

Michał Górski
Warszawa

Giełda Pieniężna w Warszawie w latach drugiej wojny światowej

Wstęp

Historia i zasady funkcjonowania warszawskiej Giełdy Pieniężnej do wybuchu drugiej wojny światowej są dość dobrze znane¹. Powstała w 1817 r., była z początku jedyną, a następnie zdecydowanie największą giełdą na ziemiach polskich — w latach międzywojennych wysokość obrotów giełdowych w Warszawie przekraczała 95 procent całego obrotu na ziemiach polskich². W okresie największej prosperity na giełdzie regularnie handlowano akcjami ok. czterdziestu spółek, jak również ok. trzydziestoma rodzajami papierów procentowych (głównie obligacje państwowe i samorządowe, a także listy zastawne towarzystw kredytowych)³. Notowanych na giełdzie „walorów” było przy tym znacznie więcej. W latach trzydziestych, w skutek kryzysu, rynek giełdowy znacznie się skurczył i regularne transakcje giełdowe w Warszawie dotyczyły jedynie akcji około dziesięciu spółek, choć zwiększyła się przy tym liczba papierów procentowych⁴.

Większość badaczy przyjmuje, że działalność giełdy kończy się wraz z wybuchem drugiej wojny światowej. Tylko nieliczni wzmiankują o jej działalności po wrześniu

¹ M.in. *Stulecie Giełdy Warszawskiej 1817–1917*, Warszawa 1997 [reprint wydania z 1917 r.]; S. Woyzbun, *Giełda: przeszłość, organizacja obecna, obroty*, Warszawa 1928; R. Czerniawski, *Warszawska Giełda (1918–1939)*, Warszawa 1997; *Władze warszawskich giełd (1817–1939)*, Warszawa 1997; D. Dziuba, *Giełdy i ich archetypy na ziemiach polskich*, Warszawa 2006; B. P. Marks, *Giełdy na ziemiach polskich pod zaborami (1817–1918)*, w: *Gospodarcze i społeczne skutki zaborów Polski*, red. J. Chumińskiego, K. Popiński, Wrocław 2008, s. 219 i n.

² *Rocznik Statystyki Rzeczypospolitej Polskiej 1928*, s. 299, *Mały Rocznik Statystyczny 1938*, Warszawa 1938, s. 221. Pozostałe giełdy pieniężne, tak zwane prowincjonalne, znajdowały się w Łodzi, Wilnie, Poznaniu, Krakowie i Lwowie. Por. też H. Dobrowolski, *Giełda Pieniężna w Krakowie i jej akta*, „Archeion” 1962, nr 37, s. 273–284; B. Bojdo, S. Świątek, *Giełda pieniężna w Krakowie (1919–1939): zarys dziejów opracowany na podstawie zespołu akt Archiwum Państwowego w Krakowie*, Kraków 1997; B. Pełka, *Organizacja i historia Łódzkiej Giełdy Pieniężnej i jej akta (1899–1939)*, „Archeion” 1967, nr 46, s. 155–169.

³ *Giełda Pieniężna w Warszawie — Sprawozdanie za rok 1928*, Warszawa 1929.

⁴ *Giełda Pieniężna w Warszawie — Sprawozdanie za rok 1938*, Warszawa 1939.

1939 r.⁵ Tymczasem z zachowanych, lecz bardzo rozproszonych źródeł wynika, że przez większość okresu wojny w Warszawie pręźnie działała półoficjalna, a następnie nieoficjalna giełda, a okupacyjne władze niemieckie miały niemałą wiedzę na jej temat. Niniejszy artykuł jest podsumowaniem kwerendy archiwalnej poczynionej w stołecznych archiwach, mającej na celu zbadanie funkcjonowania giełdy warszawskiej w latach okupacji.

