Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
2013, t. 48, nr 3

Adrian Solek

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie,
Wydział Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych, Katedra Mikroekonomii

Behawioralne aspekty działań antykryzysowych

Streszczenie. *W wyjaśnieniu przyczyn i przebiegu trwającego od kilku lat globalnego kryzysu gospodarczego pomagają ekonomia i finanse behawioralne, koncentrujące się na psychologicznych czynnikach odgrywających rolę w tworzeniu bańki spekulacyjnej, takich jak heurystyka dostępności i reprezentatywności, nadmierna pewność siebie, awersja do strat czy problemy inwestorów z samokontrolą. Złagodzenie skutków kryzysu i zapobieganie im w przyszłości wymaga m.in. nowego określenia roli państwa na rynkach finansowych. Zagrożenia dla realizacji tego celu mają niekiedy również wymiar behawioralny – wynikają m.in. z braku pełnej informacji, implikującego możliwość podporządkowania regulatora interesom branżowym, problemu agencji i krótkiego horyzontu czasowego regulatorów, kontrowersji wokół sprawiedliwości regulacji wynagrodzeń czy pewności siebie regulatorów. W rezultacie działania państwa również mogą stanowić źródło ryzyka.*

Słowa kluczowe: *kryzys gospodarczy, ekonomia behawioralna, ekonomia neoklasyczna, polityka państwa*

1. Wprowadzenie

Globalny kryzys finansowy, zapoczątkowany w 2007 r. bańką spekulacyjną na rynku nieruchomości w USA, stał się obiektem wszechstronnych analiz ekonomicznych. Do wyjaśnienia genezy i kumulacji zjawisk kryzysowych niezbędne wydaje się wykroczenie poza dominujący w dotychczasowej ekonomii paradygmat neoklasyczny i klasyczną teorię finansów, gdyż nie oferują one narzędzi pozwalających wytłumaczyć nieracjonalne (lub też: pozornie nieracjonalne) zachowania podmiotów rynkowych, prowadzące do błędów rynku. Wyjaśnień takich próbują dostarczyć ekonomia i finanse behawioralne, wykorzystujące dorobek psychologii, zwłaszcza poznawczej, do analizy procesów podejmowania decyzji i co za tym idzie – wyjaśnienia zjawisk gospodarczych, również w skali

makroekonomicznej. Okazuje się bowiem, że współczesną gospodarką w coraz większym stopniu rządzą emocje i zachowania stadne, wypierając stopniowo czynniki racjonalne, będące podstawą neoklasycznych modeli ekonomii i polityki gospodarczej. Teorie behawioralne mogą być także pomocne w znalezieniu remediów, nie tyle zapobiegających występowaniu podobnych kryzysów w przyszłości, lecz – co jest bardziej realistycznym celem – zmniejszających prawdopodobieństwo ich pojawienia się lub łagodzących ich przebieg i skutki.

2. Neoklasyczna ekonomia a kryzys gospodarczy

Fundamentem standardowego paradygmatu w ekonomii i nauce o finansach jest założenie o racjonalności działania podmiotów gospodarczych, mających spójne preferencje, dążących do maksymalizacji zysku bądź użyteczności, podejmujących swe decyzje na podstawie pełnej i doskonałej informacji, a także mających nieograniczone możliwości jej przetworzenia w celu podjęcia optymalnego działania. Rzecz jasna, założenia, o jakich mowa, nie odzwierciedlają – zresztą jak w przypadku każdej innej teorii – pełnej złożoności ludzkich motywów i celów działań, niemniej coraz bardziej uprawnione staje się pytanie, czy stopień redukcji rzeczywistości w ramach paradygmatu neoklasycznego nie jest zbyt duży dla celów eksplanacji i predykcji zdarzeń. Można uznać, że nie tyle opisuje on faktyczne wybory dokonywane przez ludzi, co dostarcza wskazówek do postępowania mającego na względzie maksymalizację funkcji celu, niezależnie od tego, czy podmioty stosują się do nich, czy też nie; jest to więc model preskryptywny, a nie deskryptywny[1].

Podobnie w nauce o finansach słabnie pozycja hipotezy rynków efektywnych autorstwa Eugene'a Famy, podkreślającej, że ceny walorów i wartości indeksów giełdowych w pełni uwzględniają dostępne informacje (przeszłe, publiczne bądź prywatne, w zależności od tzw. formy efektywności: słabej, półsilnej czy silnej). Wskutek tego nie ma możliwości osiągnięcia na rynkach finansowych ponadprzeciętnych zysków w długim okresie, gdyż wszelkie informacje są w tym samym momencie dostrzeżone przez innych inwestorów, co eliminuje możliwość zastosowania ruchów wyprzedzających i gry na zwyżkę bądź zniżkę cen. Warto podkreślić, że zgodnie z teorią Famy nie ma mowy o walorach przewartościowanych ani niedowartościowanych, ponieważ aktualna cena aktywów stanowi jedyny wyznacznik ich wartości. W związku z tym pojęcie bańki spekulacyjnej jest pozbawione sensu, gdyż nie istnieje żaden inny punkt odniesienia, wyznaczający „prawdziwą wartość" aktywów, do którego można by porównać aktualny kurs cen.

