. 120-121).

K tem zgornjim znakom bi glede na svoje ugotovitve dodal še **visoko inflacijo** (povzroči rast obrestnih mer), **plačilnobilančna neravnotežja** (posreden vpliv) in **vedno več govora o borzi** med preprostimi ljudmi.

SKLEP

Na borzah velikokrat prihaja do večjih padcev delnic v obliki borznih zlomov in medvedjih trgov. Ker ob teh dogodkih veliko ljudi izgubi znaten delež svojega premoženja, je bil glavni namen diplomskega dela ugotoviti, kateri so najpogostejši vzroki za večje padce delnic, če se jim je mogoče izogniti in na kakšen način. Pri slednjem me je zanimalo predvsem, ali obstajajo kakšni znaki, ki bi vlagatelje opozarjali na morebiten večji padec delnic.

Pri proučevanju različnih borznih zlomov in medvedjih trendov v zgodovini kapitalskih trgov sem ugotovil, da so najpomembnejši oziroma najpogostejši vzroki za pojav le-teh pohlep in psihologija množic oziroma čredni nagon vlagateljev, precenjenost delnic, vodenje ekonomske politike (predvsem upravljanje z obrestno mero), razpoložljivost denarja, plačilnobilančna neravnotežja, prevelik optimizem zaradi novosti na trgu, politični razlogi, obnašanje večjih igralcev na trgu, kupovanje delnic na kredit in napačne ocene in priporočila strokovnjakov.

V manj primerih so imeli vpliv na padec delnic trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, povečanje ponudbe delnic z novimi izdajami le-teh, nove tehnologije trgovanja na borzah, prevzemi podjetij (ti vplivajo predvsem na napihovanje balona) in zunanji šoki.

Znaki, ki so se pogosto ponavljali pred večjimi upadi cen delnic na borzah in na katere mora biti vlagatelj še posebej pozoren, saj mu lahko omogočijo pravočasen umik iz borze so visoke obrestne mere, močno zmanjšanje bančnih posojil, visoko razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico (kazalnik P/E), večje število prevzemov in združitvev podjetij, izdajanje novih delnic, novice o delnicah so vedno bolj razširjene po medijih, govorice o neki novi eri, visoka inflacija (povzroči rast obrestnih mer), plačilnobilančna neravnotežja (posreden vpliv) in vedno več govora o vrednostnih papirjih med preprostimi ljudmi.

Glede na to, da se nekateri vzroki večjih padcev delnic in opozorilni znaki pred njimi ponavljajo že od začetka trgovanja na borzah, bi se lahko vlagatelji borznim zlomom ali medvedjim trgom velikokrat izognili če bi te opozorilne znake upoštevali. K neupoštevanju teh znakov največ prispevajo pohlep, preveč optimistična pričakovanja in neznanje vlagateljev. Včasih pa je večje padce delnic nekoliko težje napovedati. Tak primer je tudi močan upad delnic, ki je sledil izbruhu globalne finančne krize leta 2008, saj za obdobje pred to krizo velja, da delnice niso bile tako močno prevrednotene kot v nekaterih drugih primerih (kazalnik P/E delnic uvrščenih v indeks S&P 500 je znašal pod 20). Kljub temu pa bilo je tudi v tem primeru nekaj znanilcev prihajajočega medvedjega trenda, kot so visoke obrestne mere, zmanjšanje bančnih posojil, inflacija in plačilnobilančna neravnotežja.

