

MECHANIZMY BANIEK SPEKULACYJNYCH – SPOJRZENIE PSYCHOLOGICZNE I EKONOMICZNE

KATARZYNA MAZUR
kasia.mazur1@gmail.com



Here comes another bubble („nadchodzi kolejna bańka”) to tytuł popularnego utworu grupy The Richter Scales. Teledysk otwiera wypowiedź jednego z inwestorów, Petera Thiela, pochodząca z października 2007 r.: *There is absolutely no bubble in technology* - „Nie ma absolutnie żadnej bańki w technologii”. Z kolei w pierwszym kwartale 2011 r. wiele serwisów informacyjnych zadawało pytanie, czy bańka technologiczna (*Tech Bubble*) już się zaczęła – i wtedy nie brakowało odpowiedzi twierdzących. W trzecim kwartale pytanie o bańkę technologiczną (*Tech Bubble*) było kwestią otwartą, a potem stało się zupełnie nieważne na tle kryzysu w strefie Euro.

Definicje bańki spekulacyjnej wskazują zwykle, że pojawia się ona, gdy ceny aktywów, zwłaszcza akcji, przewyższają znacznie ich rzeczywistą, wewnętrzną wartość¹. Oczywiście, powstaje tu problem z możliwością wyznaczenia wartości wewnętrznej. Istnieją dwa główne podejścia do tej kwestii. Pierwsze – racjonalne – zakłada, że ceny akcji wyznaczone są na podstawie wartości spółki, a ta wycieczona jest w oparciu o szacunki przyszłych nadwyżek finansowych. Drugie utrzymuje, że wartość wewnętrzna w ogóle nie istnieje, a ceny akcji są wyznaczone w wyniku gry popytu i podaży. Ogólnie rzecz ujmując: bańka powstaje, gdy oczekiwania inwestorów, dotyczące korzyści finansowych, znacznie przekraczają możliwości generowania takich korzyści przez spółkę, czy grupę spółek. Zamiennie z określeniem „bańka spekulacyjna” używa się terminów „bańka finansowa”, „bańka cenowa”, „mania spekulacyjna”, „gorączka spekulacyjna” i in.

Jednym z hasel nierozłącznie związanych z pojęciem bańki spekulacyjnej jest szaleństwo. Izaak Newton, po stracie sporego majątku, w opisanej niżej aferze związanej z Kompanią Mórz Południowych, miał powiedzieć, że „można przewidzieć ruch gwiazd, ale nie szaleństwo ludzi”². Jedną z najpopularniejszych książek opisująca bańki spekulacyjne nosi tytuł *Niezwykłe złudzenia i szaleństwa tłumów*³. Szaleństwo jest tu całkowitym przeciwieństwem racjonalności, czy choćby zdrowego rozsądku. Polega na spontanicznym, nagłym działaniu kierowanym silnymi emocjami. Co więcej, w przypadku gorączek spekulacyjnych, mówi się o „szaleństwie mas”, „zbiorowej hysterii” – a zatem zjawiskach obejmujących nie poszczególne jednostki, ale całe grupy.

NAJSŁYNNIEJSZE BANIEK W HISTORII

Wyznaczyliśmy chyba najważniejsze elementy bańki: rozbieżność między modelami ekonomicznymi a oczekiwaniami, silne emocje i działanie masowe. Niewielkie bańki, dotyczące pojedyncze spółki, są częścią codziennego funkcjonowania rynków. Z kolei naprawdę duże manie zdarzają się rzadko i na długo pozostają w pamięci.

¹ *Speculative Bubble*, <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Speculative+Bubble>, 20.11.2011.

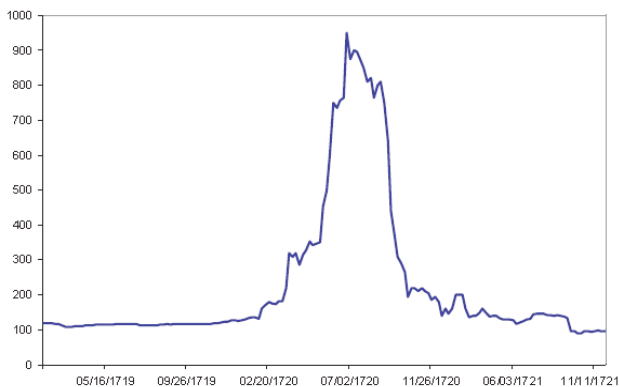
² P. Rożyński, *Spekulacyjny pieniądz krąży po świecie, szukając okazji do szybkiego zarobku*, „Dziennik Gazeta Prawna” 26.11.2010-11-26, http://forsal.pl/artykuly/467818,speculacyjny_pieniadz_krazy_po_swiecie_szukajac_okazji_do_szybkiego_zarobku.html, 18.04.2012.