[1] A. Solek, *Ekonomia behawioralna a neoklasyczna*, PTE, Kraków 2010.

Problemy powyższych teorii z wyjaśnieniem baniek spekulacyjnych generujących kryzysy gospodarcze biorą się stąd, że, jak mówi Robert Shiller:

> ekonomiści praktykujący tzw. ekonomię neoklasyczną […] zakładają, że rynek to miejsce, w którym racjonalni gracze podejmują oparte na wiedzy decyzje i ustalają racjonalne wartości dóbr. Żaden racjonalny mechanizm nie wyjaśni, dlaczego dom, który wart był milion dolarów, za rok wart jest tylko pół miliona[2].

3. Ekonomia i finanse behawioralne a kryzys gospodarczy

Powstanie bańki spekulacyjnej jest zawsze rezultatem splotu czynników zarówno ekonomicznych, jak i psychologicznych. W przypadku globalnego kryzysu zapoczątkowanego w 2007 r. do pierwszej grupy determinant zaliczyć należy niskie stopy procentowe na rynku kredytów hipotecznych w USA, mające ułatwić dostęp do tych produktów bankowych klientom o gorszej zdolności kredytowej. Jednak rozwój zdarzeń, które – jak zauważono *ex post* – wymknęły się spod kontroli, można objaśnić, odwołując się do czynników z drugiej kategorii. Owe tendencje behawioralne działają często w połączeniu ze sobą, nawzajem się wzmacniając.

Należy zwrócić uwagę, że nieracjonalne zachowania i błędy poznawcze są charakterystyczne dla różnych grup podmiotów funkcjonujących na rynkach – zarówno inwestorów indywidualnych, jak i instytucji finansowych, agencji ratingowych czy organów regulacyjnych. W przypadku kredytodawców i kredytobiorców owa „nieracjonalna obfitość" (*irrational exuberance*) – by zacytować tytuł słynnej książki Shillera prognozującej nadejście kryzysu – punktem wyjścia było wytworzenie się „legendy" dotyczącej perspektyw ciągłego wzrostu cen nieruchomości, podobnie jak dekadę wcześniej miało to miejsce w przypadku spółek internetowych i perspektyw rzekomej „nowej gospodarki"[3] (nawiasem mówiąc, poprzedni kryzys, z początku XXI w., w pewnym zakresie również przyczynił się do zwiększenia zasięgu obecnego kryzysu z uwagi na poszukiwanie przez liczne grupy indywidualnych inwestorów nowych okazji zarobku po pęknięciu bańki internetowej[4]). Z kolei windowanie cen wywołane jest tym, że w okresie ich nieprzerwanego wzrostu trudniej jest inwestorom przywołać w pamięci przypadki bessy na rynku (heurystyka dostępności), co jest źródłem ich nieuzasadnionego optymizmu, który w połączeniu z brakiem samokontroli

---

[2] R.J. Shiller, *Zwierzęca natura rynku*, wywiad przeprowadzony przez J. Żakowskiego, w: *Trzęsienie kapitalizmu*, wyd. specjalne „Polityki" 2012, nr 1, s. 105.

[3] Ibidem.

[4] R. Grosse, *Bank regulation, governance and the crisis: a behavioral finance view*, „Journal of Financial Regulation and Compliance" 2012, nr 20(1), s. 4-25.

prowadzić może do nieoptymalnej dywersyfikacji portfela – zbyt duża jego część jest przeznaczana na aktywa zyskowne, ale i bardziej ryzykowne. Łączy się to z heurystyką reprezentatywności, będącą przyczyną ignorowania zjawiska regresji do średniej, która w przypadku zdarzeń losowych jest nieunikniona, a także z niewłaściwym ramowaniem (*framing*) sytuacji decyzyjnej, wskutek którego ciąg wzrostów cen jest interpretowany jako normalny stan rynku. Wspomniany błąd nadmiernego optymizmu i pewności siebie wywołuje iluzję kontroli nad zdarzeniami o charakterze losowym. Nakłada się na to tendencja do zaprzeczania informacjom kwestionującym obrany kierunek działań i poszukiwania takich informacji, które utwierdzają jednostkę w przekonaniu o słuszności własnych decyzji. Niepohamowane inwestowanie tłumaczyć można również znaną z behawioralnej teorii perspektywy awersją do strat (nieosiągnięcie możliwego zysku kodowane jest w umyśle inwestora jako strata, a jej subiektywne odczuwanie jest silniejsze niż w przypadku osiągnięcia zysku o identycznej nominalnie wartości). Te indywidualne tendencje są dodatkowo wzmocnione przez efekt owczego pędu[5].

Jeśli chodzi o zachowania instytucji finansowych sprzyjające nakręcaniu się spirali kryzysu, do wielu wymienionych wyżej czynników behawioralnych, takich jak zachowania stadne w obliczu niepełnej informacji oraz nadmierna pewność siebie, można dodać tendencję do unikania żalu, jaki mogłaby wywołać świadomość niewykorzystania nadarzającej się okazji zarobku. Skłaniało to instytucje finansowe do stosowania lewarowania (nawet na poziomie 30:1) w celu zwiększenia swoich zysków[6]. Istotną rolę odgrywał także niewłaściwy system motywacyjny pracowników sektora finansowego. Jego konstrukcja premiowała bowiem tworzenie i sprzedaż zyskownych w krótkim okresie, lecz obarczonych większym ryzykiem instrumentów finansowych, które przyczyniły się do wzrostu, a potem załamania na rynku. Co więcej, rozkład bodźców dla finansistów nie był symetryczny – wysokim premiom za osiągnięcie celów sprzedażowych nie towarzyszyła groźba analogicznych kar w przypadku porażki, co tworzyło pokusę nadużycia (*moral hazard*) i sprzyjało bezkarnym zachowaniom ryzykownym. Z kolei w szerszej skali taką funkcję spełniało przekonanie o istnieniu banków, które są „za duże, by upaść" i które w razie problemów byłyby za wszelką cenę ratowane przez państwo w celu zapobieżenia katastrofie całego systemu finansowego. Wreszcie sam charakter relacji między instytucjami finansowymi a ich klientami, opartych na asymetrycznej (choć i tak niepełnej) informacji dotyczącej oferowanych produktów finansowych, leżał u podstaw problemu agencji, w któ-

[5] A. Solek, *Behawioralne mechanizmy globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2010*, w: *Ekonomiczno-społeczne problemy transformacji ustrojowej w Polsce. Aspekty mikroekonomiczne. Otoczenie ekonomiczne a zmiany zachowań podmiotów rynkowych*, red. Z. Dach, PTE, Kraków 2010, s. 240-259.

[6] J.V. Rizzi, *Behavioral basis of the financial crisis*, „Journal of Applied Finance" 2008, nr 18(2), s. 84-96.

rym lepiej poinformowana strona (pełnomocnik, tu: brokerzy) działała przede wszystkim na rzecz realizacji swojego celu, a nie w interesie mocodawcy (klientów).

Istotnym czynnikiem kryzysogennym było to, że zarówno kredyty hipoteczne, jak i ich ubezpieczenia przybierały postać względnie nowych i dosyć skomplikowanych instrumentów finansowych: hipotecznych listów zastawnych (*mortgage based securities*) i instrumentów pochodnych przenoszących ryzyko kredytowe, zwanych *credit default swaps*. Rzetelne oszacowanie ich wartości było bardzo utrudnione z uwagi na ich złożoność oraz brak historycznych danych, do których można byłoby się odwołać. Decyzje na rynkach finansowych musiały zatem być podejmowane w warunkach braku istotnych informacji.

Część odpowiedzialności za doprowadzenie do kryzysu przypisuje się także instytucjom państwowym i agencjom ratingowym. Utrzymywanie przez FED stóp procentowych na zbyt niskim poziomie oraz presja na rozszerzenie akcji kredytowej wywierana przez polityków na sponsorowane przez rząd agencje Ginnie Mae, Fannie Mae i Freddie Mac zwiększyły liczbę „gorszych" kredytów (*subprime*) ponad bezpieczny limit. Natomiast niedostateczny, jak się okazało, nadzór agend rządowych nad rynkiem finansowym mógł mieć źródło w zjawisku zwanym podporządkowaniem regulatora (*regulatory capture*). Oznacza ono, że wskutek istnienia zbyt wąskiej bazy ekspertów w danej dziedzinie osoby zatrudnione w państwowych instytucjach regulacyjnych i kontrolnych są rekrutowane spośród pracowników firm poddanych nadzorowi i *vice versa*. Nawet jeżeli nie prowadzi to do jawnego konfliktu interesów i świadomego podejmowania przez organy władzy decyzji sprzecznych z interesem publicznym, to istnieje ryzyko opierania się przez takie agencje na tych samych niepełnych informacjach, jakimi dysponują jednostki przez nie kontrolowane. To samo dotyczy także agencji ratingowych, z tym że w ich przypadku dodatkowo można mówić o nieprawidłowej strukturze systemu motywacji, ponieważ za usługi wyceny papierów wartościowych agencje te otrzymywały wynagrodzenie od samych emitentów tych walorów, co było zagrożeniem dla bezstronności ratingów.