LITERATURA IN VIRI

1. Bear Market. (2009). V *Investopedia: A Forbes Digital Company*. Najdeno 12. oktobra 2009 na spletni strani <http://www.investopedia.com/terms/b/bearmarket.asp>.
2. Berk, A., & Vičar, N. (2004). Vedenjske razlage neracionalnosti na trgih vrednostnih papirjev. *Bančni vestnik*, 53 (12), 14-20.
3. Black Monday (1987). (2009). V *Wikipedia, The Free Encyclopedia*. Najdeno 14. novembra 2009 na spletnem naslovu [http://en.wikipedia.org/wiki/Black_Monday_\(1987\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Black_Monday_(1987)).
4. Browning, E., S. (2007, 15. oktober). Exorcising Ghosts of Octobers Past. *The Wall Street Journal*. Najdeno 16. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://online.wsj.com/article/SB119239926667758592.html>.
5. Burket, P., & Hart-Landsberg, M. (2003). The Economic Crisis in Japan: Mainstream Perspectives and an Alternative View. *Critical Asian Studies*, 35 (3), 339-372.
6. Dolenc, E., & Gabrič A. (2002). *Zgodovina 4: učbenik za 4. letnik gimnazije*. 1. izd., 1. natis. Ljubljana: DZS.
7. Dow Jones Industrial Average. Najdeno 16. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.djaverages.com/?view=industrial&page=index-data>
8. *Dow Jones Industrial Average (1920-1940)*. Najdeno 29. oktobra 2009 na spletnem naslovu <http://stockcharts.com/charts/historical/djia19201940.html>
9. *Dow Jones Industrial Average (1940-1960)*. Najdeno 8. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://stockcharts.com/charts/historical/djia19601980.html>.
10. *Dow Jones Industrial Average (1980-2000)*. Najdeno 20. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://stockcharts.com/charts/historical/djia2000.html>.
11. Economy of Japan. (2009). V *Wikipedia*. Najdeno 1. decembra 2009 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_history_of_Japan
12. Frum, D. (2000). *How We Got Here: The 70's: The Decade That Brought You Modern Life--For Better or Worse*. New York: Basic Books.
13. French, D. (2006). The Dutch monetary environment during tulipomania. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 9 (1), 3-14.
14. Goldgar, A. (2007). *Tulipmania: Money, Honor, and Knowledge in the Dutch Golden Age*. London: The university of Chicago.
15. Grahek, A. (2007). Slovenski trg precenjen glede na tuje – kaj zdaj?. *Moje finance*, (7), 23.
16. Gramc, B., & Rutar, A. (b.1.). *Zlom ekonomske politike (1965-1980)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
17. Komáromi, G. (2006). *Anatomy of Stock Market Bubbles*. Hyderabad: The ICFAI University Press.
18. Konda, U. (2009, 29. oktober). Pred 80 leti se je zgodil borzni zlom. *Finance*. Najdeno 3. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/261860/Pred-80-let-se-je-zgodil-borzni-zlom>.
19. Kostolany, A. (b.1.). *Borzna psihologija*. Ljubljana: Soleco d.o.o..

20. Mastnak, S. (2007). *Kako do visokih donosov in ob tem mirno spati*. Ljubljana: Časnik Finance d.o.o..
21. Mesar, M. (2008, 29. januar). Se zgodovina res ponavlja?. *Vzajemci*. Najdeno 4. novembra 2009 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/vz_article.php?ArticleID=9598.
22. Mesar, M. (2008, 31. januar). .COM & BOOM. *Vzajemci*. Najdeno 5. decembra 2009 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/vz_article.php?ArticleID=9673.
23. Mortimer-Lee, P. (2008). Financial Crisis. Causes, Consequences, Cures. *Bančni vestnik*, 57 (11), 2-17.
24. Mishkin, S., F., & White, N., E. (2002). U.S. Stock Market Crashes and Their Aftermath. *Asset price bubbles conference*. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago and the World Bank.
25. Nasdaq Composite. Najdeno 6. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EIXIC&a=00&b=5&c=1990&d=00&e=18&f=2004&g=m>
26. Nikkei 225. Najdeno 1. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EN225&a=00&b=4&c=1984&d=00&e=18&f=2010&g=d>
27. Mohan, R., (2009). Global financial crisis – causes, impact, policy responses and lessons. *7th Annual India Business Forum Conference*. London: London Business School.
28. Palčič, P. (2008). Finančna kriza v ZDA v letih 2007 in 2008: Analiza vzrokov, poteka in posledic (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. Rant, V. (2008). Anatomija globalne finančne krize. *Globalna finančna kriza in ekostrategije podjetij* (str. 55-68). Ljubljana: Časnik Finance.
30. Rupnik, K., & Berk, S., A. (2009). Geneza in reševanje sedanje finančne krize. *Bančni vestnik*, 58 (1/2), 50-55.
31. Shiller, J., R. (2005). *Irrational Exuberance*. 2nd ed. Princeton: Princeton University Press.
32. Smith, B., M. (2003). *A history of the global stock market: from ancient Rome to Silicon Valley*. Chicago: The University of Chicago Press.
33. Sornette, D. (2003). *Why stock markets crash: critical events in complex financial systems*. Princeton: Princeton University Press.
34. Štor, M. (2002). *Največje ekonomske krize in njihov vpliv na kapitalske trge* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
35. *The Tulipomania: An Investing Bubble*. Najdeno 17. oktobra 2009 na spletnem naslovu <http://www.thetulipomania.com>.
36. Turkovič, Z. (2003). *To je borza*. Ljubljana: Soleco d.o.o..
37. Unemployment rate. *Bureau of Labor Statistics*. Najdeno 23. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.bls.gov/>.
38. Verbole, T. (2008). Prihaja čas kislih kumaric. *Moje finance*, (6), 22-23.
39. Vines, S., (2005). *Market Panic: Wild Gyration, Risks and Opportunities in Stock Markets*. Singapore: John Wiley & Sons Australia Ltd.
40. Yergin, D., & Stanislaw, J. (1998). *The Commanding Heights: The Battle for World Economy*. New York: Touchstone.