

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

305

Ekonomia



Redaktorzy naukowi

Magdalena Rękas

Jerzy Sokołowski



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Aleksandra Śliwka
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Małgorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2013

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-382-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	13
Mieczysław Adamowicz, Paweł Janulewicz: Wykorzystanie analizy czynnikowej do oceny rozwoju społeczno-gospodarczego w skali lokalnej	15
Ewa Badzińska, Jakub Ryfa: Ekonomia wirtualnych światów – tendencje rozwoju	24
Tomasz Bernat: Egzogeniczne determinanty dominacji rynkowej na przykładzie Poczty Polskiej SA.....	37
Agnieszka Brelik, Marek Tomaszewski: Wybrane determinanty kształtujące współpracę innowacyjną przedsiębiorstw przemysłowych z jednostkami PAN i szkołami wyższymi na terenie Polski Północno-Zachodniej.....	50
Agnieszka Bretyn: Wybrane aspekty jakości życia młodych konsumentów w Polsce	62
Grzegorz Bywalec: Transformacja gospodarcza a regionalne zróżnicowanie ubóstwa w Indiach	73
Magdalena Cyrek: Determinanty zatrudnienia w usługach tradycyjnych i nowoczesnych – analiza regionalna.....	83
Sławomir Czech: Czy wokół państwa opiekuńczego toczy się jeszcze spór o wartości?.....	95
Sławomir Czetwertyński: Możliwości poznawcze prawa Metcalfe’a w określaniu wartości ekonomicznej sieci komunikacyjnych.....	108
Małgorzata Deszczka, Marek Wąsowicz: Polityka i strategia rozwoju Unii Europejskiej w koncepcji ekonomii zrównoważonego rozwoju	118
Karolina Dreła: Zatrudnienie nietypowe	129
Paweł Drobny: Ekonomia personalistyczna jako próba reorientacji ekonomii	142
Małgorzata Gajda-Kantorowska: Koszty bankructwa państwa	154
Małgorzata Gasz: Unia bankowa – w poszukiwaniu nowego paradygmatu na europejskim rynku bankowym	163
Małgorzata Gawrycka, Anna Szymczak: Zmiana struktury dochodów w Polsce w relacji kapitał–praca z uwzględnieniem sektorów gospodarki narodowej	174
Anna Golejewska: Innowacje i sposoby ich pomiaru na poziomie regionalnym	184
Mariusz Grębowiec: Zachowania nabywcze konsumentów na rynku usług bankowych w świetle badań	195

Urszula Grzega: Oszczędności i zadłużenie polskich gospodarstw domowych.....	207
Jarosław Hermaszewski: Sytuacja finansowa gminy a wybory bezpośrednie w gminach. Wstęp do badań.....	218
Elżbieta Jantóń-Drozdowska, Maria Majewska: Wpływ globalizacji na wzrost poziomu specjalizacji w międzynarodowej wymianie handlowej..	228
Tomasz Jasiński, Agnieszka Ścianowska: Możliwości oddziaływania na wzrost gospodarczy poprzez kontrolę poziomu ryzyka kredytowego w bankach przy wykorzystaniu systemów sztucznej inteligencji.....	240
Renata Jedlińska: Atrakcyjność inwestycyjna Polski – wybrane aspekty.....	252
Andrzej Jędruchniewicz: Inflacja jako cel polityki pieniężnej NBP.....	264
Michał Jurek: Wykorzystanie analizy duracji i wypukłości w zarządzaniu ryzykiem stopy procentowej.....	276
Sławomir Kalinowski: Znaczenie eksperymentu w metodologii nauk ekonomicznych.....	287
Teresa Kamińska: Struktura branżowa bezpośrednich inwestycji zagranicznych a kryzys finansowy	299
Renata Karkowska: Siła oddziaływania czynników makroekonomicznych i systemowych na wielkość globalnej płynności.....	311
Anna Kasprzak-Czelej: Determinanty wzrostu gospodarczego.....	323
Krzysztof Kil, Radosław Ślusarczyk: Analiza wpływu polityki stóp procentowych EBC na stabilność sektorów bankowych w wybranych krajach strefy euro – wnioski z kryzysu.....	334
Iwona Kowalska: Rozwój badań z zakresu ekonomii edukacji w paradygmacie interdyscyplinarności nauki	348
Ryszard Kowalski: Dylematy interwencjonizmu w czasach kryzysu	358
Jakub Kraciuk: Kryzysy finansowe w świetle ekonomii behawioralnej.....	370
Hanna Kruk: Rozwój zrównoważony w Regionie Morza Bałtyckiego na przykładzie wybranych mierników w latach 2005-2010.....	380
Kazimierz W. Krupa, Irmina Jeleniewska-Korzela, Wojciech Krupa: Kapitał intelektualny jako akcelerator nowej ekonomii (tablice korelacyjne, pracownicy kluczowi).....	391
Anna Krzysztofek: Normy i standardy społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw.....	401
Krzysztof Kubiak: Transakcje w procesie przepływu wiedzy w świetle nowej ekonomii instytucjonalnej.....	413
Paweł Kulpaka: Model konsumpcji permanentnej M. Friedmana a keynesowskie funkcje konsumpcji – empiryczna weryfikacja wybranych teorii na przykładzie Czech.....	423
Justyna Łukomska-Szarek, Marta Włóka: Rola kontroli zarządczej w procesie zarządzania jednostkami samorządu terytorialnego	434
Natalia Mańkowska: Konkurencyjność instytucjonalna – wybrane problemy metodologiczne.....	445