Na powyższe czynniki nakładają się luki w systemie regulacji sektora finansowego – z jednej strony na amerykańskim rynku finansowym funkcjonował niespójny system złożony z wielu organów o uprawnieniach regulacyjnych i nakładających się kompetencjach (Rezerwa Federalna, Urząd Kontrolera Waluty, FDIC, SEC, Departament Skarbu, NCUA, FHFA), z drugiej zaś – niektóre instytucje finansowe, jak firmy hipoteczne czy banki inwestycyjne, nie podlegały (przynajmniej w pierwszej fazie kryzysu) obostrzeniom dotyczącym dopuszczalnego poziomu lewarowania ani jakości emitowanych papierów[7].

[7] R. Grosse, op. cit.

4. Środki zaradcze w świetle ekonomii standardowej i behawioralnej

Pęknięcie bańki spekulacyjnej w 2007 r. wywołało ogromny deficyt zaufania między jego uczestnikami, prowadząc do zaburzenia prawidłowego funkcjonowania rynków. Wbrew przewidywaniom standardowego modelu ekonomicznego nie zaobserwowano rychłego powrotu rynków do stanu równowagi, ceny przestały odzwierciedlać oczekiwania uczestników rynku co do przyszłości (gdy brak popytu uniemożliwia ustalenie ceny, nie można ustalić tym samym wartości aktywów), zaś niepewność co do dalszego rozwoju wydarzeń zablokowała wzajemne pożyczki banków, uniemożliwiając tym samym uzyskanie krótkoterminowego finansowania.

O ile w fazie wzrostowej bańki mamy do czynienia z hurraoptymizmem i nadmiernym zaufaniem do rynków (jak również do własnych zdolności inwestycyjnych), to po załamaniu się rynku dochodzi do głosu zjawisko odwrotne – kryzys zaufania. Zasięg i głębokość kryzysu oraz wielkość strat spowodowanych nim każą poddać w wątpliwość możliwość szybkiego samodzielnego wyleczenia się rynków, co oznacza konieczność prowadzenia przez państwo aktywnej polityki antykryzysowej, która uwzględniałaby nieracjonalne zachowania uczestników rynków finansowych.

Powstaje pytanie, czy z uwagi na wskazane powyżej psychologiczne czynniki sprzyjające wystąpieniu i pogłębieniu kryzysu ekonomicznego stosowane remedia również powinny mieć charakter behawioralny, czy też opierać się wyłącznie na zaleceniach wywodzących się z paradygmatu neoklasycznego. Podczas gdy specjaliści od sprzedaży i marketingu wykorzystują od dawna nieracjonalne skłonności konsumentów, dorobek ekonomii i finansów behawioralnych nie był jeszcze w znaczący sposób wykorzystywany przez organy władzy publicznej[8]. Obecny kryzys jest okazją do szerszego zastosowania w polityce regulacyjnej zaleceń płynących z nauk kognitywnych, a nie tylko „twardej" ekonomii.

Jeśli chodzi o remedia mające zapobiec podobnym kryzysom w przyszłości, a oparte na bodźcach *stricte* ekonomicznych bądź regulacji bezpośredniej, zaliczyć można do nich m.in.:

– zaostrzenie polityki kredytowej, w szczególności w stosunku do osób o niewystarczających dochodach,

– nakaz utrzymywania przez instytucje pożyczkowe określonej części swoich aktywów w formie papierów wartościowych, jakie są oferowane innym uczestnikom rynku,

– wprowadzenie dopuszczalnego poziomu lewarowania,

[8] A. Alemanno, *Nudge the crisis away*, http://theeuropean-magazine.com/732-alemanno-alberto/733-european-behavioral-economics [15.09.2012].

– zapewnienie niezależności ratingów i zwiększenie ich transparentności poprzez uniezależnienie agencji ratingowych od wynagrodzenia ze środków instytucji poddanych ewaluacji,

– powrót do strukturalnego oddzielenia bankowości komercyjnej i inwestycyjnej oraz działalności ubezpieczeniowej.

Wiele z tych (oraz innych) postulatów zostało zawartych w uchwalonej przez amerykański Kongres w 2010 r. ustawie Dodda-Franka o reformie Wall Street i ochronie konsumenta, która m.in. powołuje Radę Nadzoru Stabilności Finansowej, składającą się ze wszystkich dotychczasowych instytucji nadzorujących sektor, uniemożliwia finansowanie pakietów ratunkowych dla banków (*bailout*) z pieniędzy podatnika, wprowadza ograniczenia dotyczące rozmiaru dźwigni finansowych, zapobiegające nadmiernemu wzrostowi instytucji finansowych do poziomu *too big to fail*, oraz ogranicza spekulację instrumentami finansowymi (reguła Volckera) poprzez zakaz dokonywania przez banki komercyjne transakcji na własny rachunek, finansowanych pozyskanymi depozytami (*proprietary trading*)[9].

W odniesieniu do polskiego systemu bankowego trzeba wspomnieć o wydanej już w 2008 r. przez Komisję Nadzoru Finansowego rekomendacji dotyczącej dobrych praktyk w zakresie udzielania kredytów hipotecznych (mimo iż nie można mówić o wystąpieniu kryzysu w Polsce, a jedynie o spowolnieniu wzrostu gospodarczego)[10]. Rekomendacje zalecają szczegółowe sposoby postępowania w pięciu obszarach: zarządzania, kontroli ryzyka, ryzyka kursowego i ryzyka stopy procentowej dłużnika, zabezpieczeń oraz relacji z klientami. Część z nich jest próbą zneutralizowania behawioralnych skłonności zarówno pracowników bankowości, jak i klientów, które mogłyby skutkować kumulacją negatywnych zjawisk, takich jak wzrost bańki spekulacyjnej. Przykładowo, sugeruje się w nich rozdzielenie funkcji związanych z pozyskiwaniem klientów i sprzedażą oferowanych produktów, analizą wniosków kredytowych, oceną ryzyka i podejmowaniem decyzji kredytowej oraz weryfikacją realizacji procedur kontroli. Zmiany na rynku nieruchomości powinny być monitorowane w sposób ciągły, tak aby wartość zabezpieczenia kredytu była wystarczająca przez cały czas trwania umowy, a co najmniej raz w roku należy dokonywać weryfikacji wartości nieruchomości stanowiących jego zabezpieczenie, zwłaszcza gdy zależy ona od kondycji finansowej dłużnika lub na nią wpływa. Banki powinny też dysponować stosownymi procedurami, które umożliwiłyby szybkie zastosowanie środków

---

[9] *Summary: Restoring American Financial Stability*, Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, http://banking.senate.gov/public/_files/FinancialReformSummaryAsFiled.pdf [15.09.2012].

[10] *Rekomendacja S (II) dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie*, Komisja Nadzoru Finansowego, ww.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja%20S%20_II__a_tcm75-9532.pdf [15.09.2012].

zaradczych w przypadku wystąpienia nieprzewidzianych okoliczności, których skutkiem byłby spadek wartości zabezpieczeń. Jeśli zaś chodzi o informacje udzielane klientom, należy dołożyć wszelkich starań, aby były one zrozumiałe, jednoznaczne i czytelne, zwłaszcza przy uwzględnieniu poziomu wiedzy klienta, który w większości przypadków nie jest specjalistą z zakresu bankowości. Z uwagi na ryzyko kursowe KNF zaleca, aby bank w pierwszej kolejności oferował klientowi produkty finansowe w złotych, natomiast w walucie obcej dopiero po uzyskaniu od niego pisemnego potwierdzenia, że jest on świadom dodatkowego ryzyka związanego z kursem walutowym oraz wysokości *spreadu*. Należy dostarczyć także klientom symulacje wysokości rat kredytów o zmiennej stopie procentowej, m.in. przy założeniu jej wzrostu o 400 punktów bazowych[11].

W odpowiedzi na zawodność rynku standardowa ekonomia zaleca wykorzystanie narzędzi polityki ekonomicznej opartych na bezpośrednich nakazach bądź zakazach, zmianie cen (np. poprzez podatki lub subsydia) lub stworzenie rynku, jeśli takowy nie istnieje (jak to się dzieje w przypadku handlu emisjami zanieczyszczeń). Warto jednak zauważyć, że skłonności behawioralne ludzi – będące swego rodzaju filtrami dla bodźców do zmiany zachowań – mogą w dużym stopniu modyfikować spodziewane efekty stosowanych narzędzi, przy czym kierunek tych zmian może być dwojaki – rezultaty te mogą zostać wzmocnione bądź osłabione[12]. Przykładowo, aby zmiana opodatkowania prowadząca do wzrostu ceny dobra skutecznie ograniczyła jego konsumpcję, należy wykluczyć wpływ ograniczeń związanych z percepcją, zdolnością przetwarzania informacji czy samokontrolą nabywców. Jeżeli ludzie błędnie interpretują sygnały cenowe lub nie są w stanie na nie racjonalnie zareagować, zastosowane narzędzia polityki państwa mogą nie przynieść pożądanych rezultatów. Alternatywną wobec bodźców cenowych metodą skłaniania jednostek do wyboru pożądanej opcji są tzw. *nudges*, znajdujące teoretyczne uzasadnienie w idei libertariańskiego paternalizmu[13]. Działania te mają na celu wpłynięcie na podejmowaną decyzję, tak aby przyniosła ona zwiększenie dobrobytu danej osoby, zachowują jednak wolność wyboru jednostki, zapewniając możliwość rezygnacji z preferowanej przez regulatora opcji. Metodą, jaką można w tego rodzaju miękkiej regulacji wykorzystać, jest