Giełdy a okresy wojenne

Jakkolwiek rynki kapitałowe z reguły boleśnie odczuwają wybuchy wojen i ich przebieg, to właściwie nigdy nie następuje całkowity zanik obrotów akcji, obligacji czy też walut⁶. Podobnie rzecz się miała m.in. na ziemiach polskich w okresie pierwszej wojny światowej — warszawska giełda funkcjonowała przez prawie cały jej okres, jedynie z mniejszymi przerwami⁷. Notabene nawet w skrajnych warunkach, tak jak w Rosji po rewolucji październikowej, kiedy działalność giełdy została zakazana, rynek kapitałowy nie zamarł zupełnie, a jedynie zszedł do podziemia. Przykładowo, jeszcze w 1926 r. skupowane były (za ułamek ceny nominalnej) przedrewolucyjne rosyjskie papiery wartościowe przez inwestorów zagranicznych, którzy zapewne liczyli na zmiany polityczno-gospodarcze na Wschodzie w przewidywalnej przyszłości⁸.

Giełda warszawska w okresie drugiej wojny światowej

Działalność Giełdy Pieniężnej w Warszawie została zawieszona z dniem 1 września zarządzeniem Ministra Skarbu⁹. Gmach Giełdy przy ul. Królewskiej zniszczyły naloty niemieckie kilkanaście dni później. Ale niebawem nieoficjalne transakcje ruszyły na dobre — ogłoszenia na temat sprzedaży walorów trafiały do gazet, nie brakowało prywatnych spekulantów¹⁰. Również te banki, którym władze okupacyjne zezwoliły na działalność, rozpoczęły handel walorami, a nawet uzgodniły terminy nielegalnych, ale codziennych (sic!) spotkań quasi-giełdowych¹¹. Z przyczyn zapewne praktycznych władze niemieckie (a dokładniej Urząd Nadzoru Bankowego w Krakowie, niem. Bankaufsichtsstelle) stosunkowo szybko wydały zgodę na funkcjonowanie giełdy warszawskiej. Wznowiła ona oficjalną działalność w lutym 1940 r. Od lipca prowadziła działalność pod nadzorem rządowego komisarza — Austriaka Oskara Śladeczki, będącego jednocześnie dyrektorem warszawskiego oddziału Banku Emisyjnego¹². Pod koniec 1942 r. władze okupacyjne usunęły kolejnego komisarza giełdy,

⁵ Z. Landau, J. Tomaszewski, *Bank Handlowy w Warszawie S.A.: historia i rozwój 1870–1970*, Warszawa 1970, s. 227, 228.

⁶ Por. np. E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton 2009, tam literatura przedmiotu.

⁷ M.in. L. Kotowicz, *Giełda Warszawska podczas okupacji*, „*Ekonomista*” 1918, nr 4; idem, *Kronika Finansowa*, ibidem 1919, nr 3–4. Por. też wydania „*Gazety Losowań Papierów Publicznych*” z okresu pierwszej wojny światowej. Co ciekawe, wahania kursów nie były wcale wysokie (w granicach 10–20 proc.).

⁸ B. Arkin, J. Zajdenman, *Co i jak można odzyskać z mienia utraconego wskutek wojny i inflacji*, Warszawa 1927, s. 9, 10.

⁹ AAN, Bank Handlowy w Warszawie SA [dalej: BH], 271B, k. 16.

¹⁰ Ibidem, k. 17. Por. też Z. Landau, J. Tomaszewski, op. cit., s. 226, 227.

¹¹ AAN, BH, 271B, k. 17.

¹² Ibidem.

Heinricha Winklera — jednak bez wycofywania zgody na zwoływanie samych zebrań. Jak pisze kronikarz Banku Handlowego, miało to o tyle pozytywne skutki, że pozwoliło doprowadzić do zbliżenia oficjalne, sztywne notowania giełdowe z kursami papierów wartościowych będących w obrocie prywatnym poprzez podwyższenie tych pierwszych. Ten swego rodzaju zmniejszony nadzór trwał zapewne nie później niż do początku 1944 r., gdyż przynajmniej od kwietnia 1944 r. w imieniu komisarzy giełdowych (Börsenkommissars) cotygodniowe (sic!) raporty do kierownika Urzędu Nadzoru Bankowego w Generalnym Gubernatorstwie¹³ wysyłał T. Mierzyński¹⁴.