Joanna Mesjasz, Martyna Michalak: Percepcja zaangażowania przez adeptów zarządzania – szansą czy ograniczeniem dla współczesnych firm	457
Jerzy Mieszaniec: Innowacje nietechnologiczne w przedsiębiorstwach przemysłowych sektora wydobywczego	469
Aneta Mikula: Ubóstwo obszarów wiejskich w krajach Unii Europejskiej – demografia i rynek pracy	481
Grażyna Musialik, Rafał Musialik: Wartość publiczna a legitymizacja	492
Janusz Myszczyński: Wykorzystanie koncepcji <i>social savings</i> w określeniu wpływu sektora kolejowego na wzrost gospodarczy Niemiec w początkach XX w.	500
Aleksandra Nacewska-Twardowska: Zmiany w polityce handlowej Unii Europejskiej na początku XXI wieku	513
Anna Niewiadomska: Wydłużanie okresu aktywności zawodowej osób starszych w Polsce	524
Mariusz Nyk: Przeciętne wynagrodzenie a sytuacja na rynku pracy – przypadek województwa łódzkiego	536
Monika Pasternak-Malicka: Przesłanki ruchów migracyjnych Polaków z obszaru województwa podkarpackiego w kontekście kryzysu gospodarczego wywołanego kryzysem <i>subprime</i>	547
Jacek Pera: Budowa nowej architektury regulacyjnej w Europie jako element zarządzania ryzykiem niestabilności finansowej – rozwiązania pokryzysowe. Próba oceny i wnioski dla Polski	559
Renata Pęciak: Kryzysy w gospodarce w interpretacji Jeana-Baptiste’a Saya	573
Czesława Pilarska: Współczesny kryzys gospodarczy a napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski	584
Elżbieta Pohulak-Żołędowska: Innowacyjna nauka a źródła jej finansowania	601
Adriana Politaj: Pomoc publiczna na subsydiowanie zatrudnienia w Polsce i w wybranych krajach Unii Europejskiej	617
Marcin Ratajczak: Odpowiedzialny biznes w aspekcie osiągniętych korzyści ekonomicznych na przykładzie przedsiębiorstw agrobiznesu	628
Magdalena Rękas: Dieta w krajach Unii Europejskiej i czynniki wpływające na jej poziom – przegląd wybranych badań	638
Włodzimierz Rudny: Rozwiązania zintegrowane w modelach biznesowych	653
Krzysztof Rutkiewicz: Pomoc publiczna na działalność badawczo-rozwojową i innowacyjność przedsiębiorstw w polityce konkurencji Unii Europejskiej w latach 2004-2010	663
Katarzyna Skrzyszewska: Konkurencyjność krajów Regionu Morza Bałtyckiego w świetle międzynarodowych rankingów	675
Tadeusz Sporek: Ewolucja i perspektywy grupy BRICS w globalnej gospodarce	684

Aleksander Surdej: Inwestycje w szkolenia zawodowe w świetle teorii ekonomicznej.....	695
Piotr Szajner: Wpływ zmienności kursu walutowego na międzynarodową konkurencyjność polskiego sektora żywnościowego	706
Stanisław Ślusarczyk, Piotr Ślusarczyk, Radosław Ślusarczyk: Problem skuteczności i efektywności decyzji menedżerskich w firmie w zakresie formułowania i wdrażania strategii	716
Sylwia Talar, Joanna Kos-Łabędowicz: Polska gospodarka internetowa – stan i perspektywy	729
Monika Utzig: Aktywa finansowe gospodarstw domowych a koniunktura gospodarcza	744
Agnieszka Wałęga: Nierówności dochodowe w kontekście przystąpienia Polski do Unii Europejskiej	754
Grzegorz Wałęga: Wpływ spowolnienia gospodarczego na zadłużenie gospodarstw domowych w Polsce	766
Grażyna Węgrzyn: Formy zatrudnienia pracowników w Unii Europejskiej – aktualne tendencje	778
Barbara Wieliczko: Krajowa pomoc publiczna w UE w okresie obecnego kryzysu.....	790
Artur Wilczyński: Znaczenie kosztów alternatywnych w rachunku ekonomicznym gospodarstw rolnych	802
Renata Wojciechowska: Wieloznaczności językowe współczesnej ekonomii	813
Jarosław Wojciechowski: Ewolucja koncepcji funkcjonowania rynku w społecznej nauce Kościoła Katolickiego.....	823
Agnieszka Wojewódzka-Wiewiórska: Znaczenie lokalnych grup działania w budowaniu kapitału społecznego na obszarach wiejskich.....	834
Grażyna Wolska: Kodeksy etyczne jako instrument poprawnych relacji między podmiotem gospodarczym a konsumentem.....	844
Joanna Woźniak-Holecka, Mateusz Grajek, Karolina Sobczyk, Kamila Mazgaj-Krzak, Tomasz Holecki: Ekonomiczno-społeczne konsekwencje reklamy w segmencie leków OTC	853
Gabriela Wronowska: Oczekiwania pracodawców wobec absolwentów szkół wyższych w Polsce jako przykład bariery wejścia na rynek pracy... ..	861
Anna Wziętek-Kubiak, Marek Pęczkowski: Źródła i bariery ciągłości wdrażania innowacji przez polskie przedsiębiorstwa.....	872
Alfreda Zachorowska, Agnieszka Tylec: Instytucjonalna struktura rynku pracy w Polsce	884
Małgorzata Zielenkiewicz: Upodabnianie się krajów pod względem poziomu dobrobytu w procesie integracji europejskiej	895
Mariusz Zieliński: Demografia i aktywność zawodowa ludności a poziom bezrobocia w Unii Europejskiej.....	907
Jerzy Żyżyński: Gospodarka jako spójny system strumieni pieniądza a problem racjonalności pakietu fiskalnego.....	917

Summaries

Mieczysław Adamowicz, Paweł Janulewicz: The use of factor analysis for the assessment of socio-economic development on the local scale.....	23
Ewa Badzińska, Jakub Ryfa: The economy of virtual worlds – trend of development	36
Tomasz Bernat: Exogenous determinants of market dominance – Polish Post case	48
Agnieszka Brelik, Marek Tomaszewski: Selected determinants forming innovative partnership of traditional industrial companies with units of Polish Academy of Sciences and universities in north-western Poland.....	61
Agnieszka Bretyn: Selected aspects of quality of life of young consumers in Poland	72
Grzegorz Bywalec: Economic transformation and regional disparity of poverty in India.....	82
Magdalena Cyrek: Determinants of employment in traditional and modern services – regional analysis	94
Sławomir Czech: Is the welfare state’s dispute over values still alive?	107
Sławomir Czetwertyński: Cognitive possibilities of Metcalfe’s law in defining the economic value of communication networks	117
Małgorzata Deszczka, Marek Wąsowicz: Policy and development strategy in the European Union in the conception of economics of sustainable development	128
Karolina Dreła: Untypical employment.....	141
Paweł Drobny: Personalist economics as an attempt at economics reorientation	153
Małgorzata Gajda-Kantorowska: Costs of sovereign default.....	162
Małgorzata Gasz: Bank Union – in search of a new paradigm on the European banking market.....	173
Małgorzata Gawrycka, Anna Szymczak: Change of income framework in capital-labour scheme in Poland, including the sector of national economy	183
Anna Golejewska: Innovations and the way of their measure at the regional level.....	194
Mariusz Grębowiec: Purchasing behavior of consumers on banking service market in the light of research	206
Urszula Grzega: Savings and debt of Polish households.....	217
Jarosław Hermaszewski: Financial situation of a commune vs. local elections. Introduction to the study	227
Elżbieta Jantón-Drozdowska, Maria Majewska: The impact of globalization on a higher specialization level in international exchange of goods ...	239
Tomasz Jasiński, Agnieszka Ścianowska: Banks’ possibilities of influencing macroeconomic growth by the use of neural network systems in the credit risk control	250

