

## ZACHOWANIA INWESTORÓW W WARUNKACH GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO

Katarzyna Banasiak

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

**Streszczenie.** W artykule przedstawiono psychologiczny portret uczestników rynku finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem ich zachowania i sposobu myślenia w warunkach globalnego kryzysu finansowego. Wykazano, że panika i gwałtowny wzrost awersji do ryzyka wśród inwestorów miały istotny wpływ na skalę i zasięg globalnego kryzysu finansowego XXI wieku. W pracy zaprezentowano również behawioralne aspekty inwestycji oraz pokazano, że emocje, takie jak strach, panika, euforia, mają duży wpływ na decyzje inwestycyjne graczy rynkowych. W artykule przeprowadzono rozważania na temat nieracjonalnych zachowań grup inwestorów oraz tzw. zjawiska „samospelniających się oczekiwań”.

**Słowa kluczowe:** kryzys finansowy, finanse behawioralne, nieracjonalne zachowanie inwestorów, awersja do ryzyka, emocje

### WSTĘP

Liczne badania zachowania inwestorów na rynku finansowym wykazują, iż bardzo często decyzje graczy nie są racjonalne, a uczestnicy tego rynku nie zawsze dążą do maksymalizacji swojej funkcji użyteczności. Nierzadko źródłem fluktuacji cen na rynku finansowym są towarzyszące inwestorom emocje, strach, grupowe myślenie czy skłonność do nadmiernego ryzykanctwa lub ostrożności. Nieracjonalne zachowanie zbiorowości, samospelniająca się przepowiednia, „zarażanie się kryzysem”, nadmierna pewność siebie, to tylko niektóre zagadnienia z zakresu finansów behawioralnych, które są niezwykle pomocne w interpretacji zachowań inwestorów.

Teoria finansów behawioralnych jest przydatna w lepszym zrozumieniu kryzysów finansowych. Zdaniem Emiliosa Avgouleasa, większość przyczyn kryzysów jest ściśle powiązana z czynnikami behawioralnymi [Avgouleas 2009]. Z najbardziej popularnych

---

Adres do korespondencji – Corresponding author: Katarzyna Banasiak, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Katedra Ekonomiki Rolnictwa i Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, ul. Nowoursynowska 166, 02-787 Warszawa, e-mail: katarzyna\_banasiak@sggw.pl

modeli korzysta większość inwestorów, dlatego też można mówić o pewnej synchronizacji zachowań uczestników rynku. To jednocześnie zastosowanie strategii opartych na tych samych modelach może wygenerować niespodziewane i gwałtowne ruchy na rynkach finansowych. Doskonałą ilustracją tego zjawiska jest załamanie rynku akcji w październiku 1987 roku w USA. Mały spadek cen spowodował, iż inwestorzy masowo zaczęli uruchamiać strategie zabezpieczające. Z uwagi na fakt, że nie tylko jeden, ale większość graczy podjęła tę samą decyzję, w ciągu jednego dnia zaobserwowano spadek wartości akcji o ok. 20% [Colander, Follmer, Haas, Goldberg, Juselius, Kirman, Lux, Sloth 2009]. Ten przykład pokazuje, że oprócz tego, że inwestorzy stosują podobne narzędzia i dlatego często poruszają się w tym samym kierunku, to ponadto na rynku finansowym zauważalne są grupowe ruchy jego graczy, które wynikają między innymi z emocji, strachu oraz innych psychologicznych aspektów inwestowania.

## NIERACJONALNE ZACHOWANIE ZBIOROWOŚCI

Nieracjonalne zachowanie zbiorowości wynika przede wszystkim z potrzeby akceptacji i przynależności do grupy oraz uczuć i emocji towarzyszących wszelkim ludzkim zachowaniom. Już Arystoteles nazwał człowieka zwierzęciem społecznym. Jego teza jest niewątpliwie słuszną, gdyż skłonność do działań grupowych to jedna z najbardziej wyróżniających się ludzkich cech [Wojciszke 2002]. „Zachowania stadne” są zauważalne w każdej sferze życia człowieka. Można je zaobserwować w małym przedsiębiorstwie, w międzynarodowej korporacji, czy też na giełdach papierów wartościowych. Z jednej strony każdy inwestor ma swoją strategię i indywidualny plan działania, z drugiej zaś naśladuje on zachowanie pozostałych członków rynku. Nawet profesjonalści rezygnują często ze swoich strategii, dając się ponieść zbiorowym decyzjom innych graczy.

Zachowanie grupy jest przedmiotem badań wielu socjologów i psychologów. Psychologicznej analizy tłumu<sup>1</sup> jako pierwszy dokonał francuski uczony Gustaw Le Bon. Jego zdaniem, „(...) bez względu na to, jakie jednostki tworzą tłum i czy rodzaj ich zajęcia oraz sposób życia, ich charaktery i poziom umysłowy będą jednakowe czy rozmaite, już dzięki temu, że jednostki te potrafiły wytworzyć tłum, posiadają one coś w rodzaju duszy zbiorowej. Dusza ta każe im inaczej myśleć, działać i czuć, aniżeli działała, myślała i czuła każda jednostka z osobna” [Le Bon 1986]. Według Le Bona, zbiorowość jest tworem anormalnym, który cechuje się irracjonalnym działaniem oraz ma skłonności do ulegania sugestiom. Człowiek znajdujący się w tłumie inaczej myśli, działa oraz bardzo często podejmuje kroki, na które nie zdecydowałby się jako samodzielna jednostka. To tak, jakby zanikało jego świadome „ja”, a jego myśli podążały w kierunku charakterystycznym dla całej zbiorowości. Wielokrotnie można spotkać się z sytuacją, kiedy przypadkowi, nieznanymi sobie ludzie z całego świata nabierają cech tłumu pod wpływem gwałtownych uczuć i doznań.

