

Ing. Mária Rubint
Národohospodárska fakulta
Ekonomická univerzita v Bratislave

Ing. Ctibor Pilch, PhD.
Národohospodárska fakulta
Ekonomická univerzita v Bratislave

Úvod do psychológie finančného trhu

3.časť - Špekulatívne bubliny

Úvod

Jednoznačná a ucelená definícia špekulatívnej bubliny neexistuje, keďže každý autor ju charakterizuje s menšími či väčšími rozdielmi. V nasledujúcom texte sa teda nachádzajú prístupy viacerých autorov k tomuto pojmu.

Špekulatívne bubliny sú v literatúre označované aj ako: ekonomická bublina, cenová bublina, finančná bublina, investičná bublina, špekulatívna mánia a pod. Každý z týchto pojmov má rovnaký základ, ktorý sa prejavuje vo veľkom objeme obchodov, ktoré sú výrazne v rozpore s ich vnútornými hodnotami. Krugman tvrdí, že to môžeme opísať aj ako situáciu, v ktorej ceny aktív sa zdajú byť založené na nepravdepodobných alebo nekonzistentných vidinách budúcnosti.¹

Špekulatívnu bublinu môžeme definovať ako proces, pri ktorom ceny cenných papierov, obzvlášť akcií, rastú vysoko nad ich skutočnú hodnotu. Takýto trend pokračuje zvyčajne do bodu, v ktorom si investori uvedomia, že ceny sú príliš vysoké, čo má za následok ich prudký pokles. Vytvoreniu a šíreniu špekulatívnej bubliny predchádza presvedčenie investorov, že dopyt na trhu bude stále rásť alebo že určité akcie budú v krátkom čase veľmi výnosné. Oba tieto scenáre sa prejavujú v zvýšení ceny.²

Škriniar zase vidí hlavný problém v tom, že často krát sú z ničoho nič zverejnené alebo prezentované správy, ktoré majú za následok dvíhanie cien. Potenciálni investori „skočia“ do pasce a ich počet sa stále zvyšuje, organizátori v pravý čas vystúpia z hry

¹ KRUGMAN, P. 2013. Bernanke, Blower of Bubbles? In: *New York Times* [online]. 2013, [cit. 2015-03-29] Dostupné na internete <www.nytimes.com> ISSN 0362-4331

² CAMPBELL, R.H. 2011: *Economic bubble*. In Free Dictionary [online]. 2011. [cit. 2015-03-29] Dostupné na internete <<http://financialdictionary.thefreedictionary.com/Economic+bubble>>

a spľasnutiu bubliny už nechávajú voľný priebeh.³

L. Roberts vo svojej publikácii opisuje bublinu ako situáciu, ktorá je len dočasná a ceny rastú nad reálne ocenenie aktív z dôvodu viery obyvateľstva, že súčasné ocenenie odráža budúci rast cien. Tým, že ľudia pokračujú v nákupe aktív za nafúknuté ceny, a ceny naozaj rastú, aj ďalší ľudia sa pripoja k tomuto psychologickému javu, kým neprídu do bodu, kedy sa objem nákupov zníži a ceny začnú padať. Bublinu teda charakterizuje práve dočasný rast cien aktív, ktorý je vystriedaný prudkým poklesom.⁴

Ďalší ekonóm, ktorý sa vyjadril k problematike špekulatívnych bublín je Oldřich Rejnuš. „*Situácia, kedy sa akciové kurzy dočasne, bez akéhokoľvek racionálneho vysvetlenia veľmi výrazne odchyľia od vnútorných hodnôt stanovených fundamentálnymi analytikmi, sú všeobecne nazývané špekulatívne bubliny a ich výskyt je vysvetľovaný pomocou masovej psychológie.*“⁵

S bublinou úzko súvisí aj špekulácia investorov, keďže tá sa objavuje vždy ruka v ruke so špekuláciou. Bublinu teda môžeme definovať ako špekulačné šialenstvo, ktoré rastie s dostupným množstvom peňazí, pôžičiek a úverov, čo širokej verejnosti umožňuje extrémnu participáciu.⁶