Renata Jedlińska: Investment attractiveness of Poland – selected issues	263
Andrzej Jędruchniewicz: Inflation as a target of monetary policy of NBP ...	275
Michał Jurek: Use of duration and convexity analysis in interest rate risk management.....	286
Sławomir Kalinowski: The role of the controlled experiment in the methodology of economy	298
Teresa Kamińska: Economic activity structure of foreign direct investment and financial crisis	310
Renata Karkowska: The impact of macroeconomic and systemic factors on the global liquidity	322
Anna Kasprzak-Czelej: Determinants of economic growth	333
Krzysztof Kil, Radosław Ślusarczyk: The analysis of influence of the ECB interest rates' policy on a stability of bank sectors in selected countries of the eurozone – conclusions from the crisis.....	347
Iwona Kowalska: Development of research in the field of economics of education within the paradigm of interdisciplinarity of science	357
Ryszard Kowalski: The dilemmas of interventionism in times of crisis	369
Jakub Kraciuk: Financial crises in the light of behavioural economics.....	379
Hanna Kruk: Sustainable development in the Baltic Sea Region based on chosen indices in years 2005-2010	390
Kazimierz W. Krupa, Irmína Jeleniewska-Korzela, Wojciech Krupa: Intellectual capital as an accelerator of the new economy (correlation tables, key employees)	400
Anna Krzysztofek: Norms and standards of social responsibility in enterprises	412
Krzysztof Kubiak: Transactions in the flow of knowledge in the light of new institutional economics	422
Paweł Kulpaka: M. Friedman's permanent consumption model and Keynesian consumption functions – empirical verification of selected theories on the example of Czech.....	433
Justyna Łukomska-Szarek, Marta Włóka: The role of management control in management process of local self-government units.....	444
Natalia Mańkowska: Institutional competitiveness – selected methodological issues	456
Joanna Mesjasz, Martyna Michalak: Understanding the engagement by management adepts – a chance or a limitation for contemporary business	468
Jerzy Mieszaniec: Non-technological innovations in the industrial enterprises of mining sector.....	480
Aneta Mięka: Poverty of rural areas in the European Union member states – demography and labor market	491
Grażyna Musialik, Rafał Musialik: Public value and legitimacy	499

Janusz Myszczyzyn: Use of social savings concept in defining the role of railway sector on the economic growth in Germany in the early twentieth century	512
Aleksandra Nacewska-Twardowska: Changes in trade policy of the European Union at the beginning of the twenty-first century	523
Anna Niewiadomska: Extending the period of professional activity of the elderly in Poland	535
Mariusz Nyk: Average salary and the situation on the labour market – case of Łódź Voivodeship	546
Monika Pasternak-Malicka: Reasons form migration of Poles from Subcarpathian Voivodeship in the context of the economic crisis caused by the subpreme crisis	558
Jacek Pera: Construction of a new regulatory architecture in Europe as an element of financial instability risk management – post-crisis solutions. Attempt of assessment and implications for Poland.....	572
Renata Pęciak: Crises in the economy in the interpretation of Jean-Baptiste Say	583
Czesława Pilarska: The contemporary economic crisis and foreign direct investment inflow into Poland	600
Elżbieta Pohulak-Żołędowska: Innovations in science and their financial sources	616
Adriana Politałaj: State aid for subsidizing of employment in Poland and in selected countries of the European Union	627
Marcin Ratajczak: Responsible business in the context of economic benefits gained on the example of agribusiness enterprises.....	637
Magdalena Rękas: Fertility rate in the European Union states and factors influencing the rate – review of selected surveys	652
Włodzimierz Rudny: Solution-based business models.....	662
Krzysztof Rutkiewicz: State aid for Research & Development & Innovation activities of enterprises in the European Union’s competition policy in the period 2004-2010.....	674
Katarzyna Skrzyszewska: Competitiveness of the Baltic Region countries in the context of international rankings	683
Tadeusz Sporek: Evolution and perspectives of BRICS group in the global economy.....	694
Aleksander Surdej: Investments in VET programmes: framework for an economic analysis	705
Piotr Szajner: The impact of exchange rated volatility on the competitiveness of Polish food sector on international markets	715
Stanisław Ślusarczyk, Piotr Ślusarczyk, Radosław Ślusarczyk: The problem of efficacy and effectiveness in the formulating and implementing of strategy decision making process	728

Sylwia Talar, Joanna Kos-Łabędowicz: Polish Internet economy – current state and future perspectives	743
Monika Utzig: Households’ financial assets and economic prospect.....	753
Agnieszka Wałęga: Income inequality in the context of accession of Poland to the European Union	765
Grzegorz Wałęga: Impact of economic slowdown on households’ debt in Poland	777
Grażyna Węgrzyn: Employment forms in the European Union – current trends.....	789
Barbara Wieliczko: State aid in the European Union in the period of the current crisis.....	801
Artur Wilczyński: The impact of opportunity costs on farms profitability.....	812
Renata Wojciechowska: Linguistic ambiguities of contemporary economics	822
Jarosław Wojciechowski: Evolution of free market concept in social teaching of the Catholic Church.....	833
Agnieszka Wojewódzka-Wiewiórska: The significance of local action groups in formation of social capital in rural areas	843
Grażyna Wolska: Ethical codes as a tool of correct relations between a firm and a consumer	852
Joanna Woźniak-Holecka, Mateusz Grajek, Karolina Sobczyk, Kamila Mazgaj-Krzak, Tomasz Holecki: Marketing of OTC medicines in Poland on the example of television advertising	860
Gabriela Wronowska: Expectations of employers towards graduates of universities in Poland as an example of barriers to enter the labor market	871
Anna Wziętek-Kubiak, Marek Pęczkowski: Sources and barriers of persistence of innovation of Polish manufacturing companies	883
Alfreda Zachorowska, Agnieszka Tylec: Institutional structure of the labor market in Poland	894
Małgorzata Zielenkiewicz: Convergence of the countries in terms of social welfare in the process of European integration	906
Mariusz Zieliński: Demography and economically active population vs. the level of unemployment in the European Union.....	916
Jerzy Żyżyński: Economy as a consistent system of money flows vs. the issue of fiscal pact rationality	931

Jakub Kraciuk

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

KRYZYSY FINANSOWE W ŚWIECIE EKONOMII BEHAWIORALNEJ

Streszczenie: Na powstanie kryzysu finansowego z 2008 roku miało wpływ wiele czynników o charakterze ekonomicznym, jak również o charakterze psychologicznym. Rolę czynników psychologicznych w powstaniu ostatniego kryzysu finansowego wyjaśnia teoria ekonomii behawioralnej. W artykule ukazano, co kierowało inwestorami podejmującymi decyzje na rynkach finansowych i jak ich zachowania oddziaływały na te rynki.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, ekonomia behawioralna, rynki finansowe.

1. Wstęp

Kryzys finansowy i gospodarczy zapoczątkowany w 2007 roku przez pęknięcie banki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w USA w krótkim czasie rozprzestrzenił się na inne rynki i kraje świata. Jego skutki odczuwamy do dziś, i to w zarówno w sferze realnej, jak i w sferze regulacyjnej. Zachwiał również pewnością, że dotychczasowa klasyczna ekonomia potrafi objaśniać świat, w którym żyjemy. Klasyczne teorie ekonomii i finansów, oparte na założeniach pełnej racjonalności podmiotów oraz efektywności rynków, nie są w stanie dostarczyć przekonującego wytłumaczenia zjawisk, których zapoczątkowanie i kumulacja były często rezultatem irracjonalnych zachowań i błędów poznawczych podmiotów rynkowych. Celem artykułu jest ukazanie mechanizmów behawioralnych, które przyczyniały się do powstania kryzysów finansowych.

2. Istota i przyczyny światowego kryzysu finansowego z 2008 roku

Według Mishkina, kryzys finansowy to głębokie zaburzenie na rynkach finansowych charakteryzujące się gwałtownym spadkiem cen aktywów, czego konsekwencją jest upadek wielu przedsiębiorstw i instytucji finansowych¹. Można wyróżnić

¹ F.S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 275.

następujące rodzaje kryzysu finansowego: kryzys walutowy, bankowy, systemowy oraz kryzys zadłużenia zagranicznego. Mishkin wyodrębnił cztery główne grupy czynników, które wywołują kryzysy finansowe, takie jak wzrost stóp procentowych, wzrost niepewności, wpływ sytuacji rynku aktywów na bilanse przedsiębiorstw i panika bankowa².

Przyczyny wybuchu globalnego kryzysu finansowego w pierwszej dekadzie XXI wieku są dużo bardziej złożone niż w przypadku innych kryzysów finansowych, w tym najpoważniejszego w skutkach kryzysu finansowego lat 30. XX wieku. Ostatni kryzys finansowy ma swoje źródła w tzw. rynku kredytów *subprime*, który rozwinął się na szerszą skalę w Stanach Zjednoczonych w latach 90. XX wieku.

Od czasów prezydentury Billa Clintona politycy w USA starali się zwiększyć dostępność tanich kredytów hipotecznych dla osób o niskich dochodach, nieatrakcyjnych dla prywatnych instytucji finansowych. Rolę gwaranta tych kredytów powierzono trzem przedsiębiorstwom sponsorowanym przez rząd, zwanych potocznie Ginnie Mae, Fannie Mae i Freddie Mac³. Działania tych przedsiębiorstw sprzyjały obniżeniu poziomu kontroli ryzyka związanego z udzielaniem kredytów typu *subprime*. Działania te przyczyniały się do wzrostu popytu na nieruchomości mieszkaniowe, który windował ceny do poziomów przekraczających wartość rzeczywistą. Dostęp do taniego pieniądza przełożył się na wzrost budownictwa mieszkaniowego. Boom w tej branży przypadł na lata 2003-200⁴. W pewnym momencie boomu doszło do sytuacji wzmożonego zawieszania spłat długów przez kredytobiorców, nie tylko ze względu na brak możliwości opłacenia wysokich odsetek, ale również z powodu zaniku motywacji do spłacania rat. Dłużnicy banków zaczęli odczuwać, że cena kredytów znacznie przekracza wartość ich nieruchomości, więc utracili chęci do pracy na rzecz spłaty długu. Problemy zostały zwielokrotnione poprzez przenoszenie ryzyka związanego z udzielanymi kredytami *subprime* na wierzycieli wtórnych w procesie *sekurytyzacji* długu na obligacje zabezpieczone hipotekami. Agencje ratingowe nie doceniły ryzyka, jakie te papiery ze sobą niosły, a wręcz przeciwnie, poprzez wysoki rating tych obligacji stymulowały ich rozwój.

Załamanie się rynku spowodowało spadek zaufania do sektora finansowego. Dotyczył on również relacji między podmiotami sektora finansowego. Instytucje finansowe i banki ograniczyły akcję wzajemnego kredytowania. Spowodowało to spadek płynności oraz wzrost zagrożenia niewypłacalności instytucji posiadających aktywa oparte na kredytach *subprime*. Spadająca liczba spłacanych pożyczek spowodowała konieczność przejmowania hipotek i ich odsprzedaży przez banki, które ponosiły na tym stratę, ponieważ ceny nieruchomości spadały.

² Tamże, s. 189.

³ A. Solek, *Behawioralne mechanizmy globalnego kryzysu finansowego lat 2007-2010*, [w:] Z. Dach (red.) *Otoczenie ekonomiczne a zachowanie podmiotów rynkowych*, PTE, Kraków 2010, s. 241.

⁴ I. Perechuda, *Krótką refleksja nad kryzysem finansowym*, <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/opinie/krotka-refleksja-nad-kryzysem-finansowym,6670,1> (stan na dzień 27.02.2013).

Wprawdzie ostatni kryzys finansowy rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, ale szybko rozprzestrzenił się na inne państwa i objął dużą część gospodarki światowej.

