

Behawioralne kanały zarażenia kryzysem

Wstęp

Rozwój nowych teorii finansów behawioralnych i neuroekonomii tworzy podstawy do bardziej skutecznego zarządzania sytuacjami kryzysowymi, zarówno w skali mikro-, jak i makroekonomicznej. Jednym z ważnych kanałów zarażenia kryzysem w skali międzynarodowej jest kanał behawioralny. Trudność jego badania, potrzeba wykorzystania wiedzy psychologicznej w analizach, mały zakres narzędzi dezaktywacji tego kanału w kryzysie oraz niewiele badań w tym obszarze uzasadniają szersze zajęcie się tym tematem.

Teza artykułu jest następująca: kanał behawioralny zarażenia pełni współcześnie ważną funkcję w międzynarodowym rozprzestrzenianiu się kryzysu finansowego i wymaga monitoringu oraz specyficznych instrumentów dezaktywacji.

Koppel uważa, że ekonomia behawioralna wciąż pozostaje zbiorem odkryć, które nie znajdują zastosowania w codziennych, systemowych działaniach instytucji; istnieje jednak nadzieja, że neuroekonomia pewnego dnia dostarczy wielu informacji ilościowych, które będzie można wykorzystać [Koppel, 2011, s. 11]. Zjawiska globalizacji na rynkach finansowych, w tym sieć powiązań finansowych, rozwój systemów informacyjnych i dostęp do międzynarodowych mediów spowodowały wzrost znaczenia kanału behawioralnego. W tym kontekście rodzi się problem: czy można zarazić się kryzysem i nie mieć kryzysu?

Artykuł ogranicza się do międzynarodowych kanałów zarażenia, chociaż podobne mechanizmy mogą wystąpić wewnątrz danego kraju. Zaprezentowane w artykule analizy poparto studiami przypadków oraz badaniami zagranicznymi i krajowymi.

1. Teoretyczne aspekty kanałów zarażenia kryzysem

Efekt zarażenia kryzysem był wielokrotnie badany i opisywany w literaturze [Rigobon, 2002; *Contagion*, 2011]. W ostatnich latach zwraca się natomiast coraz większą uwagę na behawioralne czynniki zarażenia w kon-

* Prof. SGH, Instytut Zarządzania Wartością, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa, piotr.masiukiewicz@wp.pl, ul. Madalińskiego 31/33, 02-544 Warszawa

tekście teorii ekonomii behawioralnej. Kanał behawioralny zarażenia jest także wymieniany w raportach o stabilności finansowej NBP, brak jednak szerszych badań w tym obszarze.

Definicja Banku Światowego określa zarażenie jako transmisję szoków do innych krajów lub relację między gospodarkami wykraczającą poza powiązania fundamentalne oraz szoki mające wspólne źródła. Chodzi tu o bardzo podobne zmiany w czasie na rynkach krajowych [*Contagion*, 2011].

Natomiast Rigobon w swojej pracy wymienia trzy inne możliwe pojęcia efektu zarażania [Rigobon, 2002]. Według pierwszej efekt zarażania może być interpretowany jako zjawisko wystąpienia kryzysu, załamanie się gospodarki jednego państwa może wywołać atak spekulacyjny na inny kraj. Druga bazuje na założeniu, że w czasie kryzysu wzrasta niestabilność, tak więc zarażanie można scharakteryzować jako transmisję niestabilności między krajami. Natomiast według trzeciej zarażanie może być zdefiniowane jako zmiana intensywności w rozpowszechnianiu się szoków między krajami. Przykładowo szok z jednego kraju może przenieść się z większą intensywnością podczas kryzysu lub może nastąpić znaczący wzrost wzajemnych powiązań między rynkami po szoku w jednym kraju.

Według Claessensa, Dornbusha i Parka (model CDP) efekt zarażania może być podzielony na dwie kategorie [Dornbush i inni, 2000, s. 179]. Do pierwszej zaliczają się przypadki wynikające z normalnych zależności, czyli realnych i finansowych relacji między państwami. Do drugiej natomiast należą wszystkie te sytuacje, które nie są spowodowane obserwowalnymi zmianami, takimi jak zmienne ekonomiczne, ale przez irracjonalne zachowania inwestorów, takie jak: panika, reakcje stadne czy wzrost awersji do ryzyka (kanał behawioralny).