Vznik a šírenie bublín umožňuje viacero faktorov, podľa Galbraitha sú dva:⁷

- Ľudia majú tendenciu ignorovať históriu, resp. disponujú krátkou finančnou pamäťou, čo má za následok nedostatočnú opatrnosť a nepoučiteľnosť z minulého diania.
- Ľudia majú tendenciu vnímať osoby s vyššími príjmami viac inteligentných, ako v konečnom dôsledku sú, čo sa prejavuje v ich zvýšenej dôvere k takýmto osobám.

Na trhu je často náročné sledovať vnútornú hodnotu, a tým pádom aj prichádzajúcu bublinu. S určitosťou je identifikovaná až keď bublina prasne a až pri spätnom pohľade sledujeme náhly pokles cien. Na trhu sa môžeme stretnúť aj so stratégiou investorov, kedy tušia blížiacu prasknutie bubliny, avšak vyčkávajú, kým nebude trh na vrchole, aby odišli

³ ŠKRINIAR, P. 2006. Od tulipánov po striebro : Známe i málo známe krachy na burzách do 19. storočia. In: *Investor*. Bratislava: FOND SHOP. 2006, roč. 7, č. 2, s. 20-23 ISSN 1335-8235

⁴ ROBERTS, L. 2008. *The Great Housing Bubble*, Las Vegas: Monterey Cypress Publishing, 2008, ISBN 0-615-22693-0, s. 13

⁵ REJNUŠ, O. 2010. *Finanční trhy*. Ostrava : Key Publishing, 2010. s. 358. ISBN: 978-80-7418-080-4.

⁶ VOGEL, H.L. 2010. *Bubbles and Crashes*, New York: Cambridge University Press, 2010, s.3. ISBN 978-0-521-19967-4

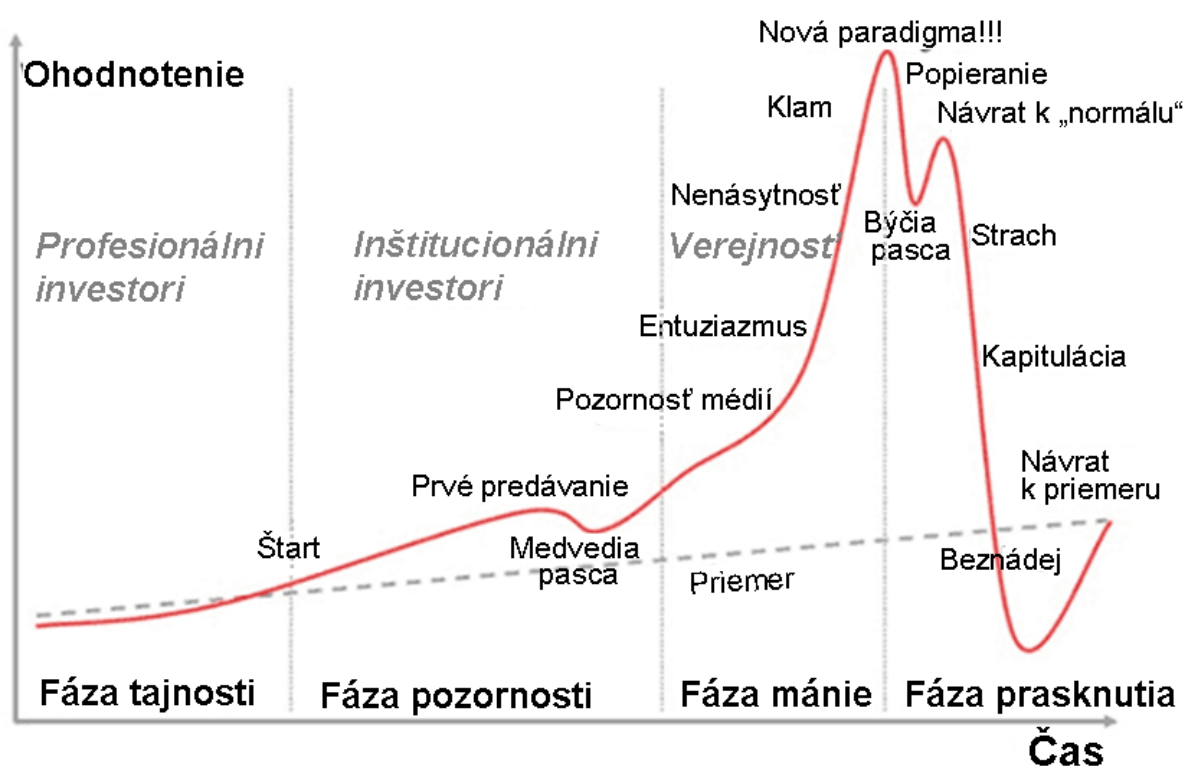
⁷ RAPP, D. 2009. *Bubbles, Booms and Busts*, New York: Copernicus Books, 2009, s.3. ISBN 978-0-387-876290