Obroty giełdowe

Zaraz po wybuchu wojny nastąpiła duża podaż papierów wartościowych, gdyż prywatni właściciele chcieli je sprzedać, aby zaspokoić swoje potrzeby bytowe¹⁵, zapewne też bali się całkowitej utraty ich wartości. Niewielu natomiast znajdowało się nabywców. W późniejszych miesiącach nastąpił jednak wzrost obrotów, z pewnością m.in. także dzięki legalizacji zgromadzeń giełdowych. Zapewne nie bez znaczenia dla rynku papierów wartościowych była także okoliczność, że swoją działalność kontynuowały Towarzystwa Kredytowe: Ziemskie i Miejskie (z tych ostatnich wszystkie, które miały swoją siedzibę na terenie Generalnego Gubernatorstwa, a więc w Warszawie, Kielcach, Siedlcach, Lublinie, Piotrkowie, Radomiu i Częstochowie). Czerwiec 1940 r., na skutek działań wojennych na Zachodzie, przyniósł ponowny, drastyczny spadek obrotów¹⁶. Z czasem jednak sytuacja się ustabilizowała (oczywiście jak na warunki wojenne, bo zmiany w obrocie wynosiły faktycznie nieraz kilkadziesiąt procent na dany papier wartościowy w porównaniu z poprzednim tygodniem)¹⁷, a nabywcami coraz częściej stawały się osoby fizyczne. Świadczą o tym m.in. dokumenty pozostałe po dość intensywnych transakcjach zakupu poszczególnych akcji i obligacji pełnomocnika hr. Jerzego Łubieńskiego, Zygmunta Kwiatkowskiego, w czerwcu 1941 r.¹⁸ Sam hrabia Łubieński bez problemu mógł w nieco późniejszym czasie pobrać z Banku Handlowego swoje papiery wartościowe, będące zabezpieczeniem jego tzw. rachunku *on'call*¹⁹ — zapewne również do celów transakcyjnych. Nie zmienia to faktu, że (tak jak i przed wojną) najczęściej obiema stronami transakcji były instytucje finansowe²⁰.

Średnia miesięczna wysokość obrotów na giełdzie wyniosła ok. 2,2 mln złotych w 1941 r., 3 mln złotych w 1942, 5 mln złotych w 1943 i ok. 5,5 mln złotych w pierwszej połowie 1944 r.²¹ Jak na warunki wojenne były to wartości ogromne, zwłaszcza biorąc pod uwagę fakt,

¹³ Którym był kolejny Austriak na kierowniczym szczeblu w instytucjach finansowych Generalnego Gubernatorstwa, Karl Laschtowiczka.

¹⁴ AAN, Rząd Generalnego Gubernatorstwa w Krakowie [dalej: Rząd GG], 1299, k. 19. Być może chodzi tu o Tadeusza Mierzyńskiego, przed wojną jednego z zastępców dyrektorów Banku Polskiego i członka Komisji Dewizowej, utworzonej na mocy Dekretu Prezydenta I. Mościckiego z dnia 26 IV 1936 r. w sprawie obrotu pieniężnego z zagranicą oraz obrotu zagranicznymi i krajowymi środkami płatniczymi (Dz. U. R.P. z dnia 27 kwietnia 1936 r.), ale autor nie był w stanie tego stwierdzić z całą pewnością.

¹⁵ AAN, BH, 271B, k. 16–17.

¹⁶ Ibidem, k. 20–21.

¹⁷ AP m.st. Warszawy, Urząd Szefa Okręgu Warszawskiego, k. 42–43; AAN, Rząd GG, 1299, k. 2–5 i in.

¹⁸ AGAD, Archiwum Łubieńskich, 10f, k. 180–186. Por. też AAN, BH, 442/135, k. 98–105.

¹⁹ AGAD, Archiwum Łubieńskich, 10f, k. 197.

²⁰ AAN, BH, 47/184.

²¹ AP m.st. Warszawy, Urząd Szefa Okręgu Warszawskiego, k. 26–27; AAN, Rząd GG, 1299, k. 2–5.