3. Teorie behawioralne w aspekcie rynków finansowych

Tradycyjne nauki ekonomiczne i finansowe w przeważającej większości odrzucały możliwość wpływu emocji jednostki na podejmowane przez nią decyzje inwestycyjne. Opierały się one na założeniach stanowiących, że ludzie zawsze zachowują się racjonalnie oraz obiektywnie prognozują przyszłe wydarzenia na rynku. Pojawiało się jednak coraz więcej dowodów na ograniczenia ludzkiej racjonalności. Liczne odstępstwa od efektywności rynku podważyły słuszność wielu klasycznych modeli ekonomicznych oraz przyczyniły się do powstania i rozwoju ekonomii behawioralnej, będącej nowym nurtem w dziedzinie nauk ekonomicznych. Pierwszym, najwybitniejszym klasycznym przedstawicielem ekonomii behawioralnej był Smith, który jedną ze swoich najgłośniejszych prac zatytułował *Teoria uczuć moralnych*. Jego następca Bentham dowodził, że gospodarka jest pochodną naturalnych zachowań człowieka, jego uwarunkowań psychologicznych. Wybitnymi kontynuatorami tego nurtu byli Keynes i Węgier Garai, który na początku XX wieku stworzył pierwszą teorię o podejmowaniu decyzji pod wpływem przypadkowych wydarzeń i nawyków konsumenckich⁵. W 1956 r. Simon zaproponował koncepcję ograniczonej racjonalności, stojąc na stanowisku, że jednostki podejmują decyzje, dysponując niepełnymi informacjami oraz ograniczonymi możliwościami ich przetwarzania. Z tego względu nie są w stanie dokonywać maksymalizacji swojej funkcji celu i zadowalają się osiągnięciem jedynie wystarczająco satysfakcjonującego poziomu użyteczności⁶.

W 1979 r. ukazał się tekst Kahnemana i Tversky'ego *Prospect Theory: An Analysis of Decisions under Risk*, a rok później Thalera *Toward a Positive Theory of Consumer Choice*, które spowodowały dalszy szybki rozwój nurtu nazwanego ekonomią behawioralną⁷. Badania kontynuowane przez Kahnemana, dotyczące wykorzystania nauk psychologicznych w ekonomii, zostały nagrodzone w 2002 r. Nagrodą Nobla. Dziś behawioralna ekonomia należy do najbardziej spopularyzowanych nurtów ekonomii⁸.

Nurt behawioralny nie ma na celu dostarczania wytycznych racjonalnego postępowania, jak czyni to standardowa teoria ekonomiczna, lecz opis i wyjaśnienie mechanizmów sterujących rzeczywistymi decyzjami ludzi, a wynikającymi z czyn-

⁵ *Ekonomia behawioralna*, <http://m.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/ekonomia-behawioralna/> (stan na dzień 05.03.2013).

⁶ A. Solek, *Ekonomia behawioralna a ekonomia klasyczna*, Zeszyty Naukowe nr 8 PTE, Kraków 2010.

⁷ D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decisions under Risk*, "Econometrica" 1979, nr 47, s. 313-327; R. Thaler, *Toward A Positive Theory of Consumer Choice*, "Journal of Economic Behavior and Organization" 1980, nr 1, s. 39-60.

⁸ *Ekonomia behawioralna*, <http://m.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/ekonomia-behawioralna/>.

ników natury psychologicznej i instytucjonalnej. Realizacji tego celu służy wiele teorii. Wspólną podstawą każdej z nich jest założenie, że ludzie nie dysponują doskonałą informacją ani nieograniczonymi możliwościami jej przetworzenia – w realnym świecie informacje są niepełne, niejasne, skomplikowane, mogą wystąpić problemy z ich interpretacją, a ze względów praktycznych często nie jesteśmy w stanie porównać wszystkich możliwych opcji wyboru w każdym z istotnych aspektów. Z powyższych względów nie można powiedzieć, że ludzie podejmują działania optymalne z punktu widzenia racjonalności rzeczowej. Zamiast dążyć do osiągnięcia maksymalnej użyteczności czy zysku, zadowolamy się jedynie ich wystarczająco satysfakcjonującym poziomem⁹.

Sklonność ludzi do wykluczania możliwości zaistnienia zdarzeń mało prawdopodobnych i jednocześnie do traktowania scenariuszy wysoce prawdopodobnych jak zdarzeń pewnych została wykazana empirycznie przez Fischhoffa, a w ujęciu teoretycznym uwzględniona również w teorii perspektywy Kahnemana i Tversky'ego (1979)¹⁰. Podczas obserwacji, jak inwestorzy oceniają scenariusze w celu podjęcia decyzji, odkryto, że zyski są traktowane inaczej niż straty oraz wynikiem osiąganym z małym prawdopodobieństwem przypisuje się relatywnie większe prawdopodobieństwo. W teorii perspektywy obiektywne prawdopodobieństwo zastępuje się subiektywnymi wagami decyzyjnymi, a funkcję użyteczności zastępuje funkcja wartości, która definiowana jest w odniesieniu do zmian wartości bogactwa zamiast w odniesieniu do bogactwa końcowego.

Bazując na materiale empirycznym, Tversky i Kahneman oszacowali, że dyskomfort psychiczny odczuwany przy poniesieniu straty jest ponad dwukrotnie większy niż zadowolenie z analogicznego zysku kapitałowego. Warto również zwrócić uwagę na zjawisko związane z efektem predyspozycji, który opiera się na tendencji decydentów do szybkiego sprzedawania aktywów, które zyskały na wartości, oraz przetrzymywania zdeprecjonowanych aktywów¹¹.

Ekonomia behawioralna wywarła znaczący wpływ na nauki o finansach, co zaowocowało narodzinami finansów behawioralnych jako nowego kierunku współczesnych finansów skupiającego się na analizie indywidualnych zachowań inwestorów w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, szczególnie w warunkach niepewności¹².

Zgodnie z behawioralną teorią portfelową inwestorzy powszechnie konstruują swe portfele w sposób zupełnie odmienny, niż sugerowałyby to teorie klasycznych finansów. Podstawowa odmienność polega na nieuwzględnianiu korelacji pomię-

⁹ A. Solek, *Ekonomia behawioralna a ekonomia klasyczna*, Zeszyty Naukowe nr 8 PTE, Kraków 2010, s. 248.

¹⁰ A. Szyszka, *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 40(4), 2009.

¹¹ Tamże.

¹² M. Czerwonka, M. Rzeszutek, *Analiza zachowań inwestycyjnych inwestorów giełdowych oraz studentów kierunków ekonomicznych i psychologicznych z perspektywy finansów behawioralnych*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 107, 2011.

dzy stopami zwrotu walorów wchodzących w skład portfela. Inwestorzy zdają się ignorować fakt, że dwie różne akcje o dużych stopach zwrotu i wysokim odchyleniu standardowym, jeżeli tylko są ujemnie skorelowane, obarczone są w efekcie niewielkim ryzykiem. Dla graczy giełdowych niskie ryzyko to zazwyczaj papiery wolne od ryzyka, takie jak obligacje Skarbu Państwa. Jeżeli zapytani zostaną o portfel bezpieczny, przeważnie sugerują inwestycję opartą na papierach skarbowych¹³.

Podstawową ideą behawioralnej teorii portfelowej jest obserwacja, że inwestorzy konstruują portfel w taki sposób, aby część aktywów odzwierciedlała ograniczenie strachu przed stratą, a inna część dawała nadzieję na znaczące zyski. Tak więc portfele behawioralne nie stanowią spójnych zbiorów umiejętnie dobranych i właściwie skorelowanych aktywów, a raczej tworzą piramidę niezależnych od siebie elementów, w której każda część reprezentuje inny cel (wywołanie potencjalnej dumy z osiągniętych rezultatów lub minimalizacji potencjalnego żalu po nietrafnej inwestycji).

Głównym elementem finansów behawioralnych jest analiza zachowań zbiorowych, gdyż tylko błędy inwestorów na poziomie zagregowanym mogą znajdować odzwierciedlenie w cenach walorów. Gdyby inwestorzy nie działali w sposób zbiorowy i nie popełniali jednocześnie podobnych błędów o podłożu psychologicznym, ich działania w dużej mierze neutralizowałyby się wzajemnie, a rynek pozostawałby efektywny. W okresie wyjątkowo dobrej koniunktury giełdowej nieracjonalni gracze podejmowali decyzje o zakupie określonych walorów nie na podstawie informacji fundamentalnych, lecz przede wszystkim obserwując wcześniejsze zwyczki kursów i naśladując zachowania innych. Decydowali się zainwestować w oczekiwaniu dalszych wzrostów, nie przywiązując wagi do tego, że aktywa już były relatywnie drogie¹⁴.

4. Teorie behawioralne kryzysów finansowych

Teorie behawioralne kryzysów finansowych akcentują rolę zachowań inwestorów jako przyczyny tych kryzysów. Zachowania uczestników rynku finansowego, które prowadzą do kryzysu finansowego, cechują: efekt zarażenia (*contagion*), „pokusa nadużycia” (*moral hazard*), „selekcja negatywna” (*adverse selection*), instynkt stadny, „samospelniająca się przepowiednia”, zjawisko „runu na banki”.

Teoria „zarażania kryzysem” pojawiła się w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX wieku, kiedy to zjawisko jednoczesnego występowania kryzysów w różnych częściach świata wyjaśniano przyczynami pozagospodarczymi, tzw. efektem zarażania. Do zarażania kryzysem dochodziło za pośrednictwem:

- powiązań handlowych (niewypłacalność kontrahentów z różnych krajów),

¹³ H. Shefrin M. Statman, *Behavioral Portfolio Theory*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, 35(2), 2000, s.127-151.

¹⁴ A. Szyszka, *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt”, 40(4), 2009.

- wzajemnych powiązań pomiędzy bankami i instytucjami finansowymi (przez systemy płatnicze czy rynek międzybankowy (tzw. rozlewanie się kryzysu)),
- rynków finansowych – dużą rolę odgrywają powiązania rynków i zachowania inwestorów prowadzących do „efektu domina”.

Pokusa nadużycia, asymetria informacji i negatywna selekcja to trzy elementy triady, która często uważana jest za model opisujący rozwój kryzysu finansowego. Asymetria informacji oznacza nierówny do nich dostęp dla różnych podmiotów rynku. Zjawisko to polega na eliminacji projektów o niższym ryzyku, przy mniejszej stopie zwrotu, na skutek zwiększenia stóp procentowych przez bank (w obliczu wyższych kosztów inwestycja może stać się niewystarczająco opłacalna). Prowadzi to do obniżenia efektywności portfela udzielonych kredytów – w portfelu pozostają inwestycje bardziej ryzykowne, ale i o większej stopie zwrotu, wobec spodziewanych wyższych zysków przedsiębiorcy łatwiej jest zaakceptować wyższe koszty inwestycji. W dalszych etapach działań inwestycyjnych może wystąpić zjawisko pokusy nadużycia (*moral hazard*), gdy osoba posiadająca więcej informacji zamierza wykorzystać to do zmaksymalizowania własnych korzyści przy stracie dla drugiej strony. Po zwiększeniu kosztu kredytu przez bank przedsiębiorca może, zgodnie z mechanizmem negatywnej selekcji, wybrać do realizacji projekt o wyższym ryzyku i wyższej stopie zwrotu – konieczność poniesienia wyższych kosztów skłania go do wyboru przedsięwzięcia umożliwiającego osiągnięcie wyższego zysku. Oznacza to jednocześnie dla banku niższą stopę zwrotu z portfela udzielonych kredytów. Pokusa nadużycia występuje również w sytuacji, gdy kredytobiorca wybiera między spłatą kredytu a ogłoszeniem niewypłacalności – kiedy zysk z inwestycji nie wystarcza na spłatę kredytu lub jest to mniej opłacalne od ogłoszenia niewypłacalności¹⁵.

„Instynkt stadny” jest efektem pewnej asymetrii przewijającej się w nierównej szybkości dostępu do informacji oraz jej jakości związanej z pozyskiwaniem danych z niewiarygodnych źródeł. Stadne zachowania inwestorów wynikają z faktu, iż zaistniała sytuacja stawia ich przed koniecznością przyłączenia się do masowej wyprzedaży aktywów kraju zagrożonego kryzysem, w przeciwnym razie ryzykują dużymi stratami wynikającymi z utrzymania papierów wartościowych tracących na wartości.

Można znaleźć dwa sposoby wyjaśnienia tego zjawiska, oprócz tzw. efektu przyłączenia się do grupy, wynikającego z przekonania, że inni inwestorzy dysponują pewnymi poufnymi informacjami, do których pozostali nie mają dostępu, przyczyn zachowań stadnych upatruje się również w skłonności menedżerów zarządzających funduszami do unikania strat w obawie przed niższym dochodem własnym. Rzadko są oni jednocześnie właścicielami funduszy, którymi zarządzają, a działając pod dużą presją, w warunkach narastającej konkurencji, są bardziej zainteresowani unikaniem wielkich strat niż osiągnięciem spektakularnych zysków na transakcjach

¹⁵ *Moral hazard na rynku finansowym*, <http://www.gumulka.pl/cnt.spx?content=537> (stan na dzień 21.02.2013).

wysoce ryzykownych. Często postępują oni wbrew własnym przekonaniom, przykładając zachowania kolegów z branży, którzy perspektywy inwestowania w danym kraju oceniają raczej negatywnie, ponad posiadane informacje. Sytuacja taka związana jest z systemem ich wynagradzania, uzależniającym premię menedżerów od wysokości dochodów, jakie przynosiłyby portfele papierów wartościowych o określonej, przyjętej z góry strukturze¹⁶.