z trhu tesne pred prasknutím a dosiahli čo najvyššie výnosy. Skončiť svoju stratégiu v pravý čas je ale veľmi náročné a podarí sa to len malému percentu investorov.

1. Vývoj bubliny

Jednotlivé fázy bubliny by sa dali zdokladovať päťstoročnou ekonomickou históriou. Aj keď každá bublina, ako aj obdobie v ktorom sa formuje, má svoje špecifiká, môžeme sledovať isté zákonitosti, ktoré sa stále opakujú.

Graf č. 1: Fázy vývoja špekulatívnej bubliny



Prameň: RODRIGUE, J. P. 2006 *Bubbles, Manias and Bears, oh my...* [online]. New York: Hempstead, 2006. [cit. 2015.03.10.] Dostupné na internete: <http://people.hofstra.edu/jean-paul_rodrigue/jpr_blogs.html>

1.1. Fáza tajnosti

Rast počas fázy tajnosti je predzvesťou budúcej tvorby bubliny, keďže ceny sú ešte stále pod úrovňou dlhodobého priemeru. Pre prvú fázu je charakteristické, že ju postrehne len malá skupinka investorov, tzv. „smart money“, ktorí vidia v určitých akciách vznikajúcu príležitosť a potenciál rastu. Títo profesionálni investori majú väčšinou lepší prístup k informáciám. Aj keď sa ceny mierne zdvihnú, nevyvolá to žiadny záujem širokej verejnosti,

stále ale pribúda množstvo investorov, ktorí sa pripájajú, čím je vidina rastu budúcej hodnoty jasnejšia.⁸

1.2. Fáza pozornosti

Počas tejto fázy sa tušenie potenciálu daného aktíva šíri aj ku inštitucionálnym investorom, ktorí následne začínajú nakupovať. V tejto fáze dochádza aj k prvému predávaniu, čo predstavuje špekulačný ťah, kedy časť investorov zo strachu predá svoje pozície, čo zase umožní ďalším investorom nákup za nižšie ceny. Na konci tejto fázy sa dané aktívum dostáva do pozornosti médiám.⁹

1.3. Fáza mánie

Všetci už zaregistrovali rast cien a ľudia (verejnosť) v nej vidia investičnú príležitosť ich života. Nakupujú bez premýšľania. Nastáva davová psychóza, keďže budúce ceny sú garantované extrapoláciou, čiže očakávaním rovnakých budúcich výnosov, aké boli v minulosti. Čo je ale úplne v rozpore s racionálnym zmýšľaním. V tejto fáze by sme však logiku len ťažko hľadali.. Príliv peňazí vytvára ešte väčšie očakávania a tlačia ceny do astronomických výšin. Čím sú ceny vyššie, tým viac ľudia investujú. Kým verejnosť dychtivo nakupuje, profesionálni a inštitucionálni investori opúšťajú trh, pretože vedia, že trh je prehriaty a hrozí prasknutie bubliny. Entuziazmus vystrieda chamtivosť a investori chcú rast udržať čo najdlhšie, keďže tam majú obrovské množstvo peňazí. Prudký rast je mnohokrát podporovaný aj ľahko dostupnými úvermi. Aj keď analytici hovoria o „New Paradigm“, ktorá tvrdí, že takýto rast je udržateľný, dokonca trh bude ešte rásť, opak je pravdou a trh čaká už len kolaps.¹⁰

