Adam Szyszka
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

SYSTEMOWE ZMIANY NA RYNKACH FINANSOWYCH A POSZUKIWANIE ADEKWATNEJ TEORII FINANSÓW

Czy finanse behawioralne zastąpią teorię neoklasyczną?

W ciągu ostatnich dwóch dekad byliśmy świadkami postępującego procesu globalizacji gospodarek, rosnących powiązań międzynarodowych i międzysektorowych, narastającej globalnej nierównowagi makroekonomicznej, a także nasilającej się konkurencji zarówno na rynkach krajowych, jak i międzynarodowych. Szczególnie ważkie przemiany dotyczyły sektora finansowego i to w wielu aspektach – po stronie instytucji finansowych, w sposobie organizacji i funkcjonowania rynków oraz w obrębie produktów finansowych.

Przez ostatnie 20 lat istotnie wzrosło znaczenie banków inwestycyjnych, które dysponując kapitałami przekraczającymi budżet niejednego państwa, stały się globalnymi graczami o coraz szerszym profilu działania, często wykraczającym poza tradycyjne rozumienie bankowości inwestycyjnej (np. zwiększony zakres inwestycji na własny rachunek, w tym inwestycji o charakterze spekulacyjnym, tendencje do wchodzenia w obszary działalności ubezpieczeniowej, rosnące powiązania z bankowością detaliczną i finansami konsumenckimi). Dynamicznie rozwijał się również segment funduszy inwestycyjnych o nastawieniu spekulacyjnym i wysokim profilu ryzyka (fundusze hedgingowe). Pojawiła się także zupełnie nowa kategoria inwestorów instytucjonalnych, jaką stanowią tzw. fundusze narodowe (ang. *sovereign wealth funds*). Z jednej strony stały się one istotnym źródłem dodatkowej podaży kapitału na światowych rynkach finansowych, a z drugiej – ich pojawienie się zrodziło pytanie o strategiczno-polityczne kryteria alokacji aktywów. Nie bez znaczenia dla sfery instytucjonalnej była również liberalizacja przepisów w USA (Ustawa 1980), która dała początek rozwojowi pozabankowych instytucji finansowych nastawionych na udzielanie pożyczek wysokiego ryzyka, włączając w to pożyczki hipoteczne dla osób bez odpowiedniej wiarygodności kredytowej.

Przeobrażeniom uległy również same rynki finansowe. Z jednej strony obserwowaliśmy proces konsolidacji giełd towarowych oraz giełd papierów wartościowych, tendencje do wielokrotnego notowania tych samych instrumentów finansowych na różnych giełdach. Z drugiej strony rozwój telekomunikacji i środków łączności, a zwłaszcza Internetu, sprawił, że handel instrumentami finansowymi stał się rzeczywiście globalny i odbywa się praktycznie przez 24 godziny na dobę. Coraz więcej giełd zaczęło również wdrażać elektroniczne systemy obrotu, oferując nowe kategorie zleceń i stopniowo wypierając tradycyjny czynnik ludzki, czyli tzw. market makerów. Zwiększyło się również znaczenie automatycznych systemów zleceń ze strony inwestorów, zwłaszcza dużych graczy instytucjonalnych. Znamienny stał się duży wzrost poziomu zmienności notowań wszystkich klas aktywów finansowych. Istotnie wzrósł również wolumen i wartość transakcji na niemal wszystkich rynkach, ale zwłaszcza na rynkach towarowych i rynkach instrumentów pochodnych. To właśnie w odniesieniu do tych dwóch rynków zaobserwować można największe zmiany o znaczeniu systemowym.

Należy zauważyć, że towary zaczęto traktować jak aktywa finansowe. Innymi słowy, wzrastał odsetek inwestorów kupujących np. ropę, miedź czy inne towary nie ze względu na własne zapotrzebowanie, lecz jako inwestycje same w sobie, podobnie jak papiery wartościowe czy inne aktywa o charakterze typowo inwestycyjnym.