że przeciętny miesięczny obrót papierami procentowymi i akcjami w roku 1938 oscylował na poziomie 8 mln złotych, a w latach kryzysu był niższy²² — i to nawet przy uwzględnieniu wysokiej wojennej inflacji. Do tych danych należy również dodać handel prywatny, z pewnością niemały. Największym nabywcą „walorów” był Bank Handlowy, którego transakcje pokrywały ok. jednej czwartej wysokości całego obrotu giełdy²³. Przy tym wartość rocznych obrotów papierami wartościowymi tego banku w latach 1940–1942 oscylowała w granicach 15 mln złotych, w porównaniu z niespełną 30 mln obrotu w roku 1938. I znów, nawet biorąc pod uwagę wojenną inflację, była to suma ogromna, tym bardziej że w czasie wojny działalność Banku była ograniczona jedynie do terenu Generalnego Gubernatorstwa.

Kursy

Zrozumiałe, że wraz z wybuchem wojny nastąpiły bardzo duże wahania cenowe w stosunku do wszystkich papierów wartościowych, ale po początkowym „tąpnięciu” w późniejszych miesiącach nastąpił wzrost cen, niekiedy wręcz powyżej wartości kursów przedwojennych (choć cały czas należy pamiętać o inflacji). Wspomniany wyżej spadek obrotów na przełomie II i III kwartału 1940 r. spowodował również drastyczny spadek cen, co pokazuje tabela 1.

Tabela 1: Kursy wybranych papierów wartościowych w okresie grudzień 1939–lipiec 1940 (w złotych)

	XII 1939 ¹	II 1940	IV 1940	VII 1940
Papiery procentowe				
4,5% Listy Zastawne Ziemskie	63,5	79	99	
5% L. Z. M. Warszawy	60	79	96	36
Akcje				
Bank Polski	55	83		11
Zakłady Żyrardowskie Hielle i Dietrich	35	45	106	28
Warszawskie Towarzystwo Fabryk Cukru	40	53	77	23
Lilpop, Rau & Loewenstein	55	82	130	30
Starachowickie Zakłady Górnicze	37	60	112	19
Zakłady Ostrowieckie	35	45	106	28

Źródło: AAN, BH, 271B, k. 20–21.

¹ Dane ze zgromadzeń nieoficjalnych

Późniejszy okres charakteryzował się jednak stabilnym wzrostem oficjalnych cen wszystkich papierów wartościowych. Nie oznacza to, że nie występowały wówczas wahania cenowe, ale były one w dużej mierze spowodowane wspomnianą wyżej sporą zmienną obrotów w skali miesięcznej, a nawet tygodniowej. Kursy wybranych „walorów” w okresie wojny, wraz z porównaniem do cen przedwojennych, podaje tabela 2.

²² *Giełda Pieniężna w Warszawie — Sprawozdanie za rok 1938*, s. 38–39.

²³ AAN BH 271b, k. 19

Tabela 2: Roczne kursy wybranych papierów wartościowych w okresie 1938–1944 (w złotych)

	VII 1938	VII 1939	VII 1940	VI 1941	VI 1944
Papiery procentowe					
4,5% Listy Zastawne Ziemskie	64,75	56,5	28 ²	70	350
5% L. Z. M. Warszawy	80,63	63	36	70	205
Akcje					
Bank Polski	125	105,75	11		260
Zakłady Żyrardowskie Hielle i Dietrich	55,88	46,5	28		340
Warszawskie Towarzystwo Fabryk Cukru	39,63	36	23		210
Lilpop, Rau & Loewenstein	90,5	77,5	30		370
Starachowickie Zakłady Górnicze	39,5	48,25	19		230
Zakłady Ostrowieckie	62,25	79,25	28		390
L. Zieleniewski & Fitzner i Gamper	61 ¹	57,5		39	240

Źródło: Zestawienie autora na podstawie: *Giełda Pieniężna w Warszawie — Sprawozdanie za rok 1938*, „Gazeta Giełdowa i Losowań” z 25 VII 1939 r.; AAN, BH, 271B; AGAD, Archiwum Łubieńskich, 10f, AAN, Rząd GG, 1299.