[11] Propozycja nowelizacji rekomendacji S ze stycznia 2013 r. wprowadza dodatkowe obostrzenia ostrożnościowe, ograniczające dostępność kredytów w walutach obcych do osób osiągających stałe dochody w danej walucie, wprowadzające limit wartości kredytu na docelowym poziomie 80% wartości nieruchomości, skracające czas kredytowania do maksymalnie 35 lat (zalecana długość to 25 lat) i obligujące kredytobiorcę do posiadania wkładu własnego w docelowej wysokości 20%. Zob. M. Kisiel, *Nowelizacja rekomendacji S – kto zyska? Kto straci?*, www.bankier.pl/wiadomosc/Nowelizacja-Rekomendacji-S-kto-zyska-Kto-straci-2709073.html [1.04.2013].

[12] W.J. Congdon, J.R. Kling, S. Mullainathan, *Policy and choice. Public finance through the lens of behavioral economics*, Brookings Institution Press, Washington D.C. 2011, s. 58-66.

[13] R.H. Thaler, C.R. Sunstein, *Nudge. Improving decisions about health, wealth and happiness*, Yale University Press, London 2008.

odpowiednia „architektura wyboru" (np. kolejność bądź sposób prezentacji wariantów wyboru) lub zastosowanie preferowanej opcji jako domyślnej, z której rezygnacja wymaga podjęcia aktywnego działania przez decydenta.

Jak postuluje A. Szyszka, behawioralna polityka ekonomiczna powinna korygować skłonności poznawcze podmiotów rynkowych, zaburzające prawidłowe funkcjonowanie rynków, i minimalizować odchylenia od predykcji, jakich dostarczają standardowe modele ekonomiczne, zakładające racjonalność działań uczestników transakcji[14].

Wydaje się, że główne działania instytucji państwa uwzględniające czynniki behawioralne, a jednocześnie szanujące preferencje inwestorów, powinny być ukierunkowane przede wszystkim na zapewnienie im pełnej i przystępnej informacji dotyczącej mechanizmów funkcjonowania rynków finansowych oraz oferowanych na nich instrumentów, związanego z nimi ryzyka i konsekwencji ich wyboru. Szeroka akcja edukacyjna winna obejmować także samą problematykę ekonomii i finansów behawioralnych, w tym zwracać uwagę na często występujące pułapki poznawcze oraz nieracjonalne skłonności i zachowania konsumentów, uwrażliwiając ich tym samym na ryzyko zachowań stadnych. (Nawiasem mówiąc, postulat ten doczekał się w pewnym zakresie realizacji na mocy wspomnianej wyżej ustawy Dodda-Franka, która powołuje do życia Biuro Ochrony Finansowej Konsumentów, mające za zadanie m.in. promowanie edukacji finansowej wśród inwestorów indywidualnych i monitorowanie rynków finansowych w poszukiwaniu nowych rodzajów ryzyka.)

Oprócz szerokiej akcji edukacyjnej z zakresu finansów należy również przeprojektować system motywacyjny dla pracowników sektora finansowego, tak aby premiować działania zorientowane na zyski w dłuższym horyzoncie czasowym. Można ten cel osiągnąć poprzez zaostrzenie kar lub wypłacanie części wynagrodzenia pracowników z opóźnieniem, co pozwoliłoby uzależnić wynagrodzenie od zyskowności tych papierów oraz ich skutków dla klientów w długim okresie, a nie tylko w krótkim. Z kolei z uwagi na awersję do strat rozważyć można regulację bodźcową, polegającą na wprowadzeniu wyższych premii za osiągnięcia wykraczające ponad przeciętną niż kar za wyniki poniżej ustalonego *benchmarku*[15]. Z drugiej strony jednak – takie rozwiązanie jest kontrowersyjne, gdyż mogłoby zostać uznane za stojące w sprzeczności z zasadą sprawiedliwości i wywołujące zjawisko pokusy nadużycia.