Jeszcze większą metamorfozę przeszły rynki instrumentów pochodnych, na których wartość obrotów kilkakrotnie, a niekiedy nawet kilkunastokrotnie, przekroczyła wartość obrotów na rynkach bazowych[1]. Wzrosło zastosowanie instrumentów pochodnych w celach spekulacyjnych, a także jako narzędzia monetyzacji aktywów, tym samym przyczyniając się do kreacji dodatkowego pieniądza w gospodarce. Powszechnie zaczęto stosować wyrafinowane techniki inżynierii finansowej i tworzyć skomplikowane produkty pochodne, których struktura i czynniki ryzyka w coraz mniejszym stopniu były zrozumiałe dla inwestorów. Podkreślenia wymaga też fakt, że większość transakcji pochodnych dotyczy obecnie finansowych instrumentów bazowych. Udział transakcji na instrumentach pochodnych związanych z niefinansowymi produktami bazowymi (np. płody rolne, energia, surowce), które historycznie dominowały na rynkach derywatów, obecnie nie prze-

[1] Zgodnie z danymi Futures Industry Association (FIA), w 2007 r. łączny wolumen obrotu instrumentami pochodnymi na 54 giełdach świata wyniósł 15,2 mld szt. (kontraktów terminowych i opcji), podczas gdy w roku 1999 było to tylko 2,4 mld szt. Bank for International Settlement (BIS) oszacował, że w 2007 r. wartość giełdowego obrotu instrumentami pochodnymi wyniosła blisko 2,3 tryliona dolarów amerykańskich, przy czym wartość otwartych pozycji na giełdowych instrumentach pochodnych wynosiła na koniec roku ponad 28 miliardów dolarów. Do tego należy jeszcze dodać wartość transakcji na instrumentach pochodnych zawartych na rynku pozagiełdowym (OTC). Statystyki dotyczące łącznego wolumenu transakcji na globalnym rynku OTC nie są dostępne, ale o jego rozmiarach świadczy sama wartość otwartych kontraktów, która na koniec 2007 r. według danych BIS wynosiła 595,3 miliarda dolarów amerykańskich.

kracza 10% (Futures 2007; Bank 2009). Pieniądz i produkty kapitałowe stały się towarem samym w sobie, na który zaczęto dokonywać coraz większej liczby transakcji pochodnych. Można zatem zaryzykować stwierdzenie, że nastąpiło odejście od typowej funkcji pieniądza w gospodarce, jaką tradycyjnie była funkcja płatnicza. W znacznej mierze doszło do oderwania obiegu pieniężnego i towarowego.

Konsekwencje wspomnianych wyżej zmian w obrębie instytucji, rynków oraz produktów finansowych ujawniły się w szczególności w czasie globalnego kryzysu z lat 2008-2009. To właśnie w kontekście owych turbulencji o bezprecedensowej skali, dynamice i zasięgu, coraz głośniej zaczęto zadawać pytanie, czy dotychczas obowiązujący paradygmat ekonomii, a w jego obrębie zwłaszcza neoklasyczna teoria finansów, adekwatnie opisują rzeczywistość gospodarczą i zjawiska na rynkach finansowych.

Choć pytania tego rodzaju nasiliły się w związku z kryzysem, to jednak trzeba pamiętać, że w literaturze ostatnich dwóch, a nawet trzech dekad nie brak było doniesień naukowych wskazujących na obserwacje empiryczne trudne do wyjaśnienia na gruncie neoklasycznej teorii finansów. Powszechnie dyskutowano o tzw. anomaliach rynkowych, a odpowiedzią na ich coraz większą liczbę stały się m.in. narodziny finansów behawioralnych – nowego nurtu, który stara się uwzględniać psychologiczne podłoże decyzji finansowych. Podejście behawioralne w kontekście ostatnich częstych zawirowań na rynkach szczególnie zyskało na popularności[2]. Trzeba przyznać, że w licznych przypadkach wyjaśnienia odwołujące się do nieracjonalnych zachowań, emocji i błędów popełnianych przez inwestorów okazują się bardzo przekonujące. Pojawia się jednak wątpliwość, czy finanse behawioralne na obecnym etapie rozwoju mogą zostać uznane za nową teorię rynku kapitałowego.

Ten nowy nurt finansów dotknięty jest przypadłością typową dla relatywnie młodych i mało spenetrowanych obszarów wiedzy. Z jednej strony bardzo szybko zyskuje na popularności, co stanowi motywację do jednoczesnego podjęcia wielu badań. Z drugiej strony, duża liczba prac prowadzonych w sposób nieskoordynowany owocuje fragmentarycznymi rezultatami, które niejednokrotnie są trudne do połączenia w usystematyzowaną i czytelną całość. Materia zachowań inwestorów i sposób oddziaływania tych zachowań na wycenę aktywów finansowych są na tyle złożone, że trudno precyzyjnie wyspecyfikować wszystkie czynniki i ująć w jednym teoretycznym modelu relacje między nimi w taki sposób, aby od razu można było wyjaśnić całokształt zjawisk zachodzących na rynkach finansowych. Z kolei ograniczanie się do opisu tylko niektórych zachowań inwestorów powoduje, że dotychczasowe propozycje teoretycznych modeli behawioralnych często spotykają się z zarzutem fragmentaryzmu i dostosowywania do wyjaśnienia tylko wybranych osobliwości rynku kapitałowego. Ponadto proponowane modele zachowań inwestorów zwykle mają charakter deskryptywny, podczas gdy w kla-

[2] O roli czynników behawioralnych w ostatnim kryzysie finansowym można przeczytać m.in. w pracy (Szyszka 2009).

sycznej teorii finansów dążono raczej do tworzenia modeli normatywnych, które można kwantyfikować i weryfikować empirycznie. Modele deskryptywne, choć mogą wydawać się bardzo przekonujące, niejednokrotnie są trudne do udowodnienia lub jednoznacznego zanegowania.

W odróżnieniu od finansów behawioralnych głównym atutem neoklasycznej teorii rynku kapitałowego jest jej spójność i kompleksowość, a także normatywny charakter. Zasadniczy mankament stanowią natomiast liczne uproszczenia rzeczywistości i często nierealistyczne założenia leżące u podstaw poszczególnych elementów teorii. Są one jednak konieczne do kwantyfikowania i symulowania zachodzących procesów i zjawisk, a przez to właśnie do uzyskania normatywnego charakteru tworzonych modeli. W neoklasycznej teorii finansów jednym z takich uproszczeń jest właśnie pominięcie możliwości wystąpienia istotnych zaburzeń w racjonalności inwestorów i *a priori* odrzucenie działań nieracjonalnych, jako niemających znaczenia dla procesu aktywów. Znaczenie psychologicznych uwarunkowań i ich wpływ na zachowania inwestorów – a tym samym na sytuację na rynku kapitałowym, który jest wypadkową działań milionów inwestorów – intuicyjnie wydają się być oczywiste. Aż trudno uwierzyć, że neoklasyczna teoria rynku kapitałowego praktycznie pomija tak ważny aspekt jak psychologia inwestora i z góry przyjmuje założenie, że *homo oeconomicus* zawsze cechuje się pełną racjonalnością, a ewentualne błędy o podłożu psychologicznym pozostają bez wpływu na wycenę papierów wartościowych.