Prace Akerlofa, Shillera [Akerlof, Shiller, 2009] i innych autorów pokazują zasadniczą rolę czynników behawioralnych – irracjonalnej euforii, sprzężenia zwrotnego i innych czynników w funkcjonowaniu współczesnych rynków. Teoria sprzężenia zwrotnego (*feedback theory*) sugeruje, że inwestorzy analizujący wzrost cen są na ogół skłonni wykorzystać koniunkturę – co powoduje akcelerację wzrostu cen – a to przyciąga nowych inwestorów i powoduje wzrost gorączki spekulacyjnej. Efekt sprzężenia zwrotnego doprowadza do takiego wywindowania cen, iż ceny tracą wszelkie racjonalne uzasadnienie i wzrastają w zawrotnym tempie aż do krachu [Roubini, Mihm, 2010, s. 63]. Ekonomści behawioral-

ni zidentyfikowali szereg czynników akceleracji mechanizmu sprzężenia zwrotnego. Jednym z nich jest inklinacja egotystyczna, tj. skłonność inwestorów do upatrywania przyczyn wzrostu swoich dochodów w czasie boomu nie w tym, iż równoległe z innymi inwestorami pompują bańkę cenową, lecz w swojej wyjątkowej wiedzy i przenikliwości [Daniel, Hirshleifer, 1998, s. 1839].

Kanał zarażenia można określić mianem rodzaju operacji finansowych lub informacyjnych (pakietu operacji), które przenoszą ryzyko i straty do innego podmiotu, branży, kraju. Kanały te można sklasyfikować wg kryterium pochodzenia (duży lub mały kraj, kraj sąsiedni), opóźnienia temporalnego, pojemności (przepustowości) oraz typu kanału (np. papierów wartościowych, kredytowy, behawioralny) [Masiukiewicz, 2012, s. 54]. Analiza kanałów zarażenia z punktu widzenia kategorii czasu umożliwia ocenę zmienności takich kanałów co do ich aktywności. Nie każda z możliwości oddziaływania musi być aktywna w tym samym momencie, a ich znaczenie może ulegać dużym zmianom, nawet w ramach jednego cyklu koniunkturalnego. Forbes i Rigobon wprowadzili pojęcie zarażenia skokowego dla podkreślenia nagłego wzrostu zależności między wskaźnikami sytuacji rynkowej różnych krajów w czasie kryzysu [Forbes, Rigobon, 2002].

W praktyce można wyróżnić kilka typowych kanałów transmisji kryzysów. Pierwsze, związane ze zwykłymi szokami (spowodowanymi np. inflacją), mogą spowodować wzrost cen aktywów lub wzrost przepływów kapitałowych związany z ich wycofywaniem [Forbes, Rigobon, 2002, s. 180]. Drugi kanał związany jest z więzami handlowymi i utrzymanym kursem walutowym. Załamanie się handlu między krajami utrzymującymi stałe kursy walutowe może doprowadzić do deprecjacji waluty jednego z nich i przenieść się na drugi [Forbes, Rigobon, 2002, s. 180]. Trzeci kanał jest związany z więzami finansowymi między krajami, w szczególności z rynkiem aktywów i firmami. W tym przypadku kanałami transmisji mogą być banki, bezpośrednie inwestycje zagraniczne lub pożyczki [Forbes, Rigobon, 2002, s. 181].

Druga duża grupa transmisji skupia się na zachowaniach inwestorów. Według modelu CDP im większa jest integracja między rynkami finansowymi, tym większa staje się wrażliwość państw na efekt zarażania. W tym wypadku zmienność rynków finansowych sprawia, że reakcje inwestorów stają się nieracjonalne. W modelu CDP wymienia się trzy typy zachowań inwestorów. Pierwsza grupa to inwestorzy początkowo racjonal-

ni, jednak w wyniku niedających się racjonalnie wyjaśnić zmian na rynku finansowym zmieniają swoje decyzje. Tego typu decyzje mogą być wyjaśnione asymetrią informacji lub problemami z koordynacją rynków [Dornbush i inni, 2000, s. 183]. Zachowania drugiej grupy opierają się na modelu równowagi ogólnej w warunkach kryzysu, gdzie występuje zjawisko samospełniającej się przepowiedni [Dornbush i inni, 2000, s. 184]. Do trzeciej grupy należą zachowania inwestorów w przypadku zmian w międzynarodowym systemie finansowym lub zmian zasad gry, co skutkuje innymi zachowaniami inwestorów po wybuchu kryzysu.

Nieco inne podejście do problemu zarażenia zastosowali Iori, Jaferey i Padilla, uznając, że powodem zarażenia są trzy rodzaje szoków: szok związany z paniką bankową (w tym efekt domina), szok związany z upadłością jednego dużego banku (spadek cen aktywów na rynku i problemy wypłacalności innych) oraz powiązania między instytucjami finansowymi jako czynnik efektu domina [Iori, Jaferey, Padilla, 2006]. Nie jest to pełna lista, np. decyzje rządu mogą wywołać zachowania szokowe (przykład sytuacji na Cyprze w 2013 r.).

Bańka cenowa wywołana przez czynniki behawioralne występuje w sytuacji, gdy ceny aktywów nie pozostają w żadnym związku z ich wartością. Według Kindlebergera jest to gwałtowny i ciągły wzrost cen aktywów, który kreuje oczekiwania dalszego ich wzrostu, przyciągając tym samym nowych inwestorów, zainteresowanych zyskami kapitałowymi [Kindleberger, 1999]. Akerlof i Shiller wskazują wręcz na zwierzęce instynkty (*animal spirits*), które leżą u podstaw decyzji inwestorów i powodują nieracjonalność tych decyzji na rynku [Akerlof, Shiller, 2009]. Autorzy ci wskazują na ważne czynniki akceleracji kryzysu wywołanego bańką cenową – sprzężenia zwrotne cen i dochodów wzmacniane sprzężeniem lewarowania oraz cyklem dźwigni finansowej [Akerlof, Shiller, 2009, s. 179]. Zdaniem Shillera bańka spekulacyjna jest pewnego rodzaju wadliwym działaniem psychiki [Koppel, 2011, s. 76].

Do ważniejszych cech kanału behawioralnego zarażenia kryzysem należy zaliczyć [Masiukiewicz, 2012]:

- przepływ informacji oficjalnej i prywatnej,
- sprawność temporalną,
- zróżnicowaną siłę rażenia,
- szumy informacyjne,
- znaczącą rolę *word of mouth* (WOM),
- bariery monitorowania i mierzenia kanału.

Tabela 1. Błędy i skłonności poznawcze a recepcja kanału behawioralnego

lp.	typowe błędy poznawcze	charakterystyka błędu	wpływ na kanał behawioralny
1	odchylenia racjonalnych decyzji	błąd potwierdzenia, awersja do straty, zachowania stadne, syndrom grupowego myślenia, myślenie życzeniowe, błędne interpretacje	wysoki
2	efekt posiadania	ludzie wyceniają wyżej aktywa, które już posiadają	wysoki
3	efekt bycia poza rynkiem	strach przed byciem poza rynkiem; stąd utrata następnych szans rynkowych	średni
4	atrybucja obronna	tendencja do tłumaczenia własnych porażek czynnikami zewnętrznymi, na które nie ma się wpływu, i przypisywanie sukcesów swojej osobowości	niski
5	efekt nadmiernej pewności siebie	pozorna przewaga, przecenianie własnych możliwości	niski
6	pułapka dostępności	koncentracja uwagi na jednym aspekcie, pomijanie innych aspektów danej sytuacji	wysoki
7	efekt utopionych kosztów	skłonność do trzymania się wcześniej podjętych decyzji inwestycyjnych	wysoki
8	siła własnych przekonań	ocenianie poprawności wniosków na podstawie własnych przekonań; związek z błędem potwierdzenia	wysoki
9	efekt myślenia wstecznego	przekonanie samego siebie, iż wcześniejsze decyzje (inwestycyjne) były słuszne; racjonalizowanie decyzji wstecz	wysoki
10	ignorowanie prawdopodobieństwa	ignorowanie podobieństwa decyzji i prawdopodobieństwa efektu	niski
11	reaktancja	reakcja emocjonalna typu wyparcie	średni
12	efekt zakotwiczenia	naturalna skłonność do zbytowego opierania się na jakiejś informacji (zbiorze informacji)	wysoki

lp.	typowe błędy poznawcze	charakterystyka błędu	wpływ na kanał behawioralny
13	efekt martwego pola	niezauważanie własnych błędów wynikający z pewności siebie	wysoki
14	syndrom myślenia grupowego	podporządkowanie schematu myślenia grupie, tłumienie istotnych informacji	wysoki

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Koppel, 2011, s. 104 i nast.].

Twórcy ekonomii behawioralnej (Kahneman, Tversky) wykazali, że decyzje finansowe inwestorów nie są wynikiem obiektywnych analiz, lecz opierają się na heurystykach. Ponadto decydenci podlegają efektowi framingu, efektowi odbicia i mentalnej księgowości.

Błędy i skłonności poznawcze mają wpływ na recepcję impulsów kanału behawioralnego; mogą tłumić lub powodować akcelerację tych impulsów w indywidualnym odbiorze (zob. tab. 1) [Koppel, 2011, s. 103-115]. Nałożenie się różnych heurystyk (zachowania stadne, księgowość mentalna i in.) na błędy poznawcze tworzy podstawę do wywołania paniki na rynku określonych aktywów, których dotyczyły sygnały z kanału behawioralnego.

Impulsy kanału behawioralnego mogą wywoływać zjawiska kryzysowe, tj. pęknięcie bańki cenowej, panikę giełdową, wyprzedaż waluty, run na kasy banków, utratę wiarygodności instytucji finansowej i inne. Reakcje na sygnały mogą być przy tym natychmiastowe lub opóźnione, a kanał może mieć wymiar krajowy lub międzynarodowy.

Instrumenty dezaktywacji kanału behawioralnego mogą być następujące [Masiukiewicz, Dec, 2013]:

- wykorzystanie mechanizmów społecznej autoregulacji kryzysu,
- publikowanie oficjalnego stanowiska władz (bank centralny, nadzór finansowy),
- wykorzystanie opinii autorytetów naukowych,
- reagowanie w formie sprostowań wobec błędnych informacji i analiz w mediach (w tym poprzez Internet).

Okresowe badanie czynników behawioralnych tworzenia baniek cenowych oraz większa edukacja finansowa klientów wydają się niezbędnymi działaniami prewencyjnymi w przyszłości.

Kwestią ważną jest odporność gospodarki na zarażenie danym kanałem czy problem asymetrii rażenia; kwestie te częściowo wyjaśnia teoria *decoupling*.

2. Przykłady zarażenia kanałem behawioralnym

Panika klientów i inwestorów wywołana czynnikami behawioralnymi przyczyniała się w wielu przypadkach do zjawiska zarażenia kryzysem. Odegrały one znaczną rolę w kryzysie azjatyckim. Inwestorzy zagraniczni zaniepokojeni problemami gospodarki w Tajlandii zaczęli stadnie wycofywać kapitał także z sąsiednich krajów, po części charakteryzujących się problemami podobnymi do tajlandzkich, gdzie również wysoki stopień zadłużenia w stosunku do rezerw walutowych nie pozwolił na skuteczną obronę walut (następnie uwolniono kursy w ramach działań antykryzysowych).

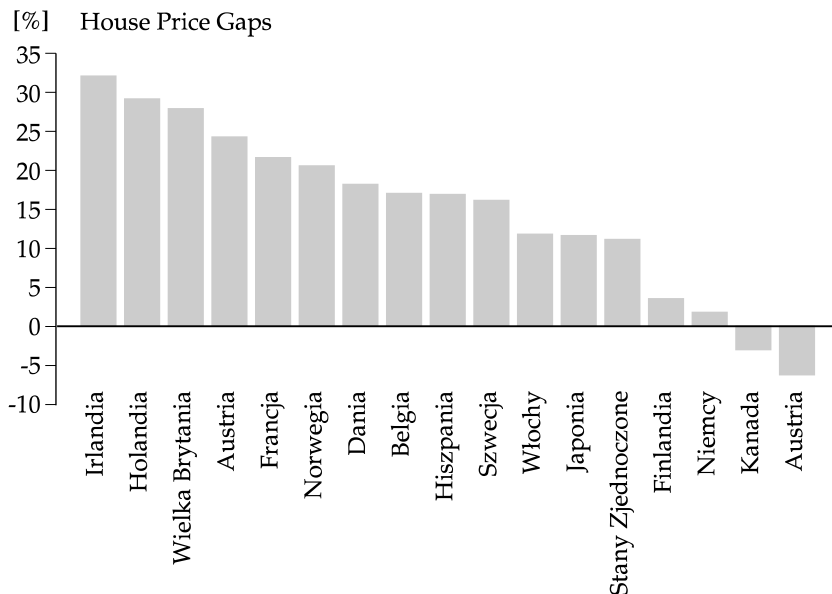
Bezpośrednią przyczyną ostatniego kryzysu subprime była akceleracja rozwoju, a następnie pęknięcie bańki cenowej na rynku nieruchomości w USA oraz w innych krajach (głównie strefy euro). Zdaniem Krugmana ceny mieszkań na rynku USA w 2006 r. były przewartościowane w granicach 50% [Krugman, 2012, s. 152]. Bańki cenowe pękły jednakże również w krajach nieobjętych kryzysem.

Nadmierny wzrost cen nieruchomości był nie tylko trendem amerykańskim (wzrost cen o 73% w latach 1997–2005). Ceny rosły także w Australii (o 114%, okres jw.), w Hiszpanii (o 145%, okres jw.), w Dubaju (o 226% w latach 2003–2007), także w Chinach i Tajlandii [Roubini, Mihm, 2010, s. 153]. Wzrost bańki potwierdza kształtowanie się indeksu cen domów Case'a–Shillera w USA. Index ten po wzroście do ok. 230 w 2006 r. spadł do poziomu 150 w kwietniu 2009 r., a zatem o 35% [Blanchard, 2011, s. 910]. Należy też zwrócić uwagę na to, że amerykańska bańka była finansowana przez nierezydentów – w czasie boomu kupili oni ponad połowę papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką, także dzięki temu mogły wzrastać ceny nieruchomości [Roubini, Mihm, 2010, s. 281]. Był to ważny czynnik ekonomiczny akceleracji bańki.

Chociaż przyczyn zmian na rynkach kredytów hipotecznych w Europie w ciągu ostatnich 20 lat można upatrywać w zmianach na rynku kredytów hipotecznych w USA, to te ostatnie nie zostały sprowokowane przez działania FED [White, 2009], a przez programy wspierania taniego budownictwa mieszkaniowego, których Stany Zjednoczone nie były wcale liderem.

Badania MFW wskazują, że rynek nieruchomości podlegał znacznie większej spekulacji w Wielkiej Brytanii, Holandii czy Irlandii niż w USA (zob. rys. 1).

Rysunek 1. Pomiar poziomu spekulacji na rynku nieruchomości w wybranych krajach świata w latach 1997–2007



Źródło: [World Economic..., 2008].

Niemcy. W Niemczech bańka cenowa (przed kryzysem subprime) była niewielka; wskaźnik House Price Gaps wynosił w tym kraju zaledwie ok. 3% (zob. rys. 1). Jednakże behawioralny efekt zarażenia kryzysem subprime wystąpił także w tym kraju i dotyczył głównie paniki giełdowej. W latach 2006–2010 inwestorzy wycofali z giełdy ok. 67 mld euro, z czego 2/3 tej kwoty wycofano w 2008 r. [Surdykowska, 2012, s. 52]. W kolejnych latach niestabilna sytuacja na rynkach nie zatrzymała odpływu kapitałów z giełdy. W 2010 r. tylko 5% oszczędności niemieckich obywateli trafiło na giełdę. Natomiast wzrosło zainteresowanie lokowaniem w produkty ubezpieczeniowe, lokaty bankowe i fundusze inwestycyjne. Niemcy wyciągnęły wnioski z ostatniego kryzysu i zaczęły preferować pewność zachowania kapitału zamiast wysokich zysków i ryzyka giełdowego, „którymi rządzą emocje ludzkie i zachowania stadne” [Surdykowska, 2012, s. 53].

Dubaj. Realizując cel dywersyfikacji gospodarki, w Dubaju rozwinięto inwestycje w sektorze nieruchomości, finansowane początkowo z nadwyżek finansowych pochodzących z sektora ropy naftowej. Dubaj chciał osiągnąć pozycję jednego z głównych centrów finansowych świata. Konsekwencją tego był popyt na infrastrukturę oraz wzrost cen w sektorze nieruchomości, a w rezultacie także znaczący wzrost zadłużenia wielu firm. W efekcie pojawiła się bańka spekulacyjna w sektorze nieruchomości [Thomson, 2010; Blanchi, 2009]. Na jej pęknięcie ważny wpływ miały czynniki behawioralne, tj. informacje o kryzysie na rynku nieruchomości USA.