³ Napisał ją szkocki dziennikarz Charles Mackay. Została wydana po raz pierwszy w 1841 r., ale nadal jest uważana za ważne studium spekulacji.

Afera Kompanii Mórz Południowych⁴ jest jedną z pierwszych wielkich i dobrze opisanych baniek w historii. Kompania została założona w 1711 r. w Anglii, w celu przywrócenia wiarygodności kredytowej rządu. Spółka przejęła dług rządowy w wysokości prawie 10 mln funtów w zamian za monopol na handel z Ameryką Południową. Zarząd nie miał żadnego doświadczenia w tym obszarze, świetnie radził sobie natomiast z działaniami PR. Mimo niepowodzeń handlowych i logistycznych, akcje spółki rosły. Prestiżu dodało wsparcie spółki przez króla Jerzego I. Po serii działań marketingowych (oraz wątpliwych etycznie operacji) w 1720 r. ceny akcji zaczęły gwałtownie rosnąć. Wypuszczano kolejne emisje akcji, by zaspokoić rosnący popyt. Mimo tego, ceny wzrosły od nieco ponad 100 funtów w styczniu do 1000 funtów w sierpniu, by następnie gwałtownie spaść (rys. 1). W okresie, gdy cena rosła, pojawiło się wiele innych spółek, często z absurdalnymi pomysłami, jak produkcja światła słonecznego z ogórków, czy import oślich samców z Hiszpanii⁵. Jednym z bardziej szalonych pomysłów była chyba „zyskowna kompania od przedsięwzięcia i wykonywania, ale nikt nie wie czego”⁶. Spółki te szybko zaczęto nazywać bańkami – *bubbles* – ponieważ wiele z nich zniknęło w przeciągu jednego tygodnia (wraz z kapitałem naiwnych inwestorów). Upadki mniejszych spółek nie wpływały jednak na ceny akcji Kompanii. Dopiero, gdy latem rozeszła się wiadomość o tym, że zarząd sprzedaje swoje udziały, rynek wpadł w panikę. Cena akcji poszybowała w dół. Przy okazji mocno nadzarpnięto wizerunek rządu. Rezultatem afery było uchwalenie, jeszcze w 1720 r., *Bubble Act* – ustawy zakazującej spółkom emisji akcji bez królewskiej zgody.

W tym samym czasie Francuzi doświadczyli gorączki spekulacyjnej na akcjach Kompanii Missisipi. Głównym aktorem był Szkot John Law. Postać niezwykle barwna: uciekł z kraju skazany za zabójstwo, podróżował po kontynencie żyjąc z hazardu (wydalono go z Wenecji, a potem także z Genewy, jako niebezpiecznego dla młodzieży) i głosząc swoje teorie ekonomiczne. Zdołał nimi zainteresować Filipa Orleańskiego, który został regentem po śmierci króla Francji Ludwika XIV. Skarb był pusty, a książę nie miał pojęcia o ekonomii, chętnie więc dawał posłuch wskazówkom J. Law, który twierdził, że „bankier, który wypuszcza banknoty bez pokrycia, zasługuje na śmierć”⁷. Początkowo zarządzał *Banque Générale Privée* (Prywatny Bank Generalny), który jednak szybko przemianowano na *Banque Royale* (Bank Królewski). Od 1716 r. bank emitował pieniądź papierowy.

Rys. 1. Ceny akcji Kompanii Mórz Południowych



Daty zostały podane w formacie MM/DD/RRRR.

⁴ Opis Afery Kompanii Mórz Południowych i Afery Kompanii Missisipi na podstawie: Ch. Mackay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, <http://www.gutenberg.org/cache/epub/636/pg636.html>, 19.04.2012.

⁵ B. G. Malkiel *Błądząc po Wall Street*, Warszawa 2003, s. 19.

⁶ Ch. Mackay, dz. cyt.

⁷ Ch. Mackay, dz. cyt.

W międzyczasie zakupiono upadającą Kompanię Missisipi, a ta następnie wchłonęła inne spółki. W maju 1719 r. funkcjonowała już pod nazwą Stała Kompania Indyjska i miała monopol na handel na wszystkich morzach. Akcje spółki cieszyły się nadzwyczajną popularnością. Tłumy oblegały plac przed siedzibą J. Law. Co więcej akcje można było kupić m.in. za obligacje państwowe. W ten sposób zadłużenie Francji zostało przetransferowane do instytucji zależnej do państwa. Ponadto, aby zaspokoić popyt na pieniądź wywoływany rosnącymi cenami akcji, bank emitował nowe banknoty. Utworzyło to błędne koło:

- wzrost cen akcji powodował wzrost popytu na pieniądź,
- wzrost popytu na pieniądź powodował wzrost jego podaży,
- wzrost podaży pieniądza pociągał za sobą zwiększenie popytu na akcje,
- zwiększony popyt na akcje powodował wzrost ich cen.

J. Law zdawał sobie sprawę, że cały system zmierza w niebezpiecznym kierunku. Regent był jednak zachwycony doskonałymi rezultatami. Gdy część inwestorów rozumiała, że wzrost cen musi się kiedyś skończyć oraz że obietnice już dawno przekroczyły możliwe zyski w Nowym Świecie, rozpoczął się proceder wywozu pieniądza kruszcowego z kraju. Desperackie zakazy, edykty i akcje propagandowe nie zdołały utrzymać zaufania do J. Law, Kompanii Indyjskiej i państwa. Ceny akcji gwałtownie spadły, rujnując jednocześnie wiele nowopowstałych fortun. J. Law został zmuszony do ucieczki z kraju. Zmarł w samotności w Wenecji w 1729 r.

W XX w. jedną z większych baniek była tzw. *Roaring Twenties Bubble* w Stanach Zjednoczonych zakończona Wielką Depresją. Zmiany społeczne i kulturowe szły w parze z rozwojem technologicznym. Symbolami stały się samochód Forda, radio i kino. Wzrosła produkcja energii elektrycznej. Jednak część konsumpcji była finansowana za pomocą długu⁸. Amerykanie brali kredyty zarówno po to, by finansować zakup nowych dóbr, jak i w celu nabycia akcji. Banki udzielały kredytów pod zastaw przewartościowanych akcji. Popularnością cieszyły się zwłaszcza spółki związane z nowymi technologiami. 3 września 1929 r. indeks Dow Jones Industrial Average (DIJA) osiągnął szczyt. Część inwestorów zorientowała się, że niektóre spółki są przewartościowane. Dzień 24 października 1929 r. przeszedł do historii pod nazwą „Czarnego Czwartku” – rozpoczęła się paniczna wyprzedaż akcji. Mimo, że piątek przebiegł stosunkowo spokojnie, w poniedziałek DIJA spadł o rekordowe 38 punktów⁹. Potem nastąpił „Czarny Wtorek”, kiedy obrocono blisko 16.5 mln akcji¹⁰. Te „czarne” dni uważa się za początek Wielkiego Kryzysu. Wiosną 1930 r. DIJA lekko wzrósł, by następnie znów runąć we wczesnych latach trzydziestych.

Na przełomie XX i XXI w. urosła i pękła tzw. Bańka Internetowa (*Internet Bubble, Dot-com Bubble*). Napędził ją, podobnie jak bańkę w latach dwudziestych, rozwój technologii. Tym razem chodziło szczególnie o technologie wykorzystujące szybko rozwijającą się sieć internetową. Bańka Internetowa zaczęła przybierać na sile około 1995 r. Jeszcze w połowie 2000 r. wielu inwestorom wydawało się, że nic nie może zatrzymać wzrostu w branży. Inwestowano nawet w spółki przynoszące niewielkie zyski lub ponoszące straty. Ceny ich akcji miały odzwierciedlać wspaniałą przyszłość. Dominującą strategią tych spółek było stawianie na szybką ekspansję i zwiększanie rozpoznawalności marki. Zyski miały pojawić się później. Przykładem może być

⁸ G. Smiley, *Great Depression, The Concise Encyclopedia of Economics*, <http://www.econlib.org/library/Enc/GreatDepression.html>, 02.10.2011.

⁹ S. Montana, *Historical Facts About the Great Depression*, <http://history.knoji.com/facts-of-the-great-depression/>, 02.10.2011.

¹⁰ *The American Great Depression*, <http://www.amatecon.com/gd/gdtimeline.html>, 02.10.2011.

Webvan¹¹, internetowe delikatesy. Szybko stworzono rozbudowaną infrastrukturę. W szczytowym momencie obsługiwano 10 rynków lokalnych w Stanach Zjednoczonych. Zamierzano wejść na 26. Ostatecznie, po bankructwie w 2001 r., Webvan został wcielony do Amazon.com.

Często zarządy spółek nie miały doświadczenia w branży, w której chciały działać. Wiele pomysłów było oderwanych od potrzeb klientów lub po prostu absurdalnych. Brakowało też rzetelnych modeli biznesowych i biznesplanów – twórcy spółek nie wiedzieli, na czym chcą zarabiać. Ideą spółki SwapIt.com¹² było pośredniczenie w wymianie gier i innego software'u między internautami. Klient wysyłał płytę spółce i w zamian otrzymywał pewną ilość wirtualnej waluty, którą mógł następnie wymienić na inne oprogramowanie. Spółka chciała zarabiać na wyświetlaniu reklam. Model okazał się całkowicie nieudany. Bańka pękła rujnując wiele spółek.

Indeks NASDAQ Composite jest uważany za wskaźnik mówiący o sytuacji w branży technologicznej. Rys. 2 pokazuje jego zmiany w latach 1991-2011. Widać na nim gwałtowny wzrost wartości w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych i równie szybki spadek na samym początku XXI w. Około 2004 r. indeks powrócił na „normalne”, lekko wzrostowe tory. Załamanie w 2009 r. było reperkusją globalnego kryzysu finansowego wywołanego bańką na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych.

Rys. 2. Wartość indeksu NASDAQ Composite w latach 1991-2011



Wartości podane są w tysiącach.
 Źródło: <http://finance.yahoo.com/echarts>, 22.11.2011.

MODEL BAŃKI SPEKULACYJNEJ

George Soros, wzbudzający kontrowersje finansista amerykański, opisuje to zagadnienie w trochę innych słowach: „Istnieje dwukierunkowe zwrotne powiązanie między percepcją i rzeczywistością, które może wspierać wzrost samowzmacniającej i ostatecznie samowygaszającej się fali wzrostu. Każda bańka składa się z trendu i błędnego przekonania, które pozostają ze sobą w interakcji”¹³. Zauważa on przede wszystkim słabość tradycyjnych teorii ekonomicznych¹⁴, które zakładają, że ludzie zachowują się racjonalnie i mają dostęp do pełnej informacji – w podejmowaniu decyzji kierują się wiedzą. Jego zdaniem, zachowaniem ludzi rządzi dwa powiązane

¹¹ Na podstawie: P. Patsuris, *Disaster Of The Day: Webvan*, <http://www.forbes.com/2001/01/10/0110disaster.html>, 15.11.2011; K. German, *Top 10 dot-com flops*, http://www.cnet.com/1990-11136_1-6278387-1.html, 15.11.2011.

¹² P. J. Kaplan, *Fiercely Stupid*, "Newsweek" 25.3.2002, t. 139, s. 52.

¹³ G. Soros, *The New Paradigm for Financial Markets*, New York 2008, s. XI.

¹⁴ Tamże, s. 66-72.

ze sobą elementy: funkcja kognitywna i funkcja manipulacji¹⁵. Zwrotność polega na tym, że oczekiwania są zależne od percepcji sytuacji, a sytuacja jest kształtowana m.in. pod wpływem oczekiwań inwestorów (rys. 3). Obie funkcje działają równolegle, a nie sekwencyjnie. Oznacza to, że ludzie zmieniają sytuację, w tym samym czasie, w którym ją spostrzegają. Prowadzi to nieuchronnie do kolejnych błędów i trudności z planowaniem i podejmowaniem decyzji.

Rys. 3. Zwrotność w teorii G. Sorosa



Źródło: Opracowanie własne.

Opracowana przez G. Sorosa teoria zwrotności przyjmuje za jedną z głównych zasad podstawową omylność. Istotą podstawowej omylności jest to, że ludzka percepcja zawsze wypacza rzeczywistość – myślenie zawsze jest obciążone błędem¹⁶. Zdarzenia są obiektywne, ale ich percepcja jest subiektywna. Tych subiektywnych punktów widzenia jest tyle, ilu jest uczestników rynku¹⁷. Wchodząc ze sobą w interakcje oddziałują oni na wzajemną percepcję rzeczywistości (oraz pośrednio na samą rzeczywistość).

Podobna teza funkcjonuje w psychologii pod nazwą samospełniającej się przepowiedni. Ta koncepcja została po raz pierwszy sformułowana przez Roberta K. Mertona w 1949 r. Zakłada ona, że pewne błędne tezy mogą wpłynąć na zachowania jednostek i sprawić, że ich oczekiwania się sprawdzą. Poszczególni ludzie nie działają w izolacji, ale komunikują się ze sobą wpływając na swoją percepcję i zachowanie. Mechanizm samospełniającej się przepowiedni jest następujący¹⁸:

1. Część jednostek formułuje błędne oczekiwania na temat jakiegoś aspektu rzeczywistości. Mogą na przykład twierdzić, że jakaś branża stoi u progu nadzwyczaj szybkiego wzrostu.
2. Te jednostki są wystarczająco liczne i posiadają wystarczający autorytet, by przekonać do swoich zapatrywań innych uczestników rynku.
3. Inni uczestnicy rynku podejmują takie zachowania, jakby ich oczekiwania były trafne, co oznacza wzrost popytu na akcje spółek w danej branży.
4. Cena akcji rośnie w wyniku rosnącego popytu (przepowiednia się spełnia).

Barńka spekulacyjna powstaje, gdy mechanizm ten działa odpowiednio długo i intensywnie, by przełamać „normalne” zasady panujące na rynku. G. Soros pisze, że „możemy rozróżnić na rynkach finansowych normalność, zwykłe zdarzenia, które są przewidywalne i procesy zwrotne, które są nieprzewidywalne. Te drugie mają większą wagę, ponieważ zmieniają bieg historii”¹⁹.

G. Soros opisuje zjawisko manii spekulacyjnej pod nazwą samowzmacniającej i samowygaszającej się fali. Wymienia osiem etapów w cyklu życia takiej fali (rys. 4)²⁰:

1. Trend nie jest dostrzegany.
2. Przekonania inwestorów wzmacniają trend. Inwestorzy zaczynają go dostrzegać.

¹⁵ Tamże, s. 3-9.

¹⁶ Tamże, s. 31.

¹⁷ Tamże, s. 33-36.

¹⁸ Por.: T. Tyszka, T. Zaleskiewicz, *Psychologia pieniądza*, [w:] T. Tyszka (red.), *Psychologia ekonomiczna*, Gdańsk 2004, s. 118-119.

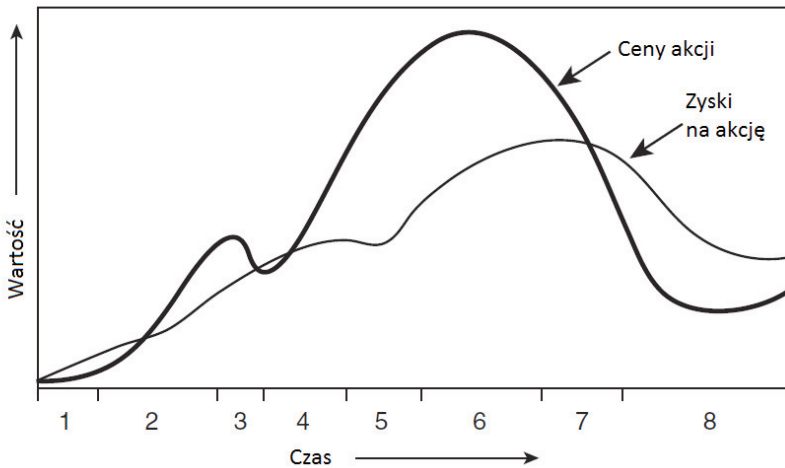
¹⁹ Tamże, s. 35. G. Soros zauważa, że nie tylko zdarzenia zwrotne mają wymiar historyczny. Szczegółowość zdarzeń zwrotnych polega na tym, że zmieniają one obiektywne i subiektywne aspekty rzeczywistości.

²⁰ Tamże, s. 83-84.

3. Testowanie trendu: zahamowanie wzrostu lub spadek.
4. Utrwalenie nierównowagi rynkowej.
5. Oczekiwania w oczywisty sposób mijają się z rzeczywistością.
6. Uczestnicy nadal zachowują się zgodnie z trendem, choć już w niego nie wierzą.
7. Punkt zwrotny: odrzucenie dominującego przekonania.
8. Gwałtowny spadek.

Model zakłada, że, aby mogła powstać samowzmacniająca i samowygaszająca się fala, konieczne jest równoczesne zaistnienie dwóch warunków. Po pierwsze, wzrost musi być finansowany za pomocą długu. Po drugie, musi istnieć błędne przekonanie lub błędna percepcja rzeczywistości. Warto zwrócić uwagę na charakterystyczny kształt fali. Na wykresach dotyczących *South Sea Bubble* oraz *Dot-com Bubble* można również dostrzec fazę, w której pojawia się trend wzrostowy, jego testowanie, gwałtowny wzrost wartości, punkt przełomowy oraz raptowny spadek. Warto również zwrócić uwagę, że czas trwania opisanych wcześniej baniek jest dosyć krótki, okres szybkiego wzrostu i pęknięcia bańki to zaledwie kilka do kilkunastu miesięcy mimo, że pierwsze błędne przekonania pojawiają się nawet kilka lat wcześniej.

Rys. 4. Model teoretyczny samowzmacniającej i samowygaszającej się fali



Źródło: <http://www.invested.com.au/90/cool-head-hysteric-time-38882/>, 22.11.2011.