Nierealistyczne założenia są nader często nieuniknionym kompromisem, na jaki trzeba się zdecydować w trakcie budowy sformalizowanych modeli. Nie deprecjonują one jednak znaczenia ujęć teoretycznych, zwłaszcza gdy weryfikacja empiryczna sugeruje, że pomimo przyjętych w modelu uproszczeń nadal ma on dobrą zdolność do opisywania złożonej rzeczywistości. W tym miejscu właśnie leży zasadniczy problem neoklasycznej teorii finansów. Badania empiryczne prowadzone na danych z okresu, gdy powstawały kluczowe elementy teorii, a więc od końca lat 30. do końca lat 70. XX wieku, zasadniczo nie ujawniają obserwacji, które stałyby w wyraźnej sprzeczności z przewidywaniami teoretycznymi. Modele teoretyczne cechują się dość dobrym dopasowaniem do danych empirycznych z tamtego okresu. Doniesienia o anomaliach rynkowych zaczynają pojawiać się w literaturze lat 80., a zwłaszcza dotyczą dwóch ostatnich dziesięcioleci. Czasowo pokrywa się to z procesami zmian w sferach instytucjonalnej, rynkowej i instrumentalnej, o jakich była mowa na wstępie niniejszego artykułu.

Można zatem wysunąć hipotezę, iż to zmiany o charakterze systemowym spowodowały, że neoklasyczna teoria nie radzi sobie z opisywaniem współczesnych realiów rynków finansowych. Być może trzeba zatem dążyć do modyfikacji tradycyjnego podejścia teoretycznego w ten sposób, aby dopasować je do dynamicznie zmieniającej się rzeczywistości. Wśród kluczowych aspektów, jakie należałoby wziąć pod uwagę, znajdują się m.in.: globalizacja rynków finansowych, większa

rola inwestorów instytucjonalnych, wzrost powiązań między różnymi klasami aktywów, odejście od czysto płatniczej funkcji pieniądza i jego oderwanie od towaru, wzrost zmienności niemal wszystkich czynników ekonomicznych. Innymi słowy, zmodyfikowana teoria finansów powinna uwzględniać fakt, iż żyjemy w relatywnie mniejszym (globalna wioska), ale za to w bardziej skomplikowanym i bardziej dynamicznym świecie.

Wydaje się, że we współczesnych uwarunkowaniach skazani jesteśmy na interdyscyplinarność w poszukiwaniu teorii, które mogłyby dobrze opisywać coraz bardziej skomplikowaną i dynamiczną rzeczywistość. Teoria neoklasyczna stanowi pewien wyidealizowany, normatywny punkt odniesienia. Z kolei finanse behawioralne pokazują, w jaki sposób czynniki psychologiczne mogą przekładać się na nieracjonalne zachowania inwestorów i wpływać na odchylenia od przewidywań neoklasycznych. Podejście behawioralne z pewnością stanowi cenne uzupełnienie przy próbach zrozumienia i modelowania rynków finansowych. Niemniej jego użyteczność byłaby wyższa, gdyby nie tylko pozwalało ono wyjaśnić poszczególne zjawiska *ex post*, ale również dostarczyć narzędzia normatywne, pozwalające szerzej modelować rynek i przewidywać zachowania inwestorów *ex ante*. Niewykluczone, że podejście behawioralne dla lepszego wyjaśnienia procesów zachodzących na globalnych rynkach finansowych należałoby uzupełnić jeszcze o wiedzę z innych dyscyplin, np. neuropsychologii (neurofinanse), socjologii, cybernetyki ekonomicznej[3] i geopolityki.

Reasumując, można zaryzykować stwierdzenie, iż przyszła spójna teoria opisująca rynki finansowe będzie miała charakter interdyscyplinarny, a dorobek finansów behawioralnych stanie się jednym z jej istotnych elementów.

Bibliografia

Bank of International Settlement Quarterly Review (2009).

Futures Industry Association Annual Volume Survey (2007).

Szyszka A. (2009), *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego.* Bank i Kredyt, vol. 40, nr 4, Narodowy Bank Polski, Warszawa.

Ustawa Kongresu USA *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* (1980).

[3] Pionierami cybernetyki ekonomicznej w Polsce byli m.in. O. Lange, J. Gościński i J. Zieleniewski.