Atmosfera panująca na rynku walutowym jest bardzo często wynikiem paniki wywołanej pojawieniem się złej i nieoczekiwanej wiadomości, która podważa zaufanie do waluty danego kraju oraz autorytet jego władz¹⁷.

Samospełniająca się przepowiednia jest potwierdzeniem teorii Lucasa, który w 1986 roku odebrał Nagrodę Nobla za jej stworzenie; nazwał ją „teoria racjonalnych oczekiwań”. Człowiek spodziewający się upadku banku stara się jak najszybciej podjąć wszystkie oszczędności, które posiada na rachunkach tego banku, w obawie przed ich utratą. Gdy zachowanie takie przyjmuje formę zachowania stadnego, bank faktycznie staje przed obliczem bankructwa, ponieważ zostaje pozbawiony gotówki. Taka sama sytuacja ma miejsce na rynku akcji. W momencie, gdy oczekiwania co do cen są negatywne, posiadacze akcji starają się jak najszybciej sprzedać swoje papiery wartościowe, aby ograniczyć ewentualne straty. Masowa sprzedaż akcji prowadzi w efekcie do faktycznej przeceny akcji¹⁸.

Szczególnie ważnym problemem dla gospodarki krajów jest niewypłacalność i bankructwo banków. Dzieje się tak, gdyż system bankowy jest silnie powiązany wewnętrznie. Bankructwo jednego banku może spowodować bankructwo innych, które do tej pory wcale nie znajdowały się w trudnej sytuacji finansowej. Jednym z możliwych mechanizmów jest spadek zaufania klientów banków dobrze prosperujących w reakcji na kłopoty i bankructwo innego banku. Spadek zaufania przejawia się natomiast masowym wycofywaniem depozytów z banków (tzw. run na banki). Ponieważ banki nie są w stanie natychmiast odzyskać pieniędzy z udzielonych kredytów, może to je wpędzić w poważne problemy finansowe¹⁹.

5. Behavioralne aspekty kryzysu finansowego z 2008 roku

W połowie roku 2008 świat został ogarnięty przez kryzys finansowy. Globalny kryzys zawdzięcza swój zasięg kombinacji różnych czynników, w tym czynnikiem

¹⁶ W. Małecki, A. Sławiński, *Wnioski z kryzysów walutowych w krajach wschodzących*, [w:] W. Małecki, A. Sławiński, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

¹⁷ H. Żywiecka, *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*, http://www.nccert.com.pl/publikacje/materialy_i_studia/145.pdf (stan na dzień 05.03.2013).

¹⁸ K. Duer, *Państwo i rynek – co wynika z obecnego kryzysu*, tep.org.pl/wp-content/plugins/download-monitor/download.php?

¹⁹ P. Ciżkowski, *Nadzór bankowy i Bankowy Fundusz Gwarancyjny*, http://www.nbportal.pl/scenariusze/0010/KAT_S5494.PDF (stan na dzień 03.03.2013).

o charakterze psychologicznym. Dostępne na rynku finansowym aktywa charakteryzują się odmiennymi stopami zwrotu i różnym poziomem ryzyka. W czasie długotrwałej hossy na rynku inwestorzy jednak nie dywersyfikują swych portfeli inwestycyjnych w optymalny sposób, przeznaczając zbyt dużą ilość środków na aktywa o wyższej wartości oczekiwanej zysków, choć bardziej ryzykowne. Tak było przed rokiem 2008, kiedy przepłynęło do inwestorów zdecydowanie zbyt dużo aktywów wysokiego ryzyka. Działo się tak z powodu stosowania heurystyki dostępności przez kupujących, którzy łatwiej przywoływali z pamięci przykłady spektakularnych wzrostów cen papierów wartościowych, natomiast zapominali sytuacje historycznych załamań na rynkach²⁰.

Powodem kryzysu była również chciwość, zarówno doradców bankowych, oferujących klientom kredyty hipoteczne, udzielane na zakup nieruchomości, jak i inwestorów, którzy zachęcani długotrwałą dobrą koniunkturą rynkową wymagali coraz wyższych stóp zwrotu, nie bacząc na ryzyko²¹. Wywierali tym samym presję zarówno na menedżerów spółek giełdowych, jak i zarządzających funduszami inwestycyjnymi, aby ci dostarczali im wysokich zysków. Menedżerowie, aby sprostać oczekiwaniom inwestorów, zdecydowali się na realizację coraz ryzykowniejszych strategii biznesowych i finansowych. Były one możliwe do realizacji dzięki wykorzystywaniu instrumentów pochodnych, a także korzystaniu w coraz większym stopniu z dźwigni finansowej. Dzięki dźwigni finansowej wzrost notowań instrumentu bazowego o kilka punktów procentowych nierzadko pozwalał osiągnąć stopę zwrotu z inwestycji w instrument pochodny na poziomie kilkudziesięciu procent. Niestety najwyraźniej zapomniano, że mechanizm ten działa w dwie strony i w przypadku spadku wartości instrumentu bazowego straty z inwestycji w instrument pochodny również mogą być wielokrotnie wyższe²².

Rosnącą popularność kapitałów obcych wykorzystywanych do finansowania inwestycji można wyjaśnić, odwołując się do teorii perspektywy i awersji do strat. Dostępność taniego pieniądza w pierwszej dekadzie obecnego stulecia sprawiła, że inwestorzy szeroko stosowali lewarowanie, by uniknąć poczucia żalu, jakie by im towarzyszyło, gdyby nie wykorzystali nadarzającej się okazji w postaci atrakcyjnych kredytów. Dowodzi to także braku samokontroli kupujących wobec pokusy sfinansowania zakupów kapitałem pożyczkowym.

Podczas gwałtownego wzrostu cen nieruchomości, a następnie akcji, bez wątpienia mieliśmy do czynienia z bąblem spekulacyjnym, w przypadku którego istotną rolę odgrywały zachowania stadne uczestników tych rynków. Odpowiednio duża grupa graczy myślących podobnie sprawiała, że mechanizm zaczął działać jak samosprawdzająca się przepowiednia. Kolejni nowi inwestorzy przyłączali się do na-

²⁰ A. Solek, *Behawioralne mechanizmy globalnego kryzysu finansowego lat 2007-2010*, [w:] Z. Dach (red.), *Otoczenie ekonomiczne a zachowanie podmiotów rynkowych*, PTE, Kraków 2010, s. 255.