Podobnie do G. Sorosa ujmuje zagadnienie Charles Kindleberger. W trakcie gorączki spekulacyjnej nastawienie ludzi jest zmienne: od racjonalnego do oderwanego od rzeczywistości. Różne grupy są na różnych stadiach, w różnych punktach kontinuum racjonalność – nieracjonalność. Ich percepcja może być silniej lub słabiej obciążona błędem. Wtedy pojawiają się masowe złudzenia, dotyczące oceny sytuacji, co prowadzi do wyboru niewłaściwej reakcji²¹. Kiedy tłum uświadamia sobie, że jest w błędzie – jest już za późno – bańka jest nadmuchana, a jej pęknięcie wiąże się z poważnymi stratami.

²¹ Ch. P. Kindleberger, *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, Warszawa 1999, s. 43.

PSYCHOLOGIA BAŃKI

W trakcie gorączki spekulacyjnej ujawnia się szereg mechanizmów i zjawisk psychologicznych. Do najważniejszych należą błędy percepcji, dysonans poznawczy, wpływ emocji na podejmowanie decyzji oraz konformizm.

Jak zostało zaznaczone wcześniej, na decyzje inwestorów wpływa to, jak spostrzegają i interpretują sytuację. Percepcja składa się z dwóch elementów: rejestracji bodźców oraz ich interpretacji (nadawaniu znaczenia, sensu). Pierwszy z tych procesów ma charakter biologiczny: pobudzone receptory, za pośrednictwem sieci neuronów, wysyłają odpowiednie sygnały do mózgu. Drugi proces, chociaż również wykorzystuje układ nerwowy, ma charakter psychologiczny. Poszczególne bodźce są umieszczane w kontekście innych, a interpretacja polega na nadaniu im sensu na podstawie zgromadzonej wcześniej wiedzy, odczuć i oczekiwań. Eksperymenty Richarda Thalera i jego koncepcja *Mental Accounting* mówią o wpływie oczekiwań na spostrzeganie zysków i strat²².

Mechanizm dysonansu poznawczego może tłumaczyć, dlaczego ludzie kontynuują inwestowanie w określoną branżę lub spółkę mimo sygnałów, że może to być ryzykowne lub błędne. Elliot Aronson definiuje dysonans poznawczy jako stan negatywnego napięcia wynikającego z posiadania przez jednostkę dwóch idei, przekonań, opinii, które są psychologicznie sprzeczne²³. W celu zredukowania tego napięcia ludzie angażują się w zachowania, które trudno uznać za racjonalne: mogą np. unikać nowych informacji lub rozwijać interpretacje zdarzeń zgodne z ich wcześniejszymi zachowaniami. Wydaje się, że dysonans odgrywa ważną rolę przy powstawaniu baniek spekulacyjnych. Inwestorom trudno pogodzić się z tym, że ich przekonania mogą być błędne. Kontynuują wcześniejsze działania polegające na kupowaniu akcji określonych spółek. Błędne przekonania są dodatkowo wzmacniane w trakcie interakcji z innymi inwestorami.

Herbert Simon podkreśla, że ludzkie możliwości przetwarzania informacji są ograniczone²⁴. Ponadto mają oni dostęp tylko do niepełnej i niepewnej informacji. Stoi to w sprzeczności z założeniami teorii racjonalnych oczekiwań, które mówią, że konsument – w procesie podejmowania decyzji – korzysta z wszelkich dostępnych informacji. Te ograniczone możliwości sprawiają, że ludzie zmuszeni są do korzystania z heurystyk. Chociaż heurystyki często dają dobre rezultaty, porównywalne do złożonych modeli ekonometrycznych²⁵, są obciążone błędami. Przetwarzanie heurystyczne jest trafniejsze w sytuacjach bardziej typowych, znanych, gdzie podjęcie decyzji jest pewnym automatyzmem. Bańki spekulacyjne są jednak zjawiskami rzadkimi i nietypowymi. Dlatego automatyczne sposoby wnioskowania mogą dawać wyniki bardzo odległe od rzeczywistych.

Decyzje podejmowane są nie tylko w oparciu o analizę informacji, ale również poprzez ocenę emocjonalną. Wydarzenia, obiekty i pojęcia są kodowane w pamięci za pośrednictwem schematów poznawczych i opatrywane emocjonalnymi etykietkami. Emocje pomagają w pierwszej ocenie możliwości w najprostszych kategoriach („lubię” – „nie lubię”, „podoba mi się” – „nie podoba mi się”, „przyjemne” – „nieprzyjemne”). W ten sposób ułatwiają i przyspieszają wybór zachowania. Emocjonalne etykiety zawierają też w pewien sposób zagregowaną wiedzę z wcześniejszych doświadczeń.