1.4. Fáza prasknutia

V tejto fáze dochádza takmer v rovnakom čase u všetkých ku precitnutiu. Dochádza k prudkému poklesu, ktorý je ale zastavený ubezpečením, že táto situácia je len dočasná

⁸ RODRIGUE, J. P. 2006 *Bubbles, Manias and Bears, oh my...* [online]. New York: Hempstead, 2006. [cit. 2015.03.10.] Dostupné na internete: < http://people.hofstra.edu/jean-paul_rodrigue/jpr_blogs.html >

⁹ MRVA, A. 2012. Investičné bubliny a ich vplyv na vývoj ekonomík. In *Finančné trhy* [online]. 2012. [cit. 2015-03-04]. Dostupné na internete: <<http://www.derivat.sk>> ISSN 1336-5711

¹⁰ RODRIGUE, J. P. 2006 *Bubbles, Manias and Bears, oh my...* [online]. New York: Hempstead, 2006. [cit. 2015.03.10.] Dostupné na internete: < http://people.hofstra.edu/jean-paul_rodrigue/jpr_blogs.html >

a čoskoro príde opäť rast. Niektorí z nich sú oklamaní a nakúpia ešte nejaké aktíva za „nižšiu“ cenu, ale väčšina sa aj tak snaží zbaviť sa akcií a tak po krátkom raste nasleduje ďalší prepád spojený so strachom, preto ceny klesajú ešte dramatickejšie až pod bod dlhodobého priemeru. Rýchlosť poklesu cien ďaleko presiahla tempo nafukovania bubliny. Akcie sa nachádzajú pod ich trhovou hodnotou a to je čas pre profesionálnych investorov na ich nákup.¹¹

Na základe popísaného vývoja sa dá s určitosťou povedať, že psychologická analýza má svoje opodstatnenie. Psychologický vplyv médií, ako aj stádovitý efekt má najväčší dopad práve na tých, ktorí investovali príliš neskoro, čo je väčšinou práve verejnosť. Vlna bankrotov spoločností ma taktiež katastrofálne účinky, keď prídu o svoj kapitál. V súčasnosti sú bubliny bežnejším javom ako tomu bolo pred pár desiatkami rokov, pričom ich frekvencia sa stále zvyšuje. Podľa mnohých ekonómov sú bubliny bežným javom trhového hospodárstva, čo by však znamenalo, že sa ich nikdy úplne nezbavíme.

2. Psychologické faktory vzniku špekulatívnych bubliny

Zatiaľ neexistuje teória, ktorá by jednoznačne vysvetlila príčiny výskytu špekulačných bublín a bola všeobecne akceptovaná. Existujú však tri teórie, ktoré sa o to pokúšajú a to sú:

- teória efektívnych trhov, ktorá predpokladá dokonalú informovanosť všetkých účastníkov trhu,
- monetaristické príčiny, kde hlavným problémom je pumpovanie nadmernej likvidity bankami,
- psychologické faktory, pôsobiace na investorov :

2.1. Nepoučiteľné generácií

Zaujímavú myšlienku prezentoval Pavel Škriniar vo svojom článku Od tulipánov po striebro : Známe i málo známe krachy na burzách do 19. storočia. *„Človek je tvor učenlivý, ale najviac si zapamätá to, čo sám zažije. Zážitky druhých alebo historické udalosti mu jedným uchom do hlavy vojdú, ale druