

Bartosz Szumny

Bąble spekulacyjne jako anomalia współczesnych rynków finansowych

Słowa kluczowe: *bąbel spekulacyjny, tulipomania, bańka internetowa, krach na Wall Street, zachowanie stadne, kaskada informacyjna, nadmierna pewność siebie, nadmierny optymizm, nieracjonalny entuzjazm, heurystyka reprezentatywności, zasada konserwatyzmu*

Abstrakt: W artykule przedstawiono zjawisko bąbli spekulacyjnych, które jest nieodłącznym elementem współczesnych rynków finansowych. Najczęściej pod pojęciem bąbla spekulacyjnego rozumie się ruch cen aktywów, który nie sposób wyjaśnić fundamentalnymi przesłankami bądź innymi racjonalnymi czynnikami, mającymi istotny wpływ na cenę tych aktywów. W pracy skupiono się przede wszystkim na ukazaniu behawioralnego aspektu tego zjawiska. Psychologia bowiem w dobie załamania współczesnych rynków finansowych zdaje się odgrywać niebagatelną rolę. Na przykładzie bąbli spekulacyjnych, takich jak: tulipomania, bąble biotechnologiczne czy też internetowa bańka spekulacyjna, z łatwością dostrzec można takie psychologiczne aspekty tego zjawiska, jak: zachowania stadne, kaskada informacyjna, nadmierna pewność siebie, błąd *post factum*, iluzja sprawowania kontroli. Zjawiska te towarzyszące pojawieniu się bąbli spekulacyjnych są bardzo bliskie każdemu uczestnikowi rynku parającemu się grą na giełdzie, o której w ostatnim czasie mówi się bardzo dużo.

Wprowadzenie

W dobie obecnego kryzysu rynków finansowych, kiedy ze wszystkich stron dobiegają głosy o załamaniu się giełd papierów wartościowych na całym świecie, warto zastanowić się, czy za takimi zjawiskami stoją tylko czysto ekonomiczne argumenty. Ostatni okres, tak na warszawskim, jak i na parkietach zagranicznych, jest czasem wybuchu wielu spekulacyjnych manii, które bezpośrednio prowadziły do utworzenia rozmaitych bąbli. Z powodu dużej

roli, jaką w powstawaniu tego zjawiska odgrywa psychologia, jest ono często komentowane w mediach. Stało się bowiem oczywiste, że znaczenie behawioralnego podejścia do rynków kapitałowych, kiedy rządzą na nich emocje, nie zaś fundamenty, jest większe niż kiedykolwiek wcześniej. Dlatego właśnie, wychodząc od historycznej analizy bąbli spekulacyjnych, które nie są przecież fenomenem tylko naszych czasów, warto jest przyjrzeć się temu zjawisku także w ujęciu behawioralnym.

Czym jest bąbel spekulacyjny

Istnieją trzy definicje bąbla. Najczęściej pod tym pojęciem rozumiemy ruch cen aktywów, który trudno wyjaśnić fundamentalnymi przesłankami bądź innymi racjonalnymi czynnikami. W myśl tej definicji bąbel spekulacyjny występuje wtedy, gdy ceny rynkowe odchylają się od wartości fundamentalnej. Inna definicja akcentuje związek powstania bąbla spekulacyjnego z nieracjonalnym entuzjazmem inwestorów. *Słownik ekonomii politycznej* określa bąbel jako „nielogiczne przedsięwzięcie, któremu towarzyszy ogromny stopień spekulacji”¹. Jednakże najczęściej używana i najprostsza definicja bąbla została zaproponowana przez Kindlerberga. Określił on go jako długotrwały wzrost cen aktywów, który w pewnym momencie załamuje się, prowadząc do gwałtownego spadku.

Najsłynniejsze bąble spekulacyjne w historii

Jednym z pierwszych i najbardziej spektakularnych przykładów bąbli spekulacyjnych, jakie zanotowała historia, jest tzw. tulipomania. Żądza szybkiego wzbogacenia się wybuchła w Holandii na początku XVII w. W krótkim czasie ceny cebulek tulipanów wzrosły tam wręcz do astronomicznych wartości. Charles Mackay w książce *Niezwykłe złudzenia i szaleństwa tłumów*² opisał to zjawisko w następujący sposób: „Arystokracja, mieszczenie, rolnicy, rzemieślnicy, marynarze, lokaje, pokojówki, nawet kominiarze i handlarze starzyzną parali się handlem tulipanami”. Szaleństwo spekulacji oładnęło umysłami ludzi do takiego stopnia, że byli oni gotowi wymieniać całe majątki, klejnoty i ziemię na przybierające stale na wartości cebulki. Wzrost cen tulipanów trwał nieprzerwanie do stycznia 1637 r. W lutym tego roku rynek załamał się. Nikt bowiem nie był w stanie zapłacić astronomicznych

¹ R. H. Palgrave, *Dictionary of Political Economy*, MacMillan, London 1926, s. 35.

² C. Mackay, *Niezwykłe złudzenia i szaleństwa tłumów*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 146.

kwot za cebulki kwiatów. Cena tulipanów wartych dziesiątki tysięcy dolarów w przeliczeniu na dzisiejsze pieniądze spadła o 90%, stając się przyczyną bankructwa wielu ludzi³.

W dobie załamania się współczesnych rynków finansowych i częstego poszukiwania analogii obecnego kryzysu do wielkiego krachu na Wall Street z 1929 r., stosowne jest przyjrzenie się temu, co wydarzyło się w ubiegłym wieku w Stanach Zjednoczonych, właśnie przez pryzmat bąbla spekulacyjnego. Otóż po pierwszej wojnie światowej gospodarka tego kraju doświadczała ekonomicznego cudu opartego na nowych technologiach w procesie produkcji i zarządzaniu firmą. W ślad za dobrze rozwijającą się gospodarką podążał notujący kolejne szczyty indeks amerykańskiej giełdy. Trzeciego września indeks ten osiągnął poziom 381 punktów, przyjmując, że 1926 = 100. Tąpnięcie nastąpiło w październiku 1929 r. i trwało w listopadzie, kiedy to poziom indeksu spadł do 145 punktów (- 62 %). W czerwcu roku 1932 indeks osiągnął najniższy poziom, od kiedy rozpoczęto jego prowadzenie, tj. 34 punkty, co stanowi spadek o 91% w stosunku do szczytu z września roku 1929. Kto był winny takiego zachowania cen akcji? Ewidentnie odpowiedzialność za to ponosili spekulanci, którzy doprowadzili do oderwania wartości rynkowej przedsiębiorstw notowanych na giełdzie od ich wyceny fundamentalnej, powodując tym samym bąble. Wspomagały ich instytucje finansowe: banki i domy maklerskie oferujące łatwo dostępne kredyty. Rozmiar spekulacji giełdowej w Stanach Zjednoczonych dobrze uchwycił John Brooks w książce *Once in Golkonda*, przedstawiając spostrzeżenia brytyjskiego dziennikarza po wizycie w Ameryce: „Ludzie rozmawiają tu o prohibicji, Hemingwayu, klimatyzacji, muzyce i koniach, w końcu jednak rozmowa zawsze schodzi na giełdę i dopiero wtedy zaczyna się na dobre”. W rezultacie ogromnych spadków, które wystąpiły jesienią 1929 r. i w kolejnych latach, większość cen notowanych na nowojorskiej giełdzie spółek została przeceniona o ponad 90%. W krótkim czasie z rynku wyparowały miliardy dolarów, a krach na giełdzie zapoczątkował największą w historii Stanów Zjednoczonych recesję gospodarczą⁴.

Choć wydawać by się mogło, że z wielkiego kryzysu zostaną wyciągnięte wnioski na przyszłość, to jednak nic takiego się nie stało. Kolejne lata na amerykańskim parkiecie obfitowały w przykłady bąbli spekulacyjnych, które wiązały się z wybuchającymi, co rusz to nowymi, maniami spekulacyjnymi. I tak na przykład lata 60. ubiegłego wieku to okres tronikomani, czyli niespotykanych wzrostów cen akcji spółek sektora elektronicznego, dużego zainteresowania emisjami akcji, a także szaleństwa związanego ze słowem

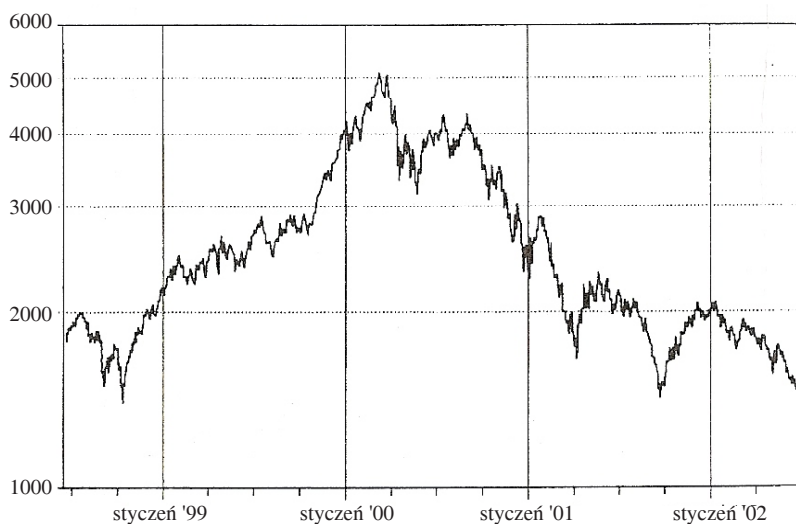
³ P. M. Garber, *Famous First Bubbles. The Fundamentals of Early Manias*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts 2000, s. 85.

⁴ B. G. Malkiel, *Błądząc po Wall Street. Dlaczego nie można wygrać z rynkiem?*, WIG-Press, Warszawa 2003, s. 16–20.

„synergia”. Następny bąbel spekulacyjny na amerykańskim parkiecie związany był ze spółkami tzw. wielkiej pięćdziesiątki, obejmującej m.in.: IBM, Disney, McDonald’s czy Kodak. Na korzyść tzw. Blue Chipów przemawiał fakt, że nawet w czasie największych korekt rynkowych fundamenty same się obronią. Niewątpliwie jednak największym bąblem spekulacyjnym w historii rynku kapitałowego był ten związany z bańką spółek sektora informatycznego pod koniec XX w. Jej powstanie wiązało się z opracowaniem nowej technologii – Internetu – która miała zdynamizować rozwój gospodarczy poprzez opracowanie nowych metod przekazu informacji. Wiara, że Internet może być źródłem nieograniczonych zysków, przełożyła się na ponad trzykrotny wzrost poziomu technologicznego indeksu Nasdaq w latach 1998–2000. Nietrudno się domyślić, że pęknięcie tej bańki miało kolosalne znaczenie dla rynków całego świata. Wraz z jej wybuchem wyparowało bowiem z giełd 7 bilionów dolarów, co stanowiło w owym czasie równowartość rocznego PKB gospodarek niemieckiej, francuskiej, angielskiej, włoskiej, hiszpańskiej, holenderskiej i rosyjskiej.

Jakie wnioski płyną dla kolejnych pokoleń inwestorów z przedstawionych przykładów bąbli spekulacyjnych? Po pierwsze, należy z dużą ostrożnością podchodzić do wszelkich rewolucyjnych technologii, gdyż sukces nie zależy od perspektyw rozwoju danego sektora, lecz od tego, czy jest on w stanie regularnie osiągać zyski. Po drugie, nadmierny optymizm na rynku

Wykres 1. Indeks Nasdaq Composite, lipiec 1999–lipiec 2002



Źródło: B. G. Markiel, *Błądząc po Wall Street. Dlaczego nie można wygrać z rynkiem?*, WIG-Press, Warszawa 2003, s. 62.

prędzej czy później musi przerodzić się w paniczną wyprzedaż. Badania Bernarda Barucha wykazały, że na giełdzie regularnie tracą ci, którzy nie mają wystarczająco silnej woli, aby nie dać się porwać spekulacyjnej manii. Szkoda tylko, że w przypadku bąbli spekulacyjnych teoria i praktyka to dwie zupełnie inne rzeczy⁵.

Behawioralne aspekty bąbli spekulacyjnych

Chcąc dobrze zrozumieć istotę występujących na rynkach kapitałowych bąbli spekulacyjnych, należy przyjrzeć się temu fenomenowi także z psychologicznego punktu widzenia. Do najważniejszych czynników natury behawioralnej decydujących o uformowaniu się bąbli spekulacyjnych należą: zachowania stadne, kaskada informacyjna, nadmierna pewność siebie, nadmierny optymizm, heurystyka reprezentatywności i konserwatyzm.

Zachowania stadne odgrywają znaczącą rolę w procesie formowania się bąbla spekulacyjnego. Spekulanci ruszają do zakupów lub sprzedaży akcji, tylko dlatego, że wszyscy inni wokół nich tak robią, przyczyniając się do bardzo silnego irracjonalnego ruchu cen. Początkowo wszyscy kupują akcje, a następnie tłum inwestorów wyprzedaje je bez opamiętania. Zachowania stadne stanowią podstawę tzw. teorii sprzężenia zwrotnego, tłumaczącej pojawianie się bąbli spekulacyjnych na giełdzie. Wzrost kursów giełdowych z jednej strony oznacza zysk dla części inwestorów, z drugiej zaś przyciąga uwagę innych uczestników rynku, wzbudzając w nich entuzjazm i wygórowane oczekiwania co do przyszłych stóp zwrotu z inwestycji. Proces ten powoduje wzrost popytu, generując kolejny cykl wzrostu cen. Jeśli sprzężenie zwrotne nie zostanie przerwane, po wielu takich cyklach może doprowadzić do powstania bąbla spekulacyjnego, a więc sytuacji, kiedy wysokie oczekiwania co do przyszłego wzrostu cen uzasadniają jego obecną wysoką wycenę. Skrajnie zawyżone ceny są trudne do utrzymania, ponieważ ich wzrost zbudowany jest na kruchych fundamentach. Wkrótce więc bąbel pęka, a ceny spadają. Sprzężenie zwrotne, które wcześniej było odpowiedzialne za tworzenie się bąbla, decyduje teraz o jego destrukcji, a inwestorzy tak jak wcześniej o władnięci byli manią zakupów akcji, tak teraz w panice wyzbywają się stale tracących na wartości udziałów. Spadek cen trwa do momentu, gdy nie osiągną one poziomu, przy którym zabraknie chętnych do ich sprzedaży⁶. Sprzężenie zwrotne znajduje także uzasadnienie w tzw. kaskadzie informacyjnej. Zjawisko to występuje, gdy indywidualni inwestorzy ignorują samodzielnie

⁵ Ibidem, s. 29–81.

⁶ R. J. Shiller, *From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance*, „Journal of Economic Perspectives” 1 (17) 2003, s. 83–104.

zdobyte informacje bądź nie ufają własnym przeczuciom i decydują się na naśladowanie działań tłumu. Kaskada informacyjna rozpoczyna się od niewielkich zakupów akcji, których ceny początkowo zmieniają się w sposób losowy. Ruch ten może być odczytany przez niektórych jako pozytywna informacja i zachęcać do zwiększonych zakupów, jednocześnie przyciągając uwagę nowych inwestorów przekonanych, że kupujący przed nimi musieli wiedzieć więcej. Jedni naśladowują drugich, a ci są znowu naśladowani przez kolejnych uczestników rynku, doprowadzając w konsekwencji do uformowania się trendu wzrostowego cen akcji lub nawet bąbla spekulacyjnego⁷.

Równie ważną rolę przy formowaniu bąbla spekulacyjnego, jak podążanie za tłumem, odgrywa nadmierne zaufanie inwestorów do własnej wiedzy. Ulegając temu złudzeniu, uczestnicy rynku budują bardziej ryzykowne portfele inwestycyjne, przeszacowują prawdopodobieństwo przyszłego sukcesu i nie doceniają ryzyka, a nawet ignorują je⁸. Właśnie na podstawie nadmiernej pewności własnej wiedzy i umiejętności skonstruowany został przez Daniela, Hirschleifera i Subrahmanyama model bąbla spekulacyjnego na rynku kapitałowym. Założyli oni, że decydującą rolę w tworzeniu bąbla odgrywają tzw. inwestorzy poinformowani, którzy jako pierwsi mogą poznać informacje poufne, ujawniane dopiero po pewnym czasie pozostałym uczestnikom rynku. W konsekwencji cechują się zbyt daleko idącą pewnością i przeszacowują precyzję wiadomości uzyskanej drogą prywatną, natomiast publicznie dostępne informacje odbierane są przez nich jako potwierdzające obraną strategię inwestycyjną. Niechybnie prowadzi ich to do zwiększonych zakupów (lub wyprzedaży), co przekłada się na powstawanie krótkoterminowych trendów, a co za tym idzie – także bąbla⁹.

Z nadmierną pewnością własnej wiedzy i umiejętności łączy się kolejny czynnik odgrywający niebagatelną rolę przy budowie bąbli spekulacyjnych, tj. nadmierny optymizm inwestorów. Daje on bowiem spekulantom poczucie, że obserwowany przez nich od pewnego czasu wzrost cen akcji będzie z pewnością kontynuowany również po tym, kiedy i oni zakupią te udziały. Ten nieracjonalny entuzjazm leżący u podstaw formowania się bąbli spekulacyjnych opisał Robert J. Shiller. Zdefiniował on wręcz bąbel spekulacyjny jako sytuację, w której gwałtowny wzrost kursów zachęca inwestorów do nieuzasadnionego entuzjazmu, przenoszonego niczym choroba zakaźna z jednego na drugiego uczestnika rynku. Proces ten dodatkowo zostaje wzmocniony dorabianiem teorii mających w racjonalny sposób

⁷ P. Lemieux, *Following the Herd*, „Regulation” 4 (26) 2003–2004, s. 16–21.

⁸ M. Hayashi (Financial crisis prevention: A psychology approach from behavioral finance), MPhil, dissertation submitted to: Institute of Development Studies (IDS) University of Sussex, 2001, s. 37–38.

⁹ K. Daniel, D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam, *Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*, „Journal of Finance” 52/1998, s. 1839–1885.

tłumaczyć nagły skok cen, które w rzeczywistości mają na celu przyciągnięcie możliwie szerokiej rzeszy spekulantów. Shiller w książce *Nieracjonalny entuzjazm* starał się udowodnić, że największe spekulacyjne bąble w historii rynków kapitałowych są zawsze wspierane brzmiącymi bardzo wiarygodnie opowieściami, które czasami określa się jako teorie nowej ery. Uczestnicy rynku mają problem z uświadomieniem sobie, że teorie nowej ery, choć mogą zawierać ziarno prawdy, w rzeczywistości nie opierają się na rozsądnych przesłankach. Powszechność występowania tego typu teorii nie jest bowiem wystarczającym powodem ich stosowania i nie powinna być tłumaczona zupełnie innymi czasami, które uzasadniałyby skrajnie zawyżone rynkowe wyceny spółek akcyjnych¹⁰.

Heurystyka reprezentatywności i zasada konserwatyzmu są również czynnikami, które podsycają proces tworzenia się wszelkich manii spekulacyjnych na rynku kapitałowym. Heurystyka reprezentatywności zachęca inwestorów do postrzegania zmian kursów w uproszczony sposób – jako rynek byka lub niedźwiedzia – konserwatyzm powoduje natomiast, że wraz z pojawieniem się nowych informacji inwestorzy nie korygują wystarczająco silnie swoich wcześniejszych sądów. Barberis, Shleifer i Vishny wyjaśnili istotę bąbla spekulacyjnego właśnie w świetle tych czynników. Założyli oni, że wyniki finansowe badanej spółki charakteryzują się losowością, ale inwestorzy błędnie doszukują się w nich trendów wzrostowych bądź spadkowych. Heurystyka reprezentatywności zachęca wówczas spekulantów do reakcji na rosnący kurs z nadmierną siłą. Z drugiej strony konserwatyzm przyczynia się do rozłożenia tej przesadnej reakcji w czasie. Wraz z ujawnieniem dobrych danych uczestnicy rynku zachowują się tak, jakby informacje te miały charakter tymczasowy, a co za tym idzie – nie wpływały na pozytywny obraz spółki w dłuższej perspektywie. W konsekwencji mamy do czynienia z pesymizmem na rynku i niedostatecznie silną reakcją na przedstawione wyniki. Kiedy jednak spółka publikuje sekwencję dobrych wyników, inwestorzy zmieniają swoje nastawienie o 180 stopni. Odzwierciedleniem wiary w dalszą kontynuację wzrostowej tendencji zysków przedsiębiorstwa jest nadreaktywność mająca swe odbicie w zachowaniu cen akcji spółki¹¹.

¹⁰ R. J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Second Edition, Princeton University Press, Princeton 2000, s. 1–5.

¹¹ N. Barberis, A. Shleifer, R. W. Vishny, *A Model of Investor Sentiment*, „Journal of Financial Economics” 49 (3) 1998, s. 307–343.

Zakończenie

Bąble spekulacyjne są zjawiskiem, które nie zostało tak naprawdę do końca poznane. Dla pełniejszego zrozumienia wszelkich manii spekulacyjnych każdy przypadek powinien być analizowany oddzielnie, tak z psychologicznego, jak i ekonometrycznego punktu widzenia.

Przedstawione przykłady bąbli spekulacyjnych dowiodły, że pod tym pojęciem nie kryje się jedynie szybki wzrost wartości kursu akcji. Druga strona medalu jest zdecydowanie mniej przyjemna dla nieświadomych zagrożeń manii spekulacyjnych inwestorów. W tym momencie cisną się na usta pytania: „Dlaczego ludzka pamięć jest tak krótka?”, „Dlaczego wszelkie bańki spekulacyjne są tak odporne na lekcje historii?”. Pytania te jak dotąd pozostają bez odpowiedzi, i długo pewnie jeszcze pozostaną. Niemniej analiza i obserwacja tego typu wydarzeń mogą ułatwić wielu początkującym inwestorom przetrwanie na rynku kapitałowym.

Mimo wszystko występujące okresowo irracjonalne zachowania inwestorów, których efektem są bąble spekulacyjne, nie są wystarczającym dowodem braku racjonalności na giełdzie jako całości. Rynek jest efektywny, gdyż prędzej czy później każda spekulacyjna mania podlega korekcie – jeśli nie natychmiastowej, to na pewno nieuchronnej. Krótkotrwałe anomalie będące wynikiem nadmiernego optymizmu są zaś elementem folkloru giełdowego. Ostatecznie jednak prawdziwa wartość akcji zostaje zawsze rozpoznana. „Ze wszystkiego wynika bowiem jakiś morał, jeśli tylko potrafisz go odnaleźć”¹².

Literatura

- Barberis N., Shleifer A., Vishny R. W., *A Model of Investor Sentiment*, „Journal of Financial Economics” 49 (3) 1998.
- Caroll L., *Przygody Alicji w krainie czarów. O tym, co Alicja odkryła po drugiej stronie lustra*, Czytelnik, Warszawa 1975.
- Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A., *Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*, „Journal of Finance” 52/1998.
- Garber P. M., *Famous First Bubbles. The Fundamentals of Early Manias*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts 2000.
- Hayashi M., *Financial crisis prevention: A psychology approach from behavioral finance*. MPhil dissertation submitted to: Institute of Development Studies, (IDS) University of Sussex, 2001.
- Lemieux P., *Following the Herd*, „Regulation” 4 (26) 2003–2004.
- Mackay C., *Niezwykłe złudzenia i szaleństwa tłumów*, WIG-Press, Warszawa 1999.

¹² L. Caroll, *Przygody Alicji w krainie czarów. O tym, co Alicja odkryła po drugiej stronie lustra*, Czytelnik, Warszawa 1975, s. 97–98.

- Malkiel B. G., *Błądząc po Wall Street. Dlaczego nie można wygrać z rynkiem?*, WIG-Press, Warszawa 2003.
- Palgrave R. H., *Dictionary of Political Economy*, MacMillan, London 1926.
- Shiller R. J., *From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance*, „Journal of Economic Perspectives” 1 (17) 2003.
- Shiller R. J., *Irrational Exuberance*, Second Edition, Princeton University Press, Princeton 2000.

Speculative Bubbles As an Anomaly of the Modern Capital Markets

Summary

Speculative bubbles are one of the main problems that modern economy is facing today. It is an important issue as there is a clear-cut relationship between bubbles and financial crises we have been hearing of virtually everyday. During the 17th century “tulip bubble” and the 20th century “internet bubble” in which the prices of IT companies’ shares surged and then collapsed, many investors have lost their fortunes. What is it exactly that causes so much panic and trouble on financial markets? The behavioral finance can play an important role in deciphering of such phenomena and consequently give us better knowledge of them. In the paper the author analyzed the significant behavioral aspects of a bubble, including: herd behavior, information cascade, overconfidence and optimism, representativeness heuristics and conservatism bias. All these aspects will facilitate the understanding of the structure of a bubble and suggest ways to mitigate their occurrences and collapses of financial markets.