Indywidualność i szczególne właściwości każdej jednostki przestają istnieć, gdy mamy do czynienia ze zbiorowością. Dusza zbiorowa posiada bowiem cechy charakterystyczne dla wszystkich osób. Ludzie różniący się osobowością, wykształceniem i in-

---

<sup>1</sup> „Tłum” rozumiany jest tutaj jako zbiorowisko jednostek, niezależne od ich płci, narodowości, wyznania.

telektem mają podobne uczucia i instynkty. Niezależnie od zdolności i predyspozycji każdego człowieka, w zbiorowości kieruje się on głównie tymi powszechnymi cechami, które wynikają z jego emocji i uczuć. Zakłada się, że dusza zbiorowości nie jest w stanie dokonać nadzwyczajnego czynu, ponieważ na ogół nie jest ona zdolna do racjonalnego myślenia oraz brak w niej krytycyzmu. Zbiorowość nie odróżnia prawdy od fałszu i na ogół nie jest w stanie wydać trafnego sądu. Wynika to między innymi z tego, iż człowiek często przyjmuje poglądy innych za słuszne i właściwe, nie formułując własnych opinii i wniosków. Nierzadko zdarza się, iż pomimo to, że jednostka ma inne zdanie i własną strategię odnośnie do jakiegoś działania, to podąża ona śladami innych osób, gdyż nie wierzy w słuszność swoich poglądów, bądź nie ma wystarczającej odwagi, by iść w kierunku przeciwnym do zbiorowości.

Nieracjonalne zachowanie grupy inwestorów nie wynika zatem z braku profesjonalistów w ich gronie, ale z tego, że w zbiorowości bardzo często nie kierują się oni własnym rozumowaniem i racjonalnym myśleniem, tylko emocjami i instynktem. Poglądy zbiorowości ulegają raptownym zmianom. Czasami wystarczy, że pojawi się odrębna opinia, wywołana przez różnego rodzaju czynniki zewnętrzne i wewnętrzne, a już tłum zaczyna inaczej myśleć i oceniać daną sytuację. Poglądy, na których opiera się ta ocena, nie są bowiem dostatecznie ugruntowane, aby zapewnić jej stałość. Rynek ogarniają fale optymizmu i pesymizmu, a zmieniające się nastroje często nie mają żadnego racjonalnego uzasadnienia.

Nieracjonalne zachowanie zbiorowości ma swoje uzasadnienie między innymi w konstrukcji ludzkiego mózgu. Każda jednostka jest gotowa kreatywnie myśleć, działać oraz podejmować przemyślane decyzje. Jednak gdy mamy do czynienia z grupą ludzi, ich działanie jest często pozbawione jakiegokolwiek logiki i sensu. Zdaniem Tommy'ego Plummera, „Kiedy powstaje zbiorowość, władzę przejmują pień mózgowy i system limbiczny. Zbiorowości ulegają instynktom, popędom biologicznym, przymusowym zachowaniom i emocjom”. [Plummer 1995]. Z powyższego wynika, że w przypadku zbiorowości bardzo często człowiek nie wykorzystuje tzw. mózgu myślącego (element mózgu, który odpowiada za racjonalne i rozsądne myślenie), a decyzje podejmuje jedynie na podstawie uczuć i emocji. Stwierdzenie to nie może być jednak uznane za prawo sensu stricto, gdyż niejednokrotnie podejmowane w grupie decyzje wydają się lepsze, bardziej pomysłowe i przemyślane. Należy tutaj rozdzielić dwa pojęcia: grupy zebranej celowo, której zadaniem jest na przykład analiza rynku i znalezienie optymalnego portfela inwestycyjnego, i przypadkowej grupy inwestorów, którzy się nie znają, są odrębnej narodowości, mają inne osobowości i temperamenty, a jednak podążają w kierunku charakterystycznym dla danej zbiorowości. W tym drugim przypadku mamy do czynienia z tłumem, który pod wpływem emocji i uczuć często podejmuje nieprzemyślane i pochopne decyzje. Z tłumem, w którym inwestorzy zapominają o swoich przemyślanych strategiach i zaczynają podążać za innymi uczestnikami rynku.

## **EMOCJE ORAZ ICH WPLYW NA ZACHOWANIE INWESTORÓW**

Holenderski badacz procesów emocjonalnych Nico Frijda zdefiniował emocję jako wynik świadomej lub nieświadomej oceny zdarzenia istotnie wpływającego na interesy i cele jednostki [Strelau 2003].

Istnieje wiele teorii dotyczących czynników wywołujących emocje. Zdaniem psychologa Richarda Lazarusa, wyłącznym i koniecznym warunkiem wystąpienia emocji jest ocena poznawcza<sup>2</sup>. Jego teoria wskazuje na to, iż wszelkie zmiany emocjonalne zachodzące w człowieku są poprzedzone procesem myślenia. Richard Lazarus wyodrębnił dwa poziomy wartościowania: dotyczący oceny pierwotnej oraz dotyczący oceny wtórnej [Bielecki 2002]. Ocena pierwotna polega na rozpoznaniu sytuacji. Na tym etapie podmiot zastanawia się, czy dane zdarzenie ma pozytywny, czy też negatywny charakter. Ocena wtórna dotyczy natomiast rozważań na temat konsekwencji wydarzenia. Emocje będzie wywoływała sytuacja, która na przykład zdaniem jednostki będzie miała negatywny wpływ na jej byt czy też stan psychiczny. Indywidualna ocena wskazuje na odmienność odczuwalnych emocji. Każdy człowiek jest bowiem inny i różna jest jego reakcja oraz różny odbiór danego zdarzenia.