Po sześciu latach wzrostu cen nieruchomości rynek Dubaju stanął w obliczu kryzysu, który rozpoczął się pod koniec 2008 r. – ceny mieszkań (głównie luksusowych mieszkań i apartamentów) spadły. Roubini i Mihm wskazują, że bańka na rynku nieruchomości była w Dubaju szczególnie duża. Tylko między 2003 r. a 2007 r. ceny nieruchomości wzrosły o 226% [Roubini, Mihm, 2010, s. 154]. Transakcją wykorzystywaną w tym celu przez banki była tzw. murabaha. W efekcie pęknięcie nieruchomościowej bańki w połowie 2008 r. nastąpił spadek cen nieruchomości oraz spadek popytu. W Dubaju ceny nieruchomości w porównaniu z okresem szczytowym (zanim zaczął się międzynarodowy kryzys finansowy) spadły aż o 60%, a w Abu Zabi spadły o 45%.

Polska. W kraju wielokrotnie występowało zarażenie banków kryzysem przez kanał behawioralny. Typowymi przykładami była panika klientów w SBRz Poznań (efekt zarażenia w wyniku powiązań finansowych oraz upadłości BK Poznania) oraz Banku Wschodniego (błędne informacje mediów, niekorzystne artykuły prasowe, *word of mouth*). Efekt behawioralny wystąpił także w Banku Rozwoju Rolnictwa, Pierwszym Banku Komercyjnym w Lublinie, Agrobanku, Banku Częstochowa i SBRz Warszawa (panika klientów) [Masiukiewicz, 2011, s. 284].

Marczak i Piech zauważają, że do najnowszych czynników wpływających na polską gospodarkę z zagranicy można zaliczyć import nastrojów. Przykładem takiego procesu, zdaniem tych autorów, jest spadek popytu na mieszkania w 2008 r. (w celach inwestycyjnych) wywołany kryzysem amerykańskim, mimo że polski rynek nie miał tak znaczących defektów [Koniunktura, 2009, s. 46]. Kryzys subprime przełożył się także na bessę na polskiej GPW [Koniunktura, 2009, s. 168-189].

W latach 2004–2010 wystąpiła bańka cenowa na rynku nieruchomości [Główka, 2012, s. 158]. Sytuacja na rynku przypominała sytuację na dużo

bardziej rozwiniętych rynkach, chociażby w Europie Zachodniej. Jako główne przyczyny wystąpienia bańki cenowej wymieniano przede wszystkim czynniki fundamentalne (np. rolę systemu finansowego w kraju, niedobór mieszkań, odłożoną konsumpcję mieszkań), a także czynniki mające charakter wyłącznie spekulacyjny. To spowodowało gwałtowny wzrost cen mieszkań w Polsce w latach 2004–2007. Sytuacja ta wystąpiła zwłaszcza w największych miastach, wzrosty cen nierzadko przekraczały nawet 200%. Pomimo że kraj nie został dotknięty bezpośrednio kryzysem subprime, w 2009 r. nastąpiło pęknięcie bańki na rynku nieruchomości [Masiukiewicz, Dec, 2013].

Główni gracze na rynku mieszkaniowym w Polsce (czyli deweloperzy, pośrednicy finansowi, banki) okresowo ponawiali komunikaty skierowane do opinii publicznej o nieuchronnym i ciągłym wzroście cen mieszkań w kraju, nierzadko posługując się odwołaniem do rynków w Europie Zachodniej. Tworzyło to iluzję stałego wzrostu wartości. Akceleratorem popytu były również zmiany regulacyjne na polskim rynku mieszkaniowym.

Nie bez znaczenia na wzrost cen na rynku nieruchomości miały czynniki o charakterze spekulacyjnym (wg szacunków 15-20% popytu) i behawioralnym, m.in. inwestorzy zagraniczni podbijali ceny. Także obywatele Irlandii czy Hiszpanii często kupowali po kilka, kilkanaście mieszkań (nawet nie przyjeżdżając do Polski), aby móc je w przyszłości odsprzedać z zyskiem. Trend cen na polskim rynku nieruchomości zdecydowanie odbiegał od długookresowych tendencji i była to klasyczna bańka cenowa [Raport..., 2010, s. 35].

3. Badania behawioralnego kanału zarażenia

Metody monitoringu i badań kanału behawioralnego mogą obejmować:

- monitoring baniek cenowych na różnych rynkach, szczególnie w krajach o znacznych powiązaniach finansowych oraz poziomu inwestycji spekulacyjnych,
- badania zmian poziomu zaufania publicznego do instytucji finansowych,
- badania poziomu edukacji finansowej społeczeństwa,
- badania demoskopijne potencjalnych zachowań inwestorów i klientów, w tym czynników nieracjonalnych decyzji finansowych, podatność na *word of mouth*, reakcje wobec sygnałów szokowych i innych,

- metody szacowania ryzyka paniki i runu na kasy,
- badanie i konstruowanie narzędzi dezaktywacji behawioralnego kanału zarażenia.

Tabela 2. Zmiany cen rynkowych a decyzje sprzedaży nieruchomości

lp.	wyszczególnienie	% odpowiedzi N = 180
x	Jeżeli kupił/a Pan/Pani nieruchomość dodatkową w celu lokaty oszczędności, to w jakiej sytuacji na rynku nieruchomości dokonałby/dokonałaby Pan/Pani jej sprzedaży:	
A	kiedy ceny nieruchomości na rynku dłuższy czas pozostają bez zmian	15,6
B	kiedy ceny nieruchomości na rynku zaczynają powoli rosnąć	13,9
C	kiedy ceny nieruchomości na rynku zaczynają szybko rosnąć	34,4
D	kiedy ceny nieruchomości na rynku zaczynają powoli spadać	26,1
E	kiedy ceny nieruchomości na rynku zaczynają szybko spadać	6,1
F	brak odpowiedzi	3,9

Źródło: [Masiukiewicz, Dec, 2013].

W Instytucie Zarządzania Wartością SGH przeprowadzono sondażowe badanie demoskopijne na temat roli czynników behawioralnych w kreacji bańki cenowej na rynku nieruchomości w Polsce [Masiukiewicz, Dec, 2013]. Przeszło 85% ankietowanych uważało, że lokowanie oszczędności w nieruchomościach jest w dzisiejszych czasach wciąż dobrą inwestycją, nawet pomimo kryzysu i spadku cen mieszkań (zob. tab. 2).

Ponad 45% badanych stwierdziło, że dokona zakupu nieruchomości dodatkowej (jako inwestycji, np. kupionej na wynajem) wówczas, kiedy ceny nieruchomości na rynku zaczną powoli rosnąć, a tylko 20% wówczas, gdy ceny te będą szybko spadać. Świadczy to o istotnym wpływie czynnika behawioralnego na podejmowanie decyzji zakupu przez potencjalnych nabywców.

Znaczna liczba ankietowanych (ponad 34%) stwierdziła, że dokona sprzedaży nieruchomości dodatkowej wówczas, kiedy ceny na rynku nie-

ruchomości będą szybko rosnać, 26% dokonałoby takiej transakcji, kiedy ceny będą na rynku powoli spadać, a 6% – jeżeli będą szybko spadać (zob. tab. 2.). Zatem decyzje prawie 1/3 badanych byłyby akceleratorem pęknięcia bańki cenowej.

Zakończenie

Kryzys finansowy subprime pokazał, że zarażenie kryzysowe na dużą skalę może przenosić się z jednego kraju do innych. Dla wielu krajów wybuch kryzysu subprime był behawioralnym akceleratorem pęknięcia bańki cenowej na rynku nieruchomości. Można zatem mówić o występowaniu międzynarodowych kanałów zarażenia o charakterze behawioralnym.

Do głównych czynników behawioralnych akceleracji kryzysu należy zaliczyć: heurystyki klientów, wiedzę i postawy wobec własnych finansów, czynniki nieracjonalnych decyzji i emocje. Dla dezaktywacji kanałów behawioralnych zarażenia kryzysem powinny być wykorzystywane takie instrumenty jak: stały monitoring behawioralnych kanałów, rozwój metod badania czynników behawioralnych kryzysu, opracowanie i wdrożenie narzędzi ograniczania i tłumienia czynników behawioralnych. Ważne jest badanie tych czynników na różnych rynkach aktywów (w tym wczesne ostrzeżenie przed bańką cenową) oraz poszukiwanie metod ograniczających nieracjonalność decyzji inwestorów i klientów. Takimi metodami mogłyby być m.in. narzędzia informacji publicznej czy edukacja finansowa inwestorów oraz klientów.

Dorobek ekonomii behawioralnej może być wykorzystany do konstruowania narzędzi ograniczających aktywność behawioralnych kanałów zarażenia kryzysem finansowym.

Literatura

1. Akerlof G.A., Shiller R. J. (2009), *Animal Spirits*, Princeton University Press, Princeton.
2. Blanchard O. (2011), *Makroekonomics*, 5th expanded edition, Pearson Education, New Jersey.
3. Blanche S. (2009), *Dubai Property Rises 7%*, „The Wall Street Journal”, November 4, s. 6.
4. *Contagion of Financial Crises*, (2011), World Bank, www.worldbank.org/economicpolicy/managing%20volatility/contagion/definitions.html, dostęp dnia 15.01.2011.

5. Daniel K., Hirshleifer D., Subramanyam A. (1998), *Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*, „Journal of Finance”, vol. 53, no. 6, s. 1839-1885.
6. Dornbush R., Park Y., Claessens S. (2000), *Contagion: Understanding How It Spreads*, „The World Bank Research Observer”, August, vol. 15, no. 2, s. 177-197.
7. Forbes K., Rigobon R. (2002), *Contagion in Latin America: Definitions, Measurement and Policy Implications*, NEBER Working Paper, Cambridge, September, no. 7885, s. 1-36.
8. Główska G. (2012), *System finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Doświadczenia i kierunki zmian*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
9. Hott C. (2011), *Lending Behavior and Real Estate Prices*, „Journal of Banking and Finance”, vol. 36, no. 9, s. 2429-2442.
10. Iori G., Jaferey S., Padilla F. (2006), *Systemic Risk on the Interbank Market*, „Journal of Economic Behavior and Organization”, no. 4, s. 11-21.
11. Kindleberger Ch. (1999), *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, WIG Press, Warszawa.
12. *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime (2009)*, red. J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny, C.H. Beck, Warszawa.
13. Koppel R. (2011), *Investing and the Irrational Mind. Rethink Risk, Outwit Optimism and Seize Opportunities Others Miss*, McGraw Hill, New York.
14. Krugman P. (2012), *Powrót recesji. Kryzys roku 2008*, Wolters Kluwer, Warszawa.
15. Łaszek J. (2008), *Bańki cenowe na rynkach mieszkaniowych i wybrane problemy ich pomiaru*, „Finansowanie Nieruchomości”, nr 9, s. 26-33.
16. Masiukiewicz P. (2011), *Zarządzanie sanacją banku*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
17. Masiukiewicz P. (2012), *Ryzyko dużych banków. Perspektywa Polski*, CeDeWu, Warszawa.
18. Masiukiewicz P., Dec P. (2013), *Behavioral Factors of Price Bubbles and Their Influence on the Formation of a Crisis*, „International Journal of Multidisciplinary Research & Advances in Engineering”, April, vol. 5, no. II, s. 1-16.
19. *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2002–2009 (2010)*, NBP, Warszawa.

20. Rigobon R. (2002), *International Financial Contagion: Theory and Evidence in Evolution*, Research Foundation of AIMB, Malden.
21. Roubini N. Mihm S. (2010), *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Press, New York.
22. Surdykowska S.T. (2012), *Ryzyko finansowe w środowisku globalnej gospodarki*, Difin, Warszawa.
23. Thomson A. (2010), *Dubai Holding Hires Advisers*, „The Wall Street Journal”, May 11, s. 8.
24. White L. H. (2009), *Federal Reserve Policy and the Housing Bubble*, „The Cato Journal”, vol. 29, no. 1, s. 115-125.
25. *World Economic Outlook* (2008), IMF, Washington D.C., April.

Streszczenie

Behawioralne kanały zarażenia kryzysem, zarówno w ujęciu zewnętrznym, jak i wewnętrznym, występowały w wielu krajach. Badania zagraniczne wskazują na istotną rolę takiego kanału w kreowaniu baniek cenowych aktywów. Dezaktywacja kanału w przyszłości wymaga identyfikacji, badania i monitoringu. Potrzebne jest opracowanie narzędzi dezaktywacji czynników behawioralnych kryzysu finansowego. Powinien być w tym pomocny dorobek teorii ekonomii behawioralnej i neuroekonomii.

Słowa kluczowe

bańka cenowa, dezaktywacja kryzysu, finanse behawioralne, kanał zarażenia

Behavioral channels of crisis contagion (Summary)

Behavioral channels of crisis contagion as both external and internal process, occurred in many countries. Foreign researches shows an important role of such a channel in creating the price bubble assets. Behavioral channel deactivation in the future need identification, researches and monitoring. It is necessary to prepare tools for deactivation of factors of behavioral financial crisis. The achievements of behavioral economy and neuro economy should help with this issue.

Keywords

price bubble, crisis deactivation, behavioral finance, contagion channel