Wreszcie jako trzeci obszar aktywności zadań państwa można wskazać udrażnianie rynków poprzez stymulowanie płynności aktywów i obniżanie kosztów

---

[14] A. Szyszka, *Systemic changes in the financial world and the search for the new paradigm of finance*, w: *New Paradigm in Banking, Financial Markets and Regulation?*, red. M. Balling i in., SUERF, Vienna 2012, s. 51-52.

[15] Ibidem, s. 52.

transakcyjnych, co powinno ułatwić działanie samoregulującego się mechanizmu rynkowego i zmniejszyć wpływ tendencji behawioralnych na wycenę aktywów[16].

Zaproponowane wyżej rozwiązania nie są jednak wolne od kontrowersji. Przykładowo, polityka zaostrzenia kryteriów przyznawania kredytu stałaby w sprzeczności z aspiracjami konsumpcyjnymi ludności, które mają często wydźwięk symboliczno-prestiżowy (presja na posiadanie własnego domu), zwłaszcza że preferencje ludzi są kształtowane na podstawie porównań z innymi osobami[17]. Behawioralna polityka ekonomiczna musi zatem brać pod uwagę kształtowanie preferencji, starając się dopasować je do faktycznych możliwości budżetowych gospodarstw domowych.

Porównania wielkości dochodu i majątku własnego i innych odgrywają także rolę na innej płaszczyźnie. Analizując behawioralne kwestie związane z regulacją sektora finansowego przez państwo, nie można uniknąć kwestii konfliktu między efektywnością ekonomiczną a poczuciem sprawiedliwości, kształtowanym w wyniku konfrontacji z innymi osobami znajdującymi się w podobnej sytuacji: jak wykazano w licznych eksperymentach ekonomicznych (np. gra w dyktatora, gra w ultimatum), ludzie często preferują rozkład dochodów powodujący zmniejszenie nierówności, nawet jeśli miałoby to się wiązać z mniejszą wypłatą dla nich samych[18]. W związku z tym stanowisko, zgodnie z którym udziałowcy czy akcjonariusze instytucji finansowych mają prawo ustalać dowolne wynagrodzenia i premie dla ich zarządu dla zwiększenia efektywności działania, może stać w sprzeczności z odczuciem sprawiedliwości. Nawet jeżeli uznać, że kwestie te nie mają bezpośredniego przełożenia na przebieg kryzysu, to ich uregulowanie może mieć duży wpływ na społeczną akceptację działań antykryzysowych i legitymizację działań naprawczych. O tym, że jest ono istotne, przekonują masowe (w krajach zachodnich) manifestacje ruchów Occupy (np. nowojorski Occupy Wall Street), domagających się m.in. ograniczenia wysokości premii dla zarządów banków, które przyczyniły się do kryzysu, oraz bardziej równomiernego podziału dochodów[19].

Warto też zauważyć, że instytucje funkcjonujące na rynkach finansowych mogą podejmować działania stojące w sprzeczności z intencjami władzy pu-

---

[16] Ibidem.

[17] H. Shefrin, M. Statman, *Behavioral finance in the financial crisis: market efficiency, Minsky, and Keynes*, Santa Clara University, November 2011, www.russellsage.org/sites/all/files/Rethinking-Finance/Shefrin%20Statman%2001272012.pdf [15.09.2012].

[18] V. Smith, *Rationality in economics*, Cambridge University Press, New York 2008, s. 212-226.

[19] Przykładowo, w Stanach Zjednoczonych pomiędzy rokiem 1980 a 2007 udział dochodów najbogatszego 1% ludności zwiększył się z 8% do 23% PKB, a jego średnie dochody realne rosły w tym okresie o 4,8% rocznie, podczas gdy dochody najbiedniejszych 20% populacji tylko o 0,6% rocznie. Stopa ubóstwa w 2010 r. przekroczyła 15%, co jest najwyższą wartością od 17 lat. Źródło: H. Shefrin, M. Statman, op. cit.

blicznej, np. tworząc i stosując własne *nudges* lub wykorzystując odpowiednie ramowanie, np. przedstawiając klientom w korzystny dla siebie sposób informacje, do ujawnienia których są zobowiązane przez państwo, lub też prezentując możliwe opcje wyboru aktywów.

Regulacja rynków przez organy państwowe nie jest niestety sama wolna od ryzyka popełnienia błędów czy działania (świadomego lub nie) wbrew interesowi publicznemu. Trudno oczekiwać, że osoby zatrudnione w instytucjach publicznych są – w przeciwieństwie do sektora prywatnego – *omnipotent, benvolent, omniscient*. Powody tego stanu rzeczy mają częściowo także wymiar behawioralny i wiążą się z niepełną informacją dostępną regulatorom (co może prowadzić do problemu agencji i podporządkowania działalności organu regulacyjnego interesom branżowym), efektem nadmiernego optymizmu i iluzji kontroli, czy też z niekorzystnym systemem bodźców (spowodowanych np. kadencyjnością urzędów), premiującym skuteczność w krótkim horyzoncie czasowym, przy pominięciu długofalowych konsekwencji wprowadzanych zmian. W rezultacie działania państwa również mogą stanowić źródło ryzyka.

Ekonomia i finanse behawioralne nie stanowią jeszcze spójnej i jednolitej teorii ludzkich zachowań. Jednakże dzięki uwzględnieniu czynników psychologicznych pozwalają na wyjaśnienie szerszego spektrum zjawisk niż ma to miejsce w przypadku tradycyjnych modeli ekonomicznych. Uwrażliwienie na ograniczenia poznawcze ludzi, nie zawsze dokonujących wyborów zgodnie z kryteriami racjonalnego postępowania, umożliwić powinno wypracowanie metod i narzędzi regulacji, które będą bardziej skuteczne od tradycyjnych sposobów korygowania błędów rynku.

Literatura

Alemanno A., *Nudge the crisis away*, http://theeuropean-magazine.com/732-alemanno-alberto/733-european-behavioral-economics [15.09.2012].

Congdon W.J., Kling J.R., Mullainathan S., *Policy and choice. Public finance through the lens of behavioral economics*, Brookings Institution Press, Washington D.C. 2011.

Grosse R., *Bank regulation, governance and the crisis: a behavioral finance view*, „Journal of Financial Regulation and Compliance" 2012, nr 20(1).

Kisiel M., *Nowelizacja rekomendacji S – kto zyska? Kto straci?*, www.bankier.pl/wiadomosc/Nowelizacja-Rekomendacji-S-kto-zyska-Kto-straci-2709073.html [1.04.2013].

Rekomendacja S (II) dotycząca dobrych praktyk w zakresie ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie, Komisja Nadzoru Finansowego, www.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja%20S%20_II__a_tcm75-9532.pdf [15.09.2012].

Rizzi J.V., *Behavioral basis of the financial crisis*, „Journal of Applied Finance" 2008, nr 18(2).

Shefrin H., Statman M., *Behavioral finance in the financial crisis: market efficiency, Minsky, and Keynes*, Santa Clara University, November 2011, www.russellsage.org/sites/all/files/Rethinking-Finance/Shefrin%20Statman%2001272012.pdf [15.09.2012].

Shiller R.J., *Zwierzęca natura rynku*, wywiad przeprowadzony przez J. Żakowskiego, w: *Trzęsienie kapitalizmu*, wyd. specjalne „Polityki" 2012, nr 1.

Smith V., *Rationality in economics*, Cambridge University Press, New York 2008.
Solek A., *Behawioralne mechanizmy globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2010*, w: *Ekonomiczno-społeczne problemy transformacji ustrojowej w Polsce. Aspekty mikroekonomiczne. Otoczenie ekonomiczne a zmiany zachowań podmiotów rynkowych*, red. Z. Dach, PTE, Kraków 2010.
Solek A., *Ekonomia behawioralna a neoklasyczna*, PTE, Kraków 2010.
Summary: Restoring American Financial Stability, Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, http://banking.senate.gov/public/_files/FinancialReformSummaryAsFiled.pdf [15.09.2012].
Szyszka A., *Systemic changes in the financial world and the search for the new paradigm of finance*, w: *New Paradigm in Banking, Financial Markets and Regulation?*, red. M. Balling i in., SUERF, Vienna 2012.
Thaler R.H., Sunstein C.R., *Nudge. Improving decisions about health, wealth and happiness*, Yale University Press, London 2008.

The Behavioral Aspects of Anti-Crisis Measures

Abstract. *Behavioral economics, concentrating on psychological factors contributing to the emergence of speculative bubbles – such as the representativeness and availability heuristics, excessive confidence, (financial) loss aversion, or investors' self-control problems – has been instrumental in explaining the origins and evolution of the ongoing global economic crisis. To be able to mitigate the effects of the crisis, or to prevent crises from recurring, we need to ,for example, redefine the role of state in financial markets. Known threats to this goal can also be of behavioral nature, stemming, for example, from incomplete information – implying the regulator's partiality toward the industry's interests – or from the agency problem and the regulator's short time-frame, as well as from controversies over the fairness of income control or from the regulator's over confidence. As a result, actions of governments might themselves incur substantial risks.*

Keywords: *economic crisis, behavioral economics, behavioral finance, neoclassical economics, government policy*