Niezwykle interesująca teoria Lazarusa stała się obiektem krytyki. Zdaniem pewnej grupy psychologów, nie można wykluczyć tego, że sam proces oceniania wzbudza emocje, ale też nie należy zgadzać się ze stwierdzeniem, iż proces ten jest wystarczającym i koniecznym warunkiem ich powstania. Według Roberta Zajonca, niektóre proste emocje (np. sympatia, lęk, itp.) nie wymagają świadomego myślenia. Bardzo często pojawiają się one przed jakąkolwiek oceną poznawczą [Myers 2003]. Przykładowo, człowiek boi się łagodnego pająka, pomimo tego, że doskonale wie, iż ten bezbronny i mały owad nie stanowi dla niego zagrożenia. W tym wypadku informacja zmysłowa zostaje przekazana bezpośrednio do jądra migdałowego (część mózgu odpowiedzialna za emocje), co wywołuje natychmiastową reakcję (np. krzyk albo ucieczkę).

Inne teorie dotyczące mechanizmów wzbudzania emocji opierały się na przekonaniu, że działanie człowieka oraz jego reakcja na różne sytuacje wynika między innymi z budowy mózgu (zagadnieniem tym zajmuje się nauka zwana neuroekonomią). Mózg złożony jest z trzech członów. Najstarszy i najbardziej prymitywny element mózgu to pień mózgowy. Reguluje on podstawowe czynności życiowe i odpowiada za prawidłowe funkcjonowanie organizmu. Z pnia mózgu wyłoniły się tak zwane ośrodki emocjonalne. Człowiek pozbawiony tej części organu nie ma żadnych uczuć, nie ma potrzeby bliskości drugiego człowieka oraz nie przywiązuje się do miejsc, ludzi i przedmiotów. Początkowo uważano, że ośrodkiem mózgu emocjonalnego jest układ limbiczny. Myśl taką wysunął amerykański neuropsycholog Paul Maclean. Jego zdaniem, „Układ limbiczny pośredniczy w zachowaniach motywowanych, stanach emocjonalnych i procesach pamięciowych. (...) Zawiera trzy struktury: hipokamp, ciało migdałowe i podwzgórze”. [Gerrig, Zimbardo 2006].

Z czasem teoria Paula Macleana uległa licznym przekształceniom i w wyniku dokładniejszych analiz stwierdzono, że nie cały układ limbiczny, a jedynie jego część (ciało migdałowe) jest odpowiedzialna za powstawanie emocji. Znany badaczem ciała migdałowego był Joseph LeDoux, neurolog z Ośrodka Neurologii na Uniwersytecie Nowojorskim [Goleman 1997].

Kolejnym elementem mózgu jest tzw. mózg myślący. To on odpowiada za racjonalne i logiczne myślenie człowieka. Bez niego istota ludzka nie odróżniałaby się intelektualnie

---

<sup>2</sup>Ocena poznawcza to rozpoznanie przez podmiot określonego zdarzenia jako znaczącego z punktu widzenia jego własnych celów i interesów [Strelau 2003].

od innych gatunków ssaków. Badania dowodzą, że ludzie nie zawsze wykorzystują mózg myślący. W porwywie emocji dokonują oni irracjonalnych czynów, których później często żałują i nie potrafią zrozumieć, dlaczego wykonali tak nieprzemyślany ruch. Impulsywne działanie jest jednak niezależne od człowieka. Joseph LeDoux wykazał, że wszelkie sygnały wysyłane przez zmysły (oko, ucho itd.), zanim dojdą do mózgu myślącego, przechodzą najpierw przez ciało migdałowate. Niekiedy pod wpływem dużych emocji ludzie reagują na daną sytuację wcześniej niż dany sygnał zdąży dotrzeć do mózgu myślącego. Zgodnie z powyższą teorią, nie można zgodzić się z tezą Richarda Lazarusa, który twierdził, że wszelkie emocje powstają w wyniku oceny poznawczej.

Badania naukowe wykazały, iż emocjom towarzyszy wydzielanie się w mózgu takich substancji chemicznych, jak hormony (np. adrenalina), neuroprzekązniki (np. serotonina) oraz neuromodulatory (np. peptydy). Niezwykle ważną rolę w procesach emocjonalnych odgrywają peptydy. Wywołują one między innymi uczucie przejmującego strachu (panikę). W jednym z przeprowadzonych eksperymentów zaobserwowano, że podanie 25 miligramów cholecystokininy (rodzaj peptydów) wywołuje symptomy paniki u 97% spośród badanych osób [Bradwejn 1993]. To właśnie ten neuromodulator odpowiada w dużej mierze za zjawisko paniki wśród inwestorów, za niepohamowane uczucie strachu, które w pewien sposób ogranicza racjonalne myślenie graczy.

Stany lękowe wśród inwestorów wynikają między innymi z poczucia bezradności wobec niebezpieczeństwa utraty majątku, zdrowia czy też pozycji społecznej. Psychologiczna teoria stresu mówi, że podstawowym źródłem lęku jest właśnie zagrożenie, czyli sytuacja, w której występuje zwiększone prawdopodobieństwo wypadku uszkodzenia ciała, strat materialnych lub moralnych [Terelak 2001]. Biorąc pod uwagę emocjonalne aspekty reakcji na stres, należy tu wymienić różnego typu lęki, frustracje, napięcia emocjonalne, niską samoocenę itp. Paraliżujący strach przed stratami materialnymi przyczynia się między innymi do tego, że inwestor nie wierzy we własne możliwości, przestaje obiektywnie oceniać sytuację na rynku i zaczyna naśladować ruchy innych graczy. Z powyższej analizy wynika, że w obliczu zagrożenia bardzo często mamy do czynienia z tak zwanym efektem stadnym, psychozą tłumu oraz z nieracjonalnym zachowaniem zbiorowości (w tym przypadku grupy inwestorów).

Każda informacja, która zagraża naszej pozycji finansowej, jest źródłem strachu [Pring 1999]. Im poważniejsza i bardziej wiarygodna jest wiadomość, tym większe są skutki jej publikacji. Uczucie strachu jest zaraźliwe. Im więcej ludzi zaczyna sprzedawać swoje aktywa w reakcji na złą informację, tym bardziej wiadomości te wydają się wiarygodne. W rezultacie następuje fala wyprzedazy, co doprowadza do gwałtownych i często nieuzasadnionych spadków cen na danym rynku. Mało kto ma bowiem w sobie tyle cierpliwości i pewności siebie, żeby nie reagować na zachowanie tłumu.

Rozważania dotyczące wielu kwestii powinny być wsparte matematycznymi modelami oraz racjonalnym argumentowaniem i przetwarzaniem informacji. Decyzje inwestorów oparte tylko na uczuciach i emocjach zazwyczaj są błędne, gdyż towarzyszący im strach przed utratą majątku lub pozycji uniemożliwia im trafną ocenę sytuacji. Jednostka ludzka zachowuje w pamięci wszelkie obawy i złe doświadczenia. Jeżeli dana inwestycja przyniosła inwestorowi dużą stratę, to następnych razem nawet niewielki i wyimaginowany sygnał na temat kłopotów w danej spółce skłoni go do sprzedaży papierów wartościowych tego przedsiębiorstwa. Jest to naturalny odruch, który wynika z obawy przed

wewnętrznym bólem kolejnej straty. Takie zjawisko zauważalne jest wśród inwestorów na całym świecie. Lęk przed utratą zainwestowanych pieniędzy sprzyja nieracjonalnym decyzjom, opartym jedynie na przypuszczeniach i oczekiwaniach odnośnie do rzeczywistości.

Często źródłem decyzji inwestycyjnych są także liczne artykuły, felietony i komentarze doradców, analityków, ekonomistów, czy też doświadczonych i znanych inwestorów. Nie można założyć, iż powyższe publikacje są bezwartościowe i błędne, ale też nie należy bezmyślnie sugerować się rekomendacjami w nich zawartymi. Przeciętny czytelnik prasy nie zna bowiem osobowości autorów i wydawców [Niederman 2000]. Trudno jest mu zatem stwierdzić, czy pesymistyczna prognoza cen na danym rynku faktycznie jest trafna, czy też tylko jej twórca okazał się w tym wypadku zbyt dużym sceptykiem i pesymistą. Inwestorzy czytają wiele informacji, które tak naprawdę są obarczone różnymi czynnikami i nierzadko przedstawiają nieprawdziwy i zbyt skrajny obraz sytuacji rynkowej. Wiadomości te często wpływają na decyzje inwestorów, na ich poglądy i oczekiwania. Opublikowane i umieszczone w prasie finansowej prognozy mogą zatem okazać się trafne nie dlatego, że zostały one zbudowane na podstawie doskonałym metod i narzędzi, ale dlatego, że ludzie wierzą w ich realizację. Tadeusz Tyszka w książce *Psychologia inwestowania* napisał: „Samospełniające się proroctwo jest początkowo błędną definicją sytuacji, która prowokuje wystąpienie nowych zachowań, sprawiających, że fałszywa wyjściowo ocena danego wydarzenia staje się prawdziwa” [Tyszka 1997].

Na zjawisku samospełniającej się przepowiedni bazuje między innymi analiza techniczna, czyli najczęściej stosowana metoda prognozowania cen na rynkach finansowych. Przeciwnicy analizy technicznej uważają, że nie ma dowodów na jej skuteczność, a trafność prognoz zbudowanych na jej podstawie wynika jedynie z tego, iż gracze giełdowi wierzą w jej efektywność [Stevens 2002]. Psychologicznie poziomy wsparcia<sup>3</sup> i linie oporu<sup>4</sup> nie byłyby tak często spotykanym zjawiskiem, gdyby nie to, że inwestorzy są przekonani, iż w danym obszarze trend spadkowy (rosnący) zmieni swój dotychczasowy kierunek.

Niespodziewane i gwałtowne wahania popytu na aktywa finansowe i ich podaży są odzwierciedleniem zmian nastrojów i oczekiwań inwestorów. Oscylujący między nadmiernym optymizmem i pesymizmem uczestnicy rynku generują tak zwany szum. Sądzą oni, że sygnał, który pobudził ich do działania, jest prawdziwą i wiarygodną informacją, która może zapewnić przewagę nad innymi inwestorami. Anna Cieślak w artykule *Ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów* napisała: „Szum jest tym, co czyni nasze obserwacje niedoskonałymi. Można go traktować jako anonim informacji (...)” [Cieślak 2003].

Z powyższych rozważań wynika, iż inwestorzy stwarzają sobie własny obraz sytuacji rynkowej. Postrzegają oni rzeczywistość przez pryzmat wypowiedzi innych uczestników. Wsłuchują się we wspomniany wyżej „szum”, który jedynie skrzywia i zamazuje prawdziwe oblicze rynku. Budują swoje prognozy na podstawie niepełnych i często niewia-

---

<sup>3</sup>Wsparcie to poziom cenowy, przy którym popyt jest na tyle silny, aby zatrzymać trend spadkowy.

<sup>4</sup>Opoem nazywa się taki poziom cenowy, przy którym presja podaży jest wystarczająco silna, by zatrzymać trend wzrostowy.



rygodnych danych. To wszystko sprzyja podejmowaniu nieracjonalnych i nieprzemysłanych decyzji. Bez wątplenia nie dotyczy to wszystkich ludzi. Istnieje wiele osób, które starają się jak najbardziej ograniczyć kontakt z mediami oraz robią wszystko, żeby zbudować rzeczywisty obraz sytuacji rynkowej. Doskonałym przykładem takiego inwestora jest Warren Buffet. Na rynku panuje przekonanie, że Warren posiada „szósty zmysł”, to znaczy doskonałą intuicję inwestycyjną. Przykładowo kupił on firmę Berkshire Hathaway za 10 tys. dolarów, a po 40 latach (w 2008 roku) firma ta warta była już 179 mld dolarów. Dzięki doskonałej intuicji inwestycyjnej oraz „żelaznym” zasadom lokowania środków pieniężnych Warren zyskuje na swoich inwestycjach nawet w czasach recesji. Kreuje on własne reguły postępowania, które nie są podatne na wpływ mediów. Nie oznacza to jednak, że pozostali inwestorzy nie potrafią przeprowadzić efektywnych i wiarygodnych analiz rynkowych. Zazwyczaj doskonale oni wiedzą, że dana informacja jest błędna i że nie należy się nią sugerować we własnych decyzjach inwestycyjnych. Jednak z biegiem czasu, kiedy widzą, że inni uczestnicy rynku masowo zaczynają podążać w określonym kierunku, dołączają do nich. To nie wynika z braku asertywności, a jedynie ze strachu, że to może właśnie ten tłum obrał odpowiednią drogę. Na rynkach finansowych strach i panika rozprzestrzeniają się bardzo szybko.

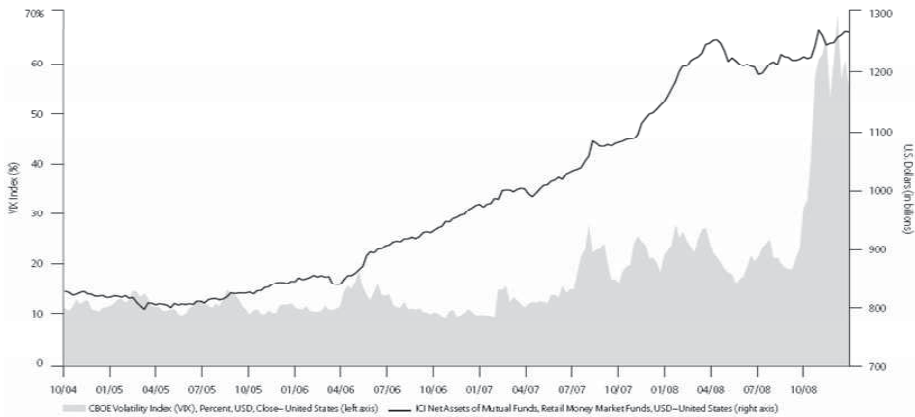
## **NIERACJONALNE ZACHOWANIE INWESTORÓW W OBLCZU KRYZYSU FINANSOWEGO XXI WIEKU**

Inwestorzy opierają się głównie na danych historycznych, dlatego kupują oni, kiedy występuje trend wzrostowy, sprzedają zaś, kiedy jest trend spadkowy. Nawet w sytuacji długotrwałej hossy i entuzjazmu wśród inwestorów, kiedy większość aktywów giełdowych jest przewartościowana, to i tak uczestnicy rynku wierzą w kontynuację trendu wzrostowego [Fisher, Statman 2002]. Ufają oni w to, że mają kontrolę nad rynkiem oraz potrafią przewidzieć przyszłe ruchy cen. Takie przekonanie doprowadza jednak do tego, iż gracze zaczynają wybierać coraz to nowsze i bardziej ryzykowane drogi inwestycji. Według Gollwitzera i Kinney’a, im większe jest przeświadczenie o kontroli nad danym zjawiskiem, tym mniejsza jest awersja do ryzyka [Gollwitzer, Kinney 1989]. Taka też sytuacja miała miejsce w latach 2002–2007. Długotrwała hossy i permanentny wzrost wartości aktywów sprzyjały napływowi nowych, często niedoświadczonych, ale wypełnionych entuzjazmem inwestorów. Pełni euforii uczestnicy rynku inwestowali w coraz to bardziej ryzykowne aktywa finansowe. Jednak gdy zaczęły napływać negatywne informacje na temat rynku kredytów subprime<sup>5</sup>, nastroje wśród graczy znacznie się pogorszyły. Na rysunku 1 przedstawiono kształtowanie się indeksu VIX (Volatility Index) w latach 2004–2008. Wskaźnik ten odzwierciedla nastroje inwestorów oraz zmienność na rynku akcyjnym.

Indeks VIX został wprowadzony w 1993 r. przez profesora Roberta Whaley’a. Wskaźnik ten mierzy rynkowe oczekiwania 30-dniowej zmienności na rynku opcji indeksu S&P 500 [Sloyer, Tolkin 2008]. Potocznie nazywany jest przez inwestorów „miernikiem strachu”. Im wyższy jest poziom indeksu, tym wyższe są oczekiwania wahań nastrojów na

---

<sup>5</sup>Kredyty udzielane osobom o niskiej wiarygodności kredytowej.



Rys. 1. Indeks VIX i rynek pieniężny w latach 2004–2008

Fig. 1. VIX index and the money market, 2004–2008

Źródło: Allianz Investors, Market Environment Charts, s. 9.

[http://www.allianzinvestors.com/documentLibrary/mutualFunds/supportingLiterature/generalLiterature/market\\_environment\\_charts\\_ac038.pdf](http://www.allianzinvestors.com/documentLibrary/mutualFunds/supportingLiterature/generalLiterature/market_environment_charts_ac038.pdf) (02.04.2009).

Source: Allianz Investors, Market Environment Charts, p. 9.

[http://www.allianzinvestors.com/documentLibrary/mutualFunds/supportingLiterature/generalLiterature/market\\_environment\\_charts\\_ac038.pdf](http://www.allianzinvestors.com/documentLibrary/mutualFunds/supportingLiterature/generalLiterature/market_environment_charts_ac038.pdf) (02.04.2009).

ryнку. Wskaźnik na poziomie 25% oznacza, iż w ciągu najbliższych 30 dni spodziewany jest wzrost/spadek indeksu S&P 500 o 25%. Na rysunku 1 można zauważyć, iż wartość tego miernika znacznie wzrosła w latach 2007–2008 (szary obszar na wykresie). Wysoki poziom indeksu VIX wskazuje na to, że w okresie tym nastąpił duży wzrost awersji do ryzyka. Czarna krzywa na rysunku 1 obrazuje natomiast wielkość rynku pieniężnego w latach 2004–2008. Można zauważyć, iż kryzys na rynku kredytów hipotecznych subprime przyczynił się do gwałtownego wzrostu ilości środków pieniężnych na lokatach. Jest to także kolejny dowód na to, że w wyniku kryzysu uczestnicy rynku zaczęli wycofywać swój kapitał z bardziej ryzykownych inwestycji. Zaburzenia na rynku kredytów hipotecznych subprime przyczyniły się zatem do tego, iż inwestorzy stracili poczucie kontroli na rynkiem, co z kolei wywołało gwałtowny wzrost awersji do ryzyka oraz spadek cen na rynkach giełdowych.

Gwałtowne spadki na jednym z kluczowych rynków giełdowych pociągnęły za sobą wiele spadkowych trendów na innych światowych rynkach akcji. Pozbawione obiektywizmu przekonanie inwestorów o nieuchronnym kryzysie zadziało jak samospełniająca się przepowiednia. Wzrosła awersja do ryzyka, nastąpiła masowa wyprzedaż kapitału, co z kolei doprowadziło do niepojętych i szybkich spadków cen papierów wartościowych. To właśnie emocje i uczucia inwestorów są główną siłą sprawczą zjawiska „samospełniającej się przepowiedni”.

Alan Greenspan w książce *Era zawirowań* napisał: „Recesje są trudne do przewidzenia, ponieważ ich motorem są po części zachowania nieracjonalne. Odczucia co do perspektyw gospodarczych zazwyczaj nie zmieniają się łagodnie – od optymizmu przez nastawienie neutralne aż do przygnębienia. Przypominają raczej pęknięcie tamy, gdy woda napiera do momentu, aż pojawią się pęknięcia, a potem przerywa tamę. Powstają



cy prąd porywa ostatnie resztki nadziei i pozostaje już tylko strach” [Greenspan 2008]. W przypadku kryzysu finansowego XXI wieku tym czynnikiem powodującym pęknięcie tamy, było załamanie rynku kredytów hipotecznych subprime. Napływ negatywnych informacji na temat kryzysu na tym rynku przyczynił się do tego, że inwestorzy ze stanu pełnej euforii przeszli w stan niepewności, strachu, a później zbiorowej paniki. Nie można stwierdzić, iż dramatyczne spadki na giełdach w 2008 roku spowodowane były tylko nagłym strachem i poczuciem bezradności wśród inwestorów, ale na pewno jest to jeden z czynników, który przyczynił się do tak negatywnego wpływu kryzysu na rynku kredytów hipotecznych subprime na światowe rynki finansowe.