¹ Akcja w lipcu 1938 r. nienotowana, dane z grudnia 1938

² Wartość przybliżona

Ogólnie rzecz biorąc, wahania — zarówno w górę, jak i w dół — dotyczyły bardziej akcji niż papierów procentowych, choć różnice pod tym względem nie były duże (por. tabela 1 i 2). Ponieważ Zgromadzenie Giełdowe nawet bez komisarza dążyło do względnej stabilizacji kursów, w III kwartale 1943 r., wraz ze zwiększonym ruchem transakcyjnym (spowodowanym zapewne wieściami z frontów), ponownie pojawiły się różnice pomiędzy kursami oficjalnymi a czarnorynkowymi (dochodzące do jednej trzeciej wartości papieru)²⁴. Różnice te się pogłębiały wraz z coraz większym spadkiem wartości pieniądza w okupowanym kraju²⁵.

Podsumowanie

Jak wspomniano wyżej, z reguły się przyjmuje, że warszawska Giełda Pieniężna zakończyła działalność wraz z wybuchem drugiej wojny światowej. Nawet na stronie obecnej Giełdy Papierów Wartościowych widnieje informacja: „Z chwilą wybuchu II wojny światowej giełda w Warszawie została zamknięta”²⁶. W rzeczywistości została zawieszona na mocy zarządzenia ministra skarbu, ale wkrótce wznowiła działalność, otrzymując zgodę władz okupacyjnych. Zwraca przy tym uwagę bardzo „rzetelny” nadzór ze strony tychże władz —

²⁴ AAN, BH, 271B, k. 22. Por. też Z. Landau, J. Tomaszewski, op. cit., s. 228.

²⁵ Wzrost cen w czasach wojny omawia np. T. Szarota w książce *Okupowanej Warszawie dzień powszedni*, Warszawa 1973, s. 206.

²⁶ <http://www.gpw.pl/historia> (dostęp: 4 I 2013).

do Urzędu Nadzoru Bankowego przez cały okres kierowano cotygodniowe i comiesięczne raporty z funkcjonowania giełdy, także po wycofaniu przez Niemców jej komisarza.

Nie ulega wątpliwości, że życie pod okupacją, także to gospodarcze, wykazywało dużo objawów „normalności”. Mimo to wydawałoby się, że w trakcie strasznych doświadczeń wojny nie ma miejsca na większe przejawy rynku kapitałowego. Jak mogliśmy się jednak przekonać, rynek w Warszawie dobrze dostosował się do sytuacji wojennej i funkcjonował prężnie i bez większych przeszkód aż do wybuchu Powstania Warszawskiego — oficjalnych transakcji dokonywano jeszcze przynajmniej 27 VII 1944 r.²⁷ Merkury po raz kolejny pokazał swoją niezależność od Marsa.

The Stock Exchange in Warsaw at the Time of the Second World War

The article intends to describe the functioning of the Warsaw Stock Exchange during the Second World War. It is common belief that the activity of the Exchange came to an end after the outbreak of the war. Meanwhile, the capital market remained active also in the wake of the German invasion. Relatively soon it was legally sanctioned by the occupation authorities, which appointed the Austrian Oskar Slandeczka as the Exchange commissar. From 1942 the Exchange was only semi-official but the German authorities tolerated it and, as archival material shows, possessed extensive pertinent information.

Naturally, the exchange rate variability was extreme. Prices dropped at the beginning of the war (in particular shares — from 30% to 50%), but in the following months the capital market gradually grew stable and rates rose. A successive enormous crash took place in the middle of 1940s, in the wake of successful German campaigns in Western Europe. This period was followed by yet another rise of prices, albeit considerably lesser than the inflation.

The turnovers were much lower than before the war, although after a drastic fourfold fall during the early stage of the war they too ascended. An independent, illegal trade in securities also took place. It would be difficult to determine its range, but it is known that the prices of the securities were, as a rule, higher than the (semi-) official ones and differences reached one-third of the value.

The definitive end of the Warsaw Stock Exchange coincided with the outbreak of the Warsaw Uprising. It was reactivated after the fall of communism.

²⁷ AAN, BH, 47/184, k. 104.