²¹ A. Pakuła, *Kryzys finansowy – produkt chciwości*, „Barometr Regionalny” nr 1(19), 2010.

²² A. Szyszka, *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 40(4), 2009.

kręcącej się spirali, generując impulsy popytowe i podbijając kursy do nowych maksymalnych poziomów. Sprzyjały temu narastająca euforia na rynku oraz doniesienia medialne nagłaśniające spektakularne wzrosty notowań²³.

Ograniczona racjonalność nie pozwalała na precyzyjne oszacowanie przez klientów i specjalistów zarządzających funduszami realnej wartości walorów, wśród których dużą część stanowiły strukturyzowane instrumenty, w tym derywaty charakteryzujące się wysokim stopniem złożoności. Podobnemu błędowi uległy agencje ratingowe, które wysoko oceniały produkty ustrukturyzowane²⁴. Popęłiły one wiele błędów, zwłaszcza w ocenie ryzyka produktów finansowych związanych z rynkiem kredytów hipotecznych. Wiele z tych pomyłek można wyjaśnić na gruncie behawioralnym. Kredyty zaciągane na zakup nieruchomości z natury są zobowiązaniami długoterminowymi. Tymczasem do oceny wiarygodności portfeli wierzytelności hipotecznych agencje ratingowe wykorzystywały dane statystyczne bazujące na relatywnie krótkiej próbie historycznej, nierzadko sięgającej zaledwie kilku lub kilkunastu miesięcy, a najwyżej kilku lat. Przy ocenie ryzyka błędnie wnioskowano, że skoro w ostatnim czasie w danej kategorii kredytobiorców zaobserwowano niewielki odsetek przypadków niewywiązywania się ze zobowiązań, to podobnie będzie w całym okresie kredytowania. Można powiedzieć, że w tym przypadku agencje ratingowe popełniły odmianę błędu krótkiej serii, a tym samym również przyczyniły się do powstania ostatniego kryzysu finansowego²⁵.

6. Podsumowanie

Ekonomia behawioralna, będąca w nurcie ekonomii heterodoksyjnej, nie potrafi jak dotąd zastąpić teorii głównego nurtu. Jak twierdzi jednak Wojtyna, będzie następowowało stopniowe włączanie do ekonomii głównego nurtu dokonań psychologii²⁶. W chwili obecnej ekonomia behawioralna pomaga natomiast wyjaśniać procesy zachodzące na rynkach finansowych, prowadzące między innymi do kryzysów na tych rynkach. Dostarczane przez nią narzędzia umożliwiają zrozumienie mechanizmów kryzysów, co może pomóc w uświadomieniu sobie zagrożeń z nimi związanych i w ich uniknięciu.

²³ A. Szyszka, *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 40(4), 2009.

²⁴ A. Solek, *Behawioralne mechanizmy globalnego kryzysu finansowego lat 2007-2010*, [w:] Z. Dach (red.), *Otoczenie ekonomiczne a zachowanie podmiotów rynkowych*, PTE, Kraków 2010, s. 255.

²⁵ T. Gilovich, R. Vallone, A., *The Hot Hand in Basketball: On the Misperception of Tversky Random Sequences*, „Cognitive Psychology” 1985, 17.

²⁶ A. Wojtyna, *Czy w wyniku kryzysu finansowego ekonomia otworzy się bardziej na psychologię?*, [w:] P. Kozłowski (red.), *Węzeł polski. Bariery rozwoju z perspektywy ekonomicznej i psychologicznej*, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, Instytut Psychologii PAN, Warszawa 2011.

Literatura

- Cizkowski P., *Nadzór bankowy i Bankowy Fundusz Gwarancyjny*, http://www.nbportal.pl/scenariusze/0010/KAT_S5494.PDF.
- Czerwonka M., Rzeszutek M., *Analiza zachowań inwestycyjnych inwestorów giełdowych oraz studentów kierunków ekonomicznych i psychologicznych z perspektywy finansów behawioralnych*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 107, 2011.
- Duer K., *Państwo i rynek – co wynika z obecnego kryzysu*, tep.org.pl/wp-content/plugins/download-monitor/download.php?.
- Ekonomia behawioralna*, <http://m.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/ekonomia-behawioralna/>.
- Gilovich T., Vallone R., Tversky A., *The Hot Hand in Basketball: On the Misperception of Random Sequences*, Cognitive Psychology, 1985, 17.
- Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decisions under Risk*, "Econometrica" 1979, nr 47.
- Małecki W., Sławiński A., *Wnioski z kryzysów walutowych w krajach wschodzących*, [w:] W. Małecki, A. Sławiński, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002.
- Moral hazard na rynku finansowym*, <http://www.gumulka.pl/ent.spx?content=537>.
- Opolski K., Potocki T., Świst T., *Teorie inwestycyjne w zarządzaniu bogactwem na przykładzie instytucji Wealth Management*, „Bank i Kredyt” 41(5), 2010, 77-100.
- Pakuła A., *Kryzys finansowy – produkt chciwości*, „Barometr Regionalny” 2010, nr 1(19).
- Perechuda I., *Krótką refleksją nad kryzysem finansowym*, <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/opinie/krotka-refleksja-nad-kryzysem-finansowym,6670,1>.
- Shefrin H., Statman M., *Behavioral Portfolio Theory*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", 35(2), 2000.
- Solek A., *Ekonomia behawioralna a ekonomia klasyczna*, Zeszyty Naukowe nr 8 PTE, Kraków 2010.
- Szyska A., *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 40(4), 2009.
- Thaler R., Toward A., *Positive Theory of Consumer Choice*, "Journal of Economic Behavior and Organization" 1980, nr 1.
- Wojtyna A., *Czy w wyniku kryzysu finansowego ekonomia otworzy się bardziej na psychologię?*, [w:] P. Kozłowski (red.), *Węzeł polski. Bariery rozwoju z perspektywy ekonomicznej i psychologicznej*, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, Instytut Psychologii PAN, Warszawa 2011.
- Żywiecka H., *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*, http://www.nccert.com.pl/publikacje/materiały_i_studia/145.pdf.

FINANCIAL CRISES IN THE LIGHT OF BEHAVIOURAL ECONOMICS

Summary: The emergence of financial crisis in 2008 was influenced by many factors of both economic and psychological nature. The role of psychological factors in the last financial crisis can be explained by the economic behavioural theory. The article shows what the investors taking decisions on the financial markets were led by and what influence their behaviour had on these markets.

Keywords: financial crisis, behavioural economics.