Nastrój definiuje się jako słabą emocję, nieskierowaną na żaden określony obiekt. Osoby w dobrym nastroju mają tendencję do lepszego oceniania sytuacji i obiektów niż osoby w złym

²² R. Thaler, *Mental accounting matters*, „Journal of Behavioral Decision Making” 1999, nr 12, s. 183-206.

²³ Por.: E. Aronson, *The Theory of Cognitive Dissonance: A Current Perspective*, [w:] L. Berkowitz (red.), *Advances in Experimental Psychology*, New York 1969, s. 2.

²⁴ Por.: H. Simon, *A behavioral model of rational choice*, „Quarterly Journal of Economics” 1955, nr 69 (1), s. 99-118.

²⁵ J. Czerlinski, D. G. Goldstein, G. Gigerenzer, *How good are simple heuristics?* [w:] G. Gigerenzer, P. M. Todd, ABC Research Group, *Simple Heuristics That Make Us Smart*, New York 1999.

nastroju. Przeprowadzono szereg badań wskazujących, że na nastrój, i podejmowane pod jego wpływem decyzje ekonomiczne, oddziałuje muzyka²⁶, pogoda²⁷, otrzymanie upominku²⁸ i wiele innych czynników. Jeszcze silniej na decyzje wpływają intensywne emocje takie, jak radość, ekscytacja, czy strach, złość i żal, które towarzyszą kolejnym fazom bańki spekulacyjnej.

Nie do pominięcia jest zjawisko konformizmu normatywnego i społecznego dowodu słuszności (konformizm informacyjny). Konformizm normatywny polega na podporządkowaniu grupie i przyjmowaniu jej sposobu myślenia, by uniknąć odrzucenia i konfrontacji. Główną motywacją jest lęk. Zasada społecznego dowodu słuszności polega na tym, że jednostka niepewna, jak powinna się zachować, zachowuje się tak, jak większość grupy. Solomon Asch w słynnym eksperymencie pokazał, że ludzie są zdolni do głoszenia twierdzeń sprzecznych z ich spostrzeżeniami, jeśli grupa, w której się znajdują wygłasza takie twierdzenia²⁹. Zjawisko konformizmu dotyczy zwłaszcza fazy gwałtownego wzrostu fali, gdy wydaje się, że „wszyscy” są absolutnie przekonani, że „będzie dobrze”.

ZAKOŃCZENIE

Pojawianie się i pęknięcie małych baniek jest częścią funkcjonowania rynku. Wiele baniek jest tak małych, że przechodzą właściwie niezauważone – błędne przekonania są porzucane, a na ich miejsce przyjmowane są inne, obciążone innym błędem. Dlatego rynki nie osiągają stanu równowagi, ale wahają się raz w jedną, a raz w drugą stronę. Bańki powstają, gdy korekta nie następuje odpowiednio szybko i percepcja sytuacji na rynku mija się coraz bardziej z rynkową rzeczywistością. Jednak ich identyfikacja jest trudnym zadaniem. W niniejszym artykule podjęto próbę uzupełnienia ekonomicznego modelu bańki spekulacyjnej o opis zjawisk psychologicznych. Wydaje się, że zrozumienie działania baniek wymaga uwzględnienia zaburzeń percepcji, wynikających z oczekiwań oraz wpływu społecznego, ograniczonych możliwości przetwarzania informacji (które skądinąd bywają niepełne i/ lub nieprawdziwe) oraz emocji towarzyszących poszczególnym fazom.

Podjęcie proponowane przez G. Sorosa wydaje się być trafniejsze niż paradygmat ekonomii głównego nurtu. Założenia dotyczące kognitywnych możliwości człowieka są bardziej realistyczne. Jego spostrzeżenia raczej współgrają z osiągnięciami ekonomii behawioralnej i psychologii ekonomicznej. Z tego względu jest ono prawdopodobnie lepszą ramą do analizy nietypowych zjawisk ekonomicznych, jakimi są bańki. Zwłaszcza obiecujące wydaje się pojęcie zwrotności uwzględniające złożoność interakcji między jednostką a rynkiem.

BIBLIOGRAFIA

- Aronson E., *The Theory of Cognitive Dissonance: A Current Perspective*, [w:] Berkowitz L. (red.), *Advances in Experimental Psychology*, New York 1969.
- Asch S. E., *Studies of independence and conformity: A minority of one against a unanimous majority*, „Psychological Monographs” 1956, vol. 70, nr 9.
- Czerlinski J., Goldstein D. G., Gigerenzer G., *How good are simple heuristics?* [w:] Gigerenzer G., Todd P. M., ABC Research Group, *Simple Heuristics That Make Us Smart*, New York 1999.
- Kaplan P. J., *Fiercely Stupid*, „Newsweek” 25.03.2002, t. 139.
- Kindleberger Ch.P., *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, Warszawa 1999.
- Malkiel B. G., *Błądząc po Wall Street*, Warszawa 2003.
- Saunders E. M., *Stock Prices and Wall Street Weather*, „The American Economic Review” 1993, vol. 83, nr 5.
- Simon H., *A behavioral model of rational choice*, „Quarterly Journal of Economics” 1955, nr 69 (1).

²⁶ T. Tyszka, *Decyzje*, Warszawa 2010, s. 127.

²⁷ E. M. Saunders, *Stock Prices and Wall Street Weather*, „The American Economic Review” 1993, vol. 83, nr 5, s. 1337-1345.

²⁸ T. Tyszka, dz. cyt., s. 129.

²⁹ S. E. Asch, *Studies of independence and conformity: A minority of one against a unanimous majority*, „Psychological Monographs” 1956, vol. 70, nr 9, s. 1-70.

Soros G., *The New Paradigm for Financial Markets*, New York 2008.
Thaler R., *Mental accounting matters*, „Journal of Behavioral Decision Making” 1999, nr 12.
Tyszka T., *Decyzje*, Warszawa 2010.
Tyszka T., Zaleskiewicz T., *Psychologia pieniądza*, [w:] Tyszka T. (red.), *Psychologia ekonomiczna*, Gdańsk 2004.

NETOGRAFIA

German K., *Top 10 dot-com flops*, http://www.cnet.com/1990-11136_1-6278387-1.html, 15.11.2011.
<http://finance.yahoo.com/echarts>, 22.11.2011.
<http://www.invested.com.au/90/cool-head-hysteric-time-38882/>, 22.11.2011.
Iacono T., *Isaac Newton and the Law of Gravity*, <http://timiacono.com/index.php/2011/01/27/isaac-newton-and-the-law-of-gravity>, 19.11.2011.
Mackay Ch., *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, <http://www.gutenberg.org/cache/epub/636/pg636.html>, 19.04.2012.
Montana S., *Historical Facts About the Great Depression*, <http://history.knoji.com/facts-of-the-great-depression/>, 02.10.2011.
Patsuris P., *Disaster Of The Day: Webvan*, <http://www.forbes.com/2001/01/10/0110disaster.html>, 15.11.2011.
Rożyński P., *Spekulacyjny pieniądz krąży po świecie, szukając okazji do szybkiego zarobku*, „Dziennik Gazeta Prawna” 26.11.2010, http://forsal.pl/artykuly/467818,spekulacyjny_pieniadz_krazy_po_swiecie_szukajac_okazji_do_szybkiego_zarobku.html, 18.04.2012.
Smiley G., *Great Depression*, “The Concise Encyclopedia of Economics”, <http://www.econlib.org/library/Enc/GreatDepression.html>, 02.10.2011.
Speculative Bubble, <http://financialdictionary.thefreedictionary.com/Speculative+Bubble>, 20.11.2011.
The American Great Depression, <http://www.amatecon.com/gd/gdtimeline.html>, 02.10.2011.

STRESZCZENIE

Niniejszy artykuł omawia przyczyny powstawania baniek spekulacyjnych. W celu lepszego wyjaśnienia zjawiska zaprezentowano kilka słynnych historycznych baniek, m.in. *South Sea Bubble* i *Dot-com Bubble*. Za ekonomiczną ramą dla analizy posłużyła teoria zwrotności Georga Sorosa. Model samowzmacniającej i samowygazającej się fali rozszerzono o opis psychologicznych aspektów bańki.

Słowa kluczowe: rynki finansowe, bańka spekulacyjna, psychologia ekonomiczna, teoria zwrotności, podejmowanie decyzji, emocje

A PSYCHOLOGICAL-ECONOMIC LOOK AT MECHANISMS BEHIND SPECULATIVE BUBBLES

Summary

This paper discusses the causes of speculative bubbles. For a better understanding of this phenomenon, it presents some famous speculative bubbles in the history of economics, it is enough to mention the South Sea Bubble and the Dot-com Bubble. As an economic starting point for analysis, this paper applies George Soros's reflexivity theory. His Boom-Bust Model is supplemented by a description of psychological aspects of speculative bubbles.

Key words: financial market, speculative bubble, economic psychology, reflexivity theory, decision making, emotions