

**Słowa kluczowe:** ryzyko, percepcja, racjonalność, decyzje, kryzysy gospodarcze

## **PSYCHOLOGICZNE ASPEKTY PERCEPCJI RYZYKA EKONOMICZNEGO JAKO POTENCJALNE AKCELERATORY ZABURZEŃ RÓWNOWAGI RYNKOWEJ**

### **Wstęp**

Od roku 2008, gdy amerykański kryzys na rynku hipotecznym rozprzestrzenił się już na inne kraje, ukazało się wiele opracowań dotyczących przyczyn jego powstania. Niniejsze opracowanie pośrednio dotyczy również genezy tego kryzysu i kryzysów w ogóle. Zdaniem autora obok przyczyn o charakterze makroekonomicznym (np. wysokość stóp procentowych) istnieją również przyczyny z pogranicza mikroekonomii i psychologii oraz innych nauk społecznych. Celem tego artykułu jest zaprezentowanie czynników psychologicznych wpływających na percepcję ryzyka, a co za tym idzie na decyzje inwestycyjne. Uwzględnienie w analizie ekonomicznej tego typu zjawisk może się przyczynić do lepszej oceny ryzyka przez indywidualnych inwestorów, a także do projektowania przez organy regulujące rynki (głównie finansowe) bardziej optymalnych, w skali makro, rozwiązań pozwalających uniknąć niepożądanych zjawisk, jak na przykład powstawanie baniek spekulacyjnych.

### **1. Percepcja ryzyka jako proces zindywidualizowany**

Nieodłącznym elementem niemal każdej decyzji ekonomicznej jest niepewność i ryzyko. Dotyczy to zwłaszcza decyzji inwestycyjnych. Na gruncie nauk ekonomicznych działanie w warunkach ryzyka jest definiowane jako podejmowanie decyzji dotyczących zdarzeń, które mogą wystąpić, ze znanym prawdopodobieństwem. Niepewność jest natomiast taką sytuacją, w której prawdopodobieństwo wystąpienia określonych zdarzeń nie jest znane i nie da się go oszacować<sup>398</sup>. Podejście takie może wydawać się słuszne, zwłaszcza w rozważaniach teoretycznych, jednak w praktyce gospodarczej w zasadzie nigdy nie zachodzi sytuacja, w której ryzyko wystąpienia danego zjawiska da się precyzyjnie określić. Decyzje są zatem podejmowane w oparciu o oszacowane ryzyko. Jest to zatem coś pomiędzy działaniem w warunkach niepewności a działaniem w warunkach ryzyka. Należy zauważyć, że każde szacowanie, nawet przy użyciu najbardziej wyrafinowanych metod, może okazać się błędne lub nie dość precyzyjne. Doskonałą egzemplifikacją tego faktu jest kryzys ekonomiczny, a w szczególności jedno z jego najbardziej spektakularnych wydarzeń jakim było bankructwo banku Lehman Brothers, które jeszcze kilka tygodni wcześniej wydawało się praktycznie niemożliwe<sup>399</sup>. W związku z trudnościami praktycznymi oddzielenia niepewności i ryzyka w niniejszej pracy,

---

<sup>397</sup> Praca napisana pod kierunkiem prof. UG, dra hab. Henryka Ćwiklińskiego, Katedra Polityki Gospodarczej, Wydział Ekonomiczny Uniwersytetu Gdańskiego.

<sup>398</sup> E. Czarny, *Mikroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 317-318.

<sup>399</sup> Do 2.06.2008 roku Lehman Brothers miał rating na poziomie A+, czyli wyższy niż obecnie (22.05.2010) ma Polska; [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.money.pl](http://www.money.pl), [www.fitchpolska.com.pl](http://www.fitchpolska.com.pl), [www.gospodarka.gazeta.pl](http://www.gospodarka.gazeta.pl), 25.06.2010.

podobnie jak w większości literatury psychologicznej na ten temat, pojęcia te będą traktowane zamiennie.

Najprostszym i bez wątplenia spełniającym postulat racjonalności kryterium podejmowania decyzji jest wartość oczekiwana tej decyzji. Wartość oczekiwana zależy od prawdopodobieństwa poniesienia straty, wielkości straty, prawdopodobieństwa osiągnięcia zysku i wielkości zysku. Prawdopodobieństwo straty i zysku, w warunkach prawdziwej gospodarki, jest oczywiście jedynie szacunkowe. Dla podmiotów gospodarczych, często ważniejsza od perspektywy zysku jest możliwość poniesienia strat, gdyż zbyt duża strata, zwłaszcza w krótkim czasie mogłaby oznaczać bankructwo firmy. Dlatego przedsiębiorstwa w swoich decyzjach inwestycyjnych kierują się często innymi kryteriami niż wartość oczekiwana, np.: prawdopodobieństwo straty lub oczekiwana strata. Innym sposobem pozwalającym podjąć optymalną decyzję jest kryterium najmniejszej wariancji pozwalające ocenić, która inwestycja jest najmniej ryzykowna<sup>400</sup>. Bardziej skomplikowanych kryteriów, w oparciu o które mogą być podejmowane decyzje ekonomiczne dostarcza teoria gier<sup>401</sup>:

- reguła Walda (maksimum),
- reguła Savage'a (minimum),
- reguła Hurwicza (wskaznik pesymizmu),
- reguła Laplace'a – Bayesa (zasada równych prawdopodobieństw).

Badania empiryczne pokazują, że wyżej wymienione kryteria są rzadko wykorzystywane w praktyce. Większość podmiotów podejmuje swoje decyzje inwestycyjne w oparciu o kryteria jakościowe, ignorując jednocześnie informacje ilościowe i wnioski jakich mógłby dostarczyć rachunek prawdopodobieństwa. Dotyczy to zarówno zawodowych ekonomistów jak i „amatorów”<sup>402</sup>. Kryteriami jakościowymi, powiązаныmi z psychologią, wpływającymi na podejmowanie działań ekonomicznych w warunkach ryzyka (głównie inwestowanie) są:

- Wiedza – czynnik ten może sprzyjać dwóm sprzecznym postawom. Brak wiedzy powoduje lęk i postrzeganie zachowania jako ryzykowne<sup>403</sup>. Posiadanie wiedzy i doświadczenie prowadzi na ogół do przeceniania tych czynników – zamiast myśleć racjonalnie ludzie mają naturalną skłonność do racjonalizowania decyzji, czyli wyszukiwania argumentów potwierdzających przyjętą tezę<sup>404</sup>.
- Zaufanie – czynnik ten jest nierozdzielnie związany z wiedzą i jej nabywaniem. Można postawić tezę, że zaufanie jest warunkiem zdobywania wiedzy<sup>405</sup>. Nadmierne zaufanie do określonych informacji prowadzi często do ignorowania sprzecznych z nimi danych, a wskutek tego kierowanie się jednostronnymi, a więc niepełnymi informacjami.
- Poczucie kontroli – jako bardziej ryzykowne postrzegane są te działania, których nie da się bezpośrednio, osobiście kontrolować<sup>406</sup>. Zjawisko to działa na tej samej zasadzie, co przecenianie swojej wiedzy. Poczucie kontroli w połączeniu z wysoką samooceną (przynajmniej w danej dziedzinie) może sprzyjać postrzeganiu bardzo ryzykownych

---

<sup>400</sup> E. Czarny, *Mikroekonomia*, op. cit., s. 318-320, oraz T. Zaleśkiewicz, *Percepcja działań ekonomicznych*, w: *Psychologia ekonomiczna*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004, s. 90-91.

<sup>401</sup> Zob. min. E. Drabik, *Teoria gier dla ekonomistów*, Uniwersytet w Białymstoku, Białystok 1998;

E. Panek, *Ekonomia matematyczna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2000.

<sup>402</sup> T. Zaleśkiewicz, *Percepcja...*, op. cit., s. 92.

<sup>403</sup> *Ibidem*, s. 92.

<sup>404</sup> E. Aronson, *Psychologia społeczna. Serce i umysł*, Zysk i s-ka. Poznań 1997, s. 98-99.

<sup>405</sup> Zob. P. Sztompka, *Zaufanie*, Znak, Kraków 2007.

<sup>406</sup> Zaleśkiewicz T., *Percepcja...*, op. cit., s. 92.

zachowań jako stosunkowo bezpiecznych. Zjawisko to dotyczy nie tylko decyzji ekonomicznych, ale ma charakter uniwersalny.

- Dobrowolność podjęcia ryzyka – decyzje narzucone z zewnątrz odbierane są jako bardziej ryzykowne niż podjęte samodzielnie. Czynnikiem ten jest konsekwencją i uzupełnieniem wymienionych wyżej kryteriów.
- Oddalenie strat/zysków w czasie – jako szczególnie ryzykowne postrzegane są czynniki mogące powodować nagłe straty. Poniesienie strat stopniowo w dłuższym okresie zdaje się „rozkładać na raty” stres związany ze stratą. Jest to zapewne jednym z powodów, dla których giełda jest odbierana jako ryzykowna inwestycja, gdyż w ciągu kilku godzin można stracić kilka procent kapitału początkowego, natomiast inflacja wynosząca kilka procent w skali roku jest odbierana jako czynnik zupełnie naturalny i nie wywołuje niemal żadnego lęku<sup>407</sup>.
- Odwracalność strat – ten czynnik wydaje się absolutnie oczywisty. Zjawisko jest postrzegane jako tym mniej ryzykowne im łatwiej jest „odrobić” stratę. Może to prowadzić do paradoksu, gdy bardzo ryzykowne instrumenty finansowe są postrzegane jako stosunkowo bezpieczne ze względu na dużą zmienność cen, a co za tym idzie przynajmniej teoretyczną możliwość odrobienia wcześniejszych strat.
- „Katastrofalność” strat – czynnik wiążący się w pewnym stopniu z odwracalnością strat i podobnie oczywiste wydaje się to, że im możliwa strata jest dotkliwsza, tym zjawisko postrzegane jest jako bardziej niebezpieczne, choćby ryzyko wystąpienia straty było bardzo małe.
- Poczucie lęku – jest to czynnik najmniej oczywisty, powiązany pośrednio lub bezpośrednio z wszystkimi pozostałymi. Przyczyny lęku, który wywołują niektóre zjawiska mogą być różne. Większy potencjał wywoływania lęku mają te zjawiska, które silniej oddziałują na emocje – na polu ekonomii np. giełda<sup>408</sup>. Giełda może być tym sposobem lokowania pieniędzy, który wywołuje stosunkowo silny lęk, gdyż mechanizm powstawania lęku może mieć charakter interpersonalny<sup>409</sup> - strach może być „zaraźliwy”.
- Koncentracja uwagi społecznej – jako ryzykowne postrzegane są te zachowania, o których mówi się, że są ryzykowne i poświęca się im dużo uwagi w mediach. Te, którym nie towarzyszy powszechne zainteresowanie, a ryzyko związane z nimi jest obiektywnie rzecz biorąc podobne, postrzegane są jako bezpieczniejsze. Wynika to przede wszystkim z oddziaływania na wyobraźnię sugestywnych obrazów w telewizji i relacji prasowych, które zostają zapamiętane lepiej niż np. dane statystyczne.
- Utożsamianie się z sytuacją – czynnik ten wpływa na percepcję ryzyka, jednak jego efekty mogą być różne, zależnie od indywidualnych uwarunkowań i zaistniałej sytuacji.
- Rozkład zysków i strat – ryzyko jest tym bardziej akceptowalne im lepiej i sprawliwiej zostanie ono wynagrodzone, lub może zostać wynagrodzone<sup>410</sup>.

Nie są to oczywiście wszystkie czynniki jakościowe, które mogą być brane pod uwagę podczas podejmowania decyzji, jednak nawet na podstawie tych kilku, których istnienie zasygnalizowano powyżej, można wnioskować, że postrzeganie ryzyka jest znacznie bardziej złożone i zindywidualizowane niż wynikałoby to z rachunku prawdopodobieństwa.

---

<sup>407</sup> Ibidem, s. 93.

<sup>408</sup> Ibidem, s. 94.

<sup>409</sup> P. K. Oleś, *Wprowadzenie do psychologii osobowości*, Wydawnictwo Naukowe „Scholar”, Warszawa 2008, s. 77-78, 82-83.

<sup>410</sup> Zaleskiewicz T., *Percepcja...*, op. cit., s. 94-95.

## 2. Najważniejsze efekty psychologiczne powodujące błędną ocenę ryzyka

Innym zjawiskiem wpływającym na percepcję ryzyka, ale również innych kategorii ekonomicznych i pozaekonomicznych, jest heurystyka afektu. Jest to efekt polegający na tym, że ludzie tworzą sobie wyobrażenia działające jak matryce, które w sytuacji gdy zachodzi potrzeba oceny sytuacji i podjęcia decyzji są „uruchamiane” i decyzja jest tworzona jak odbitka. Heurystyka jest swego rodzaju „drogą na skróty” wybieraną automatycznie przez ludzki mózg, który ratuje się w ten sposób przed wielokrotnym przetwarzaniem dużych ilości podobnych informacji. Efektem ubocznym są jednak błędy popełniane z powodu uwzględnienia zbyt małej ilości danych lub braku ich aktualizacji. Wyróżnia się cztery rodzaje heurystyk: dostępności, reprezentatywności, zakotwiczenia i dopasowania oraz symulacji<sup>411</sup>. Mechanizm ich działania jest różny, efektem jest jednak zawsze przeszacowanie lub niedoszacowanie ryzyka.

Warto w tym miejscu podać przykład z praktyki gospodarczej pokazujący, że opisywane powyżej czynniki są ważne i faktycznie są to siły oddziałujące na ludzi. Bardzo głośna była sprawa Jerome Kervil'a - maklera banku Societe Generale, który po odniesieniu początkowego sukcesu podjął kilka nietrafionych decyzji inwestycyjnych. Chcąc odrobić straty angażował pieniądze banku w ryzykowne operacje. Sprawa skończyła się aresztowaniem Kervil'a pod zarzutem fałszerstwa, nadużycia zaufania i niedozwolonej działalności komputerowej. Bank poniósł stratę około 7 mld dolarów<sup>412</sup>. Z pewnością na postępowanie Kervil'a miały wpływ co najmniej trzy z opisanych powyżej efektów (wiedza prowadząca do nadmiernej pewności siebie oraz jak się okazało złudne poczucie kontroli i odwracalności strat). Opisany casus ilustruje również inny jeszcze efekt związany z percepcją i uczeniem się zjawisk związanych z ryzykiem. Efekt ostatniego wyniku, który jest najbardziej klasycznym efektem behawiorystycznym. Jeśli wynik jakiegoś działania przyniósł dobry efekt, działanie to jest powtarzane, często z zaangażowaniem większych środków, tym bardziej, że nowo zaangażowane środki pochodzą z poprzedniej wygranej, więc gra się w pewnym sensie „nie za swoje pieniądze”. Gdy jakieś działanie przyniosło złe konsekwencje na ogół nie jest powtarzane. Niekiedy jednak dochodzi do paradoksu i zachodzi efekt odwrotny – potrzeba wyrównania strat. Zjawisko to znane jest zarówno w świecie nałogowych hazardzistów jak i inwestorów giełdowych. W tę właśnie pułapkę wpadł Kervil.

Warto w tym miejscu omówić jeszcze jeden znaczący efekt spowodowany czynnikami psychologicznymi. Jest on jedynie w niewielkiej części wywołany percepcją ryzyka jako taką, niemniej jednak w znaczący sposób wpływa na ocenę ryzykowności inwestycji. Wielu graczom giełdowym znane są zjawiska dodatniej krótkookresowej autokorelacji między stopami zwrotu oraz ujemnej średnio- lub długoterminowej autokorelacji<sup>413</sup>. Efekty te mogą być spowodowane przez różne czynniki. Ekonomia behawioralna tłumaczy je przede wszystkim nierespektowaniem prawa regresji do średniej oraz złudzeniem gracza. Strategia wykorzystująca zjawisko dodatniej krótkookresowej autokorelacji między stopami zwrotu polega na kupowaniu tych akcji, które w poprzednich dniach lub tygodniach zyskiwały więcej niż wynosi średnia dla całego rynku lub

---

<sup>411</sup> M. Lewicka, *Myślenie i rozumowanie*, w: *Psychologia*, pod red. Strelau J., Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2007, s. 303-304.

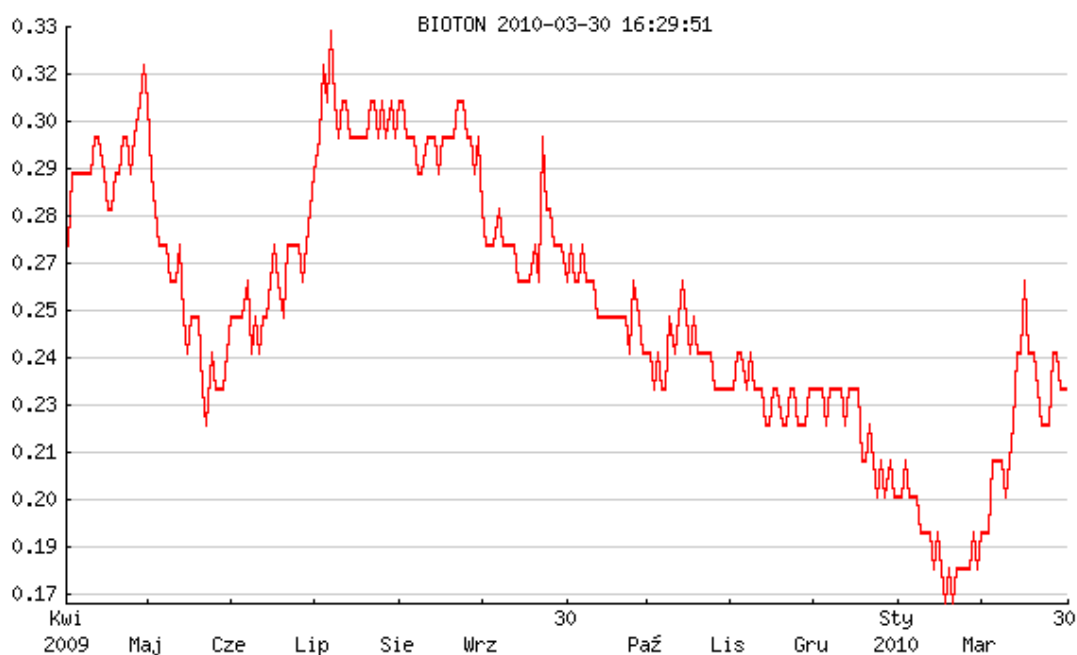
<sup>412</sup> Oskarżony makler Kerviel: oszukiwać było łatwo, 31.01.2008; Jerome Kerviel stanie przed sądem, 1.09.2009; Makler Societe Generale Jerome Kerviel wyszedł z aresztu, 18.03.2008; Gazeta Wyborcza, [www.gazeta.pl](http://www.gazeta.pl), 25.06.2010.

<sup>413</sup> Strategie oparte na tym drugim zjawisku wykorzystują między innymi tak znani inwestorzy, jak Warren Buffett (USA) czy Roman Karkosik (Polska), natomiast w oparciu o pierwszy z wymienionych efektów da się budować krótkoterminowe – spekulacyjne strategie.

spółek wchodzących w skład danego indeksu. W ten sposób dochodzi do dość znacznego rozejścia się kursu akcji z ich wyceną opierającą się na analizie fundamentalnej. Oczywiście nie ma akcji, które cały czas drożeją, albo cały czas tanieją. Po pewnym czasie następuje odwrócenie trendu. Z punktu widzenia inwestora jedynym, ale za to o kolosalnym znaczeniu, problemem jest to kiedy nastąpi odwrócenie trendu. Na ogół, zwłaszcza ex post, łatwo jest ocenić, że jakaś spółka była przewartościowana i wzrost cen jej akcji spowodowany był od pewnego momentu przez nierespektowanie przez inwestorów prawa regresu do średniej. Spadek cen jest więc powrotem do stanu równowagi i zrównania się kursu akcji z wyceną opartą na analizie wskaźnikowej. Zmiany trendu mogą być też spowodowane drugim z wymienionych wyżej efektów, czyli złudzeniem gracza. Efekt ten bazuje na przekonaniu, że każda seria zdarzeń musi się kiedyś skończyć, a im dłuższa seria wzrostów lub spadków, tym pewniejsze, że wkrótce się ona skończy i trend się odwróci. Może to powodować, że nawet słabe ekonomicznie spółki mogą zacząć w pewnym momencie bez poważnego uzasadnienia zyskiwać na wartości, ponieważ inwestorzy uznają, że ich akcje tak długo traciły na wartości, że w końcu zła passa musi się odwrócić i zaczynają kupować akcje. Zjawiska te mogą występować w takich sekwencjach, że powodują stosunkowo duże i długotrwałe wahania cen akcji.

Rysunek nr 1

#### Notowania akcji spółki Bioton w okresie od kwietnia 2009 do końca marca 2010



Źródło: [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl), 21.06.2010.

Rysunek 1 ilustruje, że opisane zjawiska mogły zajść w przypadku spółki Bioton. Od 7.07.2009 roku utrzymywał się trend spadkowy, który odwrócił się 17.02.2010 roku. Między 15.02.2010 roku, kiedy spółka ogłosiła, że planowany zysk operacyjny w 2010 roku ma wynieść 135 mln zł<sup>414</sup>, a 24.02.2010 roku, kiedy pojawiły się informacje prasowe o planach przejęcia producenta nakłuwaczy do insuliny<sup>415</sup> nie ukazały się żadne ważne komunikaty, czy informacje prasowe o spółce. Nie było więc wyraźnych podstaw do odwrócenia kilkumiesięcznego trendu. Warto też zaznaczyć, że trend spadkowy akcji tej spółki był przeciwny z trendem indeksu

<sup>414</sup> [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl), 28.06.2010.

<sup>415</sup> [www.parkiet.pl](http://www.parkiet.pl), 28.06.2010.

WIG20. Oczywiście nie sposób przesądzić, że na zmianę trendu miały jedynie wpływ czynniki natury psychologicznej, ale wydaje się to prawdopodobną hipotezą. Należy jednak zauważyć, że cena akcji Biotonu jest bardzo niska i zmiana kursu nawet o jeden grosz oznacza duży procentowy skok ceny.

Warto zwrócić uwagę, na jeszcze jedną ciekawą prawidłowość. Badania pokazują, że opisane powyżej i poparte przykładem, zachowania inwestorów są jednym z nielicznych przypadków, gdy zawodowi analitycy i eksperci postępują co do zasady inaczej niż amatorzy. Ci pierwsi budują na ogół swoje strategie w oparciu o oczekiwaną regresję kursów do średniej, ci drudzy natomiast skłonni są stawiać raczej na kontynuację trendów<sup>416</sup>. Zdaniem autora może to być spowodowane przewagą wiedzy i doświadczenia osób zawodowo zajmujących się giełdą.

Autokorelacja kursów akcji może być jednak tłumaczona również w inny sposób niż przez zjawiska nierespektowania prawa regresji do średniej i złudzenie gracza. N. Barberis, A. Shleifer i R. Vishny tłumaczą to zjawisko nad- oraz subreaktywnością<sup>417</sup>. Nadreaktywność to takie zachowania inwestorów, które są skutkiem nadania zbyt dużego znaczenia określonym informacjom. Wskutek tego ceny akcji zmieniają się bardziej niż może to wynikać z wagi informacji. Subreaktywność jest zjawiskiem odwrotnym i polega na niedocenianiu pojawiających się informacji o danej spółce<sup>418</sup>. Praktyka pokazuje, że zwłaszcza inwestorzy indywidualni mają skłonność do nadreaktywności.

Zdaniem autora ten sposób tłumaczenia dużych krótkotrwałych wahań cen akcji w niektórych przypadkach może być trafny. Ma on jednak dwie poważne wady. Po pierwsze to czy reakcja na konkretną informację o spółce jest nadmierna, niedostateczna, czy adekwatna do sytuacji na ogół można ocenić dopiero ex post, gdy dostępne są informacje o zmianie ceny akcji wywołanej informacją oraz faktyczne efekty finansowe jakie przyniosło spółce zdarzenie, na wieść o którym inwestorzy podjęli decyzje o zakupie lub sprzedaży akcji. Po drugie teoria nad- i subreaktywności opiera się na założeniu, że wszyscy inwestorzy dysponują tymi samymi informacjami, ale w różny sposób na nie reagują, natomiast nie uwzględnia asymetrii informacji na rynku. Warto zauważyć, że niekiedy indywidualni inwestorzy kierują się rekomendacjami renomowanych instytucji lub analityków (zobacz opisane na stronie 2 zaufanie jako kryterium jakościowe wpływające na podejmowanie decyzji w warunkach ryzyka). Często jednak postępowanie w sposób przeciwny do tych rekomendacji daje lepsze wyniki niż stosowanie się do nich. Na przykład między 1 a 9 października 2009 roku Erste Bank i UniCredit wydały dla akcji Asseco Poland rekomendację średniookresową kupuj<sup>419</sup>. Od tego czasu do 14.04.2010 roku, czyli przez ponad pół roku, jedynie przez kilka dni w połowie grudnia cena akcji była na poziomie zbliżonym do ceny z okresu wydania rekomendacji, przez resztę okresu była niższa. Jeśli więc inwestor postąpił zgodnie z rekomendacją i kupił 1.10.2009 roku akcje Asseco i sprzedał je po 6 miesiącach stracił na tej transakcji około 10%<sup>420</sup>. 17 i 19.07.2009 roku UniCredit i IDMSA wydały dla akcji BRE Banku rekomendacje sprzedaj<sup>421</sup>. Od tego czasu do 14.04.2010 roku kurs Akcji BRE utrzymywał się cały czas powyżej poziomu, przy którym została wydana rekomendacja. Gdyby inwestor 17.07.2009 roku postąpił dokładnie odwrotnie

<sup>416</sup> P. Zielonka, *Finanse behawioralne*, [w:] *Psychologia ekonomiczna*, op. cit., s. 342-343.

<sup>417</sup> Zob. N. Barberis, A. Shleifer, R. Vishny, *A model of investor sentiment*, "Journal of Financial Economics" 1998, nr 49, s. 307-343.

<sup>418</sup> Zielonka P., *Finanse...*, op. cit., s. 344.

<sup>419</sup> [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl), 28.06.2010.

<sup>420</sup> Obliczenia własne na podstawie danych z [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), 29.06.2010.

<sup>421</sup> [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl), 2.07.2010.

niż sugerował UniCredit mógłby zarobić w ciągu 6 miesięcy ponad 70%, a do kwietnia 2010 roku 90%<sup>422</sup>. Podobnych przykładów można znaleźć więcej, co oczywiście nie znaczy, że wszystkie rekomendacje są błędne, jednak mogą takie właśnie być. Inwestorzy instytucjonalni mają własne zespoły analityków, nie muszą więc polegać na ogólnie dostępnych rekomendacjach. Ich przewaga w stosunku do inwestorów indywidualnych jest więc oczywista. Jest to dowód na potwierdzenie postawionej wyżej tezy, że odmienne strategie inwestycyjne mogą wynikać z różnych możliwości zdobywania informacji i różnych możliwości ich percepcji.

Należy jednak zauważyć, że autokorelacje kursów akcji mogą być powodowane również przez czynniki typowo ekonomiczne, niezwiązane bezpośrednio z psychologią, które jednak nie są przedmiotem rozważań niniejszej pracy.

## Podsumowanie

Wobec powyższych przykładów należy uznać, że czynniki natury psychologicznej mogą decydować o sytuacji ekonomicznej pojedynczych spółek. W przypadku całego rynku lub całej gospodarki sprawa jest znacznie bardziej skomplikowana. Nie da się wyjaśnić przyczyn powstawania kryzysów jedynym prostym czynnikiem, chociażby dlatego, że są one składową bardzo wielu indywidualnych decyzji, podejmowanych niezależnie od siebie. Z całą pewnością nie da się jednak wyjaśnić przyczyn nagłego odwrócenia trendu na giełdach czy dużych spadków konsumpcji i produkcji jedynie czynnikiem ekonomicznymi.

Wpływ czynników psychologicznych na powstawanie kryzysów jest znacznie słabiej zbadany niż ich wpływ na decyzje indywidualnych podmiotów i sytuacje poszczególnych spółek. Przyczyny tego stanu rzeczy wydają się oczywiste. Po pierwsze, zjawiska takie jak globalny czy nawet regionalne kryzysy są znacznie trudniejsze do badania i rozumienia ich mechanizmów. Po drugie, z takimi sytuacjami jak kryzys gospodarczy mamy do czynienia stosunkowo rzadko, a zasymulowanie kryzysu w warunkach laboratorium psychologicznego jest niemożliwe. Warto jednak uważniej przeanalizować czynniki wymienione już wcześniej.

Jednym z wymienionych czynników jakościowych wpływającym na podejmowanie decyzji w warunkach ryzyka jest koncentracja uwagi społecznej. Ze swej natury nie jest to czynnik oddziałujący jedynie na indywidualne jednostki lecz na społeczeństwo jako całość. Kryzysy gospodarcze są niewątpliwie wydarzeniami spektakularnymi, którym towarzyszy ogromne zainteresowanie mediów i opinii społecznej. W makroekonomii znany jest typowo psychologiczny mechanizm samospełniającej się przepowiedni. Powszechne zainteresowanie kryzysem i wyszukiwanie jego oznak może się zatem faktycznie przyczynić do przyspieszenia jego nadejścia lub wzmocnienia skutków. Być może taka właśnie sytuacja miała miejsce w Polsce. Przez wiele tygodni informacje o kryzysie gospodarczym nie schodziły z pierwszych stron gazet, tymczasem de facto Polska była narażona na kryzys w stosunkowo niewielkim stopniu. Oznaki kryzysu zaczęły być odczuwalne w Polsce znacznie później niż w USA czy Europie Zachodniej (produkcja przemysłowa zaczęła spadać w drugiej Polowie 2008 roku, eksport na przełomie 2008 i 2009 roku, a sprzedaż detaliczna w okresie 01.2008 – 03.2010 jedynie przez trzy miesiące wykazywała ujemną dynamikę – luty 2009 roku oraz styczeń i luty 2010 roku)<sup>423</sup>. Wobec powyższych faktów nie sposób stwierdzić jednoznacznie, na ile

---

<sup>422</sup> Obliczenia własne na podstawie danych z [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), 24.06.2010.

<sup>423</sup> GUS, [www.stat.gov.pl](http://www.stat.gov.pl), 26.06.2010.

spowolnienie gospodarcze w Polsce było wywołane obiektywnymi czynnikami ekonomicznymi, a na ile mechanizmem samospełniającej się przepowiedni.

Konieczne należy też zwrócić uwagę na inny zasygnalizowany wcześniej problem, mianowicie ten, że lęk może mieć charakter interpersonalny, czyli że może on być „zaraźliwy”. W krótkim okresie może to powodować ataki paniki, czy zbiorowej hysterii, która na gruncie ekonomii może przejawiać się na przykład krachami na giełdzie lub zjawiskiem runu na banki. Zjawiska te są tym bardziej groźne, że mechanizm ich rozwoju przypomina staczającą się z góry kulę śniegową. Niegroźne początkowo zjawisko z biegiem czasu przybiera na sile coraz bardziej wywołując w efekcie katastrofalne skutki. Lęk o podłożu interpersonalnym może mieć jednak jeszcze inny długofalowy efekt. Naturalnym mechanizmem radzenia sobie z lękiem jest tworzenie w świadomości uproszczonego modelu świata i redukcja skomplikowanych procesów do znacznie uproszczonych wyobrażeń o nich. Jest to specyficzny rodzaj heurystyki. Efekt ten może, w rezultacie, prowadzić do błędnego rozumienia określonych zjawisk, a co za tym idzie do błędnej oceny ich ryzykowności, a w konsekwencji do podejmowania błędnych i potencjalnie „kryzysogennych” decyzji.

Przytoczone argumenty przemawiają za tym, że czynniki psychologiczne związane z percepcją ryzyka ekonomicznego mogą być w określonych sytuacjach akceleratorem uruchamiającym lub przyspieszającym zjawiska kryzysów finansowych lub gospodarczych. Nie są one jednak samoistną przyczyną ich powstawania.

## **Streszczenie**

Artykuł opisuje najważniejsze czynniki z zakresu psychologii społecznej, które obok czynników typowo ekonomicznych, wpływają na podejmowanie decyzji ekonomicznych. Ośią rozważań w niniejszym artykule jest percepcja ryzyka, traktowana jako proces zindywidualizowany. Opisano kilkanaście czynników jakościowych mogących powodować, że decydenci podejmują decyzje inne niż wynikające z kryteriów ilościowych. W dalszej części opisano i zegzemplifikowano wpływ heurystyk na ocenę ryzyka oraz zjawisko występowania autokorelacji cen instrumentów finansowych i psychologiczne mechanizmy mogące leżeć u ich podłoża. Oceniono, że czynniki psychologiczne mają na tyle duży wpływ na ocenę ryzyka ekonomicznego, że może to w znaczący sposób wpływać na podejmowane decyzje podmiotów rynkowych, a przez to na zachowanie się rynku.

## **Summary**

The article describes the most important factors in the field of social psychology which, apart from traditional economic factors, have a significant influence on economic decisions. The main axis of science analyses in this article is the perception of risk treated as individualized process. There are described several qualitative factors that may cause the decision-makers to make decisions other than those arising from the quantitative criteria. In the following paragraphs are described and exemplified the impact of heuristics on risk assessment and the phenomenon of autocorrelation in prices of financial instruments and the psychological mechanisms that may underlie their ground. It has been stated that psychological factors are significant enough to affect the assessment of economic risks that could substantially affect the decisions of market players, and thus the behavior of the market.



## Bibliografia

1. Aronson E., *Psychologia społeczna. Serce i umysł*, Zysk i s-ka. Poznań 1997
2. Barberis N., Shleifer A., Vishny R., *A model of investor sentiment*, Journal of Financial Economics 49/1998
3. Czarny E., *Mikroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006
4. Drabik E., *Teoria gier dla ekonomistów*, Uniwersytet w Białymstoku, Białystok 1998
5. Lewicka M., *Myślenie i rozumowanie*, w *Psychologia*, pod red. Strelau J., Gdańskie wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2007
6. Oleś P. K., *Wprowadzenie do psychologii osobowości*, Wydawnictwo Naukowe „Scholar”, Warszawa 2008
7. Panek E., *Ekonomia matematyczna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2000
8. Sztompka P., *Zaufanie*, Znak, Kraków 2007
9. Zaleśkiewicz T., *Percepcja działań ekonomicznych*, w *Psychologia ekonomiczna*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004
10. Zielonka P., *Finanse behawioralne*, w *Psychologia ekonomiczna*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004
11. [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl)
12. [www.fitchpolska.com.pl](http://www.fitchpolska.com.pl)
13. [www.gazeta.pl](http://www.gazeta.pl)
14. [www.gospodarka.gazeta.pl](http://www.gospodarka.gazeta.pl)
15. [www.money.pl](http://www.money.pl)
16. [www.parkiet.pl](http://www.parkiet.pl)
17. [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)
18. [www.stat.gov.pl](http://www.stat.gov.pl)