Zdaniem Georga Sorosa, „Poprzednie kryzysy były fazami pojedynczych samowzmacniającego i samowgaszającego się fal w wieloletnim trendzie wzrostowym. Obecny kryzys jest kulminacją superkonjunktury trwającej ponad 25 lat” [Soros 2008]. George Soros proponuje nowy paradygmat, który nie opiera się jedynie na rynkach finansowych, ale podkreśla on także związek między myśleniem a rzeczywistością. Jego zdaniem błędna interpretacja oraz błędne przekonania odgrywają ważną rolę w kształtowaniu rzeczywistości. Doskonałym tego przykładem jest „piramida finansowa” stworzona przez Bernarda Lawrence Madoffa. Inwestorzy uważali go za znakomitego finansistę, ufali mu i byli przekonani, że pieniądze, które mu powierzyli, będą bezpieczne. Płacił on, niezależnie od konjunktury, od 8 do 12% rocznie. Nawet w czasach, gdy na giełdach dominował trend spadkowy, stopa zwrotu z kapitału powierzonemu Madoffowi utrzymywała się na stałym i wysokim poziomie. Nie wzbudziło to jednak podejrzeń. Jego klienci wierzyli, że zyski te wynikają z niezwykłych umiejętności Bernarda Madoffa. Swoje pieniądze powierzali mu wielcy inwestorzy prywatni, fundusze inwestycyjne, banki i inne instytucje. Jak się jednak okazało, ta wysoka stopa zwrotu z kapitału to nie był rzeczywiście wypracowany zysk przez firmę Madoffa. Wpłacał on obiecany procent z środków pieniężnych, które wpłynęły od nowych inwestorów. Działania Bernarda M. przyczyniły się do olbrzymich strat na kontach jego klientów. Same europejskie banki na inwestycjach z Madoffem straciły ok. 10 mld USD. Sytuacja ta nie wynikała jednak tylko z błędnego przekonania, że Bernard Madoff jest wybitnym i wspaniałym finansistą, ale przede wszystkim z ludzkiej chciwości. Pomimo sygnałów, wskazujących na to, że działanie Madoffa nie jest do końca zgodne z prawem, i tak miał on wielu klientów. Tylko nieliczna część finansistów uważała, że jest to matematycznie niemożliwe, aby jakikolwiek fundusz zanotował stratę jedynie w trakcie 5 ze 156 miesięcy inwestowania. Dla zdecydowanej większości inwestorów najważniejsze jednak było to, że zainwestowany u Madoffa kapitał przynosi stały i wysoki zysk. Błędne przekonanie o tym, że Madoff jest wybitnym i genialnym finansistą oraz błędna interpretacja wyników funduszu inwestycyjnego Bernarda M. doprowadziły do olbrzymich strat banków, inwestorów, funduszy inwestycyjnych i emerytalnych oraz wielu innych instytucji, które mu zaufały.

Głównym źródłem kryzysu finansowego początku XXI wieku było załamanie rynku kredytów hipotecznych subprime w Stanach Zjednoczonych. Negatywne skutki kryzysu odczuwalne były w sektorze bankowym, na rynku nieruchomości, na rynku walutowym oraz rynku akcji i obligacji. W wyniku kryzysu banki znacznie zaostryły politykę kredytową, co ograniczyło dostęp do kapitału obcego dla przedsiębiorstw. Zarówno małe przedsiębiorstwa, jak i korporacje międzynarodowe zaczęły mieć olbrzymie problemy z uzyskaniem środków pieniężnych na nowe inwestycje. Na rynkach giełdowych domi-

nował trend spadkowy. Poziom światowej produkcji, inwestycji oraz konsumpcji obniżył się, co znacznie spowolniło wzrost gospodarczy. Globalny zasięg tego kryzysu wynikał jednak przede wszystkim z prowadzonej na szeroką skalę sekurytyzacji kredytów, czyli ich zamiany na rynkowe papiery wartościowe. Inwestycje w nowo powstałe produkty finansowe okazały się bowiem niezwykle ryzykowne, a olbrzymi spadek ich rynkowej wartości przyczynił się do bankructwa wielu instytucji finansowych.

Kryzys finansowy XXI wieku wprowadził gospodarki wielu krajów w okres recesji i spowolnienia gospodarczego. Można wymienić wiele czynników, które były tego przyczyną. Jest to na pewno prowadzona na szeroką skalę sekurytyzacja trudno ściągalnych kredytów. Działanie to przyczyniło się bowiem do olbrzymich strat finansowych banków, funduszy inwestycyjnych oraz innych instytucji finansowych. Badając kryzys finansowy XXI wieku nie można jednak pominąć psychologicznych aspektów inwestowania, czyli tego, że to ludzie kierują rynkiem finansowym i to ich nastroje i odczucia mają olbrzymi wpływ na kształtowanie się wartości aktywów. Inwestorzy podatni są na wszelkiego rodzaju emocje, strach oraz nie zawsze ich działania są racjonalne. Swoje decyzje opierają oni nie tylko na własnych analizach, ale także na opiniach innych ludzi. Największą siłę oddziaływania ma tutaj ekspert, człowiek uważany przez większość za geniusza (przykładowo Bernard Madoff). Zbiorowa panika, błędna interpretacja, błędne przekonania oraz grupowe myślenie to zatem niezwykle istotne aspekty kryzysu finansowego XXI wieku, które pozwalają na lepsze zrozumienie jego istoty i skali.

## WNIOSKI

1. Towarzyszące uczestnikom rynku finansowego emocje, strach, grupowe myślenie, błędne przekonania, chciwość czy skłonność do nadmiernego ryzykanctwa lub ostrożności to niezwykle ważne psychologiczne aspekty inwestowania, które wywierają duży wpływ na kształtowanie się cen na rynkach finansowych.

2. Stany lękowe wśród inwestorów wynikają między innymi z poczucia bezradności wobec niebezpieczeństwa utraty majątku, czy też pozycji społecznej. Strach przed utratą zainwestowanych pieniędzy sprzyja nieracjonalnym decyzjom, opartym głównie na przypuszczeniach i oczekiwaniach odnośnie do rzeczywistości. W obliczu zagrożenia bardzo często mamy zatem do czynienia z tak zwanym efektem stadnym, psychozą tłumu oraz z nieracjonalnym zachowaniem zbiorowości.

3. Napływ negatywnych informacji na temat kryzysu na rynku kredytów hipotecznych subprime przyczynił się do gwałtownej zmiany nastrojów wśród inwestorów. Ze stanu pełnej euforii przeszli oni w stan niepewności, strachu, a później zbiorowej paniki. Nie można stwierdzić, iż dramatyczne spadki na giełdach w latach 2007–2008 spowodowane były tylko nagłym strachem i poczuciem bezradności wśród uczestników rynku, ale na pewno jest to jeden z istotnych czynników, który miał wpływ na skalę i zasięg globalnego kryzysu finansowego XXI wieku.

4. Podczas kryzysu finansowego początku XXI wieku wartość „miernika strachu” – indeksu VIX znacznie wzrosła. Inwestorzy stracili poczucie kontroli na rynkiem, co

wywołało gwałtowny wzrost awersji do ryzyka oraz spadek cen na rynkach giełdowych. Przekonanie inwestorów o nieuchronnym kryzysie zadziało jak samospełniająca się przepowiednia. Wzrosła awersja do ryzyka, nastąpiła masowa wyprzedaż kapitału, co z kolei doprowadziło do niepojętych i szybkich spadków cen papierów wartościowych.

## PIŚMIENNICTWO

- Avgouleas E., 2009. The Global Credit Crisis, Behavioural Finance, and Financial Regulation, in *Research of a New Orthodoxy. Journal of Corporate Law Studies*, No 9, 6.
- Bielecki J., 2002. *Psychologia nie tylko dla psychologów*. Wydawnictwo Uniwersytetu Kardynała Stefana Wyszyńskiego, Warszawa, 84.
- Bradwejn J., 1993. Neurobiological investigations into the role of cholecystokinin in panic disorder, *Journal of Psychiatry and Neuroscience*, 18, 178–188.
- Cieślak A., 2003. *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*. Narodowy Bank Polski, Warszawa, 24.
- Colander D., Follmer H., Haas A., Goldberg M., Juselius K., Kirman A., Lux T., Sloth B., 2009. *The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics*. Kiel Working Paper, No 1489, 5–6.
- Fisher K., Statman M., 2002. Blowing Bubbles. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, vol. 3, No 1, 56.
- Gerrig R., Zimbardo P., 2006. *Psychologia i życie*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 71.
- Goleman D., *Inteligencja emocjonalna*, 1997. Media Rodzina of Poznań, Poznań, 33–37.
- Gollwitzer P., Kinney R., 1989. Effects of deliberative and implemental mind-sets on illusion of control. *Journal of Personality and Social Psychology*, No 56, 531–542.
- Greenspan A., 2008. *Era zawirowań*. Warszawskie Wydawnictwo Literackie MUZA SA, Warszawa, 242.
- Le Bon G., 1986. *Psychologia tłumu*. Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa, 49.
- Myers D., 2003. *Psychologia*. Wydawnictwo Zysk i S-ka, Poznań, 509.
- Niederman D., 2000. *Wizjonerzy, sceptycy, łowcy okazji... Profile psychologiczne inwestorów giełdowych*. WIG Press, Warszawa, 116–118.
- Plummer T., 1995. *Psychologia rynków finansowych: u źródeł analizy technicznej*. WIG Press, Warszawa, 15.
- Pring M., 1999. *Psychologia inwestowania*. Dom Wydawniczy ABC, Warszawa, 37.
- Sloyer M., 2008. *Tolkin R., The VIX as a Fix: Equity volatility as a lifelong investment enhancer*. Duke University, North Carolina, 5.
- Soros G., 2008. *Kryzys kredytowy 2008 i co to oznacza. Nowy paradygmat rynków finansowych*. MT Biznes, Warszawa, 7.
- Stevens L., 2002. *Essentials technical analysis. Tools and techniques to spot market trends*. John Wiley & Sons, Inc., New York, 7–8.
- Strelau J., 2003. *Psychologia*. *Psychologia ogólna (tom 2)*. Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk, 321.
- Terelak J., 2001. *Psychologia stresu*. Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz, 54–55.
- Tyszka T., 1997. *Psychologia zachowań ekonomicznych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 96.
- Wojcieszke B., 2002. *Człowiek wśród ludzi. Zarys psychologii społecznej*. Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa, 376.

## THE INVESTORS' BEHAVIOR IN THE CONDITION OF GLOBAL FINANCIAL CRISIS

**Abstract.** This article presents the psychological portrait of investors with particular consideration of the investors' behavior and their way of thinking in the condition of global financial crisis. It is shown that the panic and the violent rise in investors' risk aversion had an essential impact on the scale and range of the financial crisis of 21st century. The author explains also the behavioral aspects of investments and presents that such emotions like fear, panic, euphoria have a tremendous impact on the investor's decision-making process. In this paper the analysis of the investors' irrational behavior and the phenomenon of so called „self-fulfilling prophecy” has been carried out.

**Key words:** financial crisis, behavioral finance, investors' irrational behavior, risk aversion, emotions

Zaakceptowano do druku – Accepted for print 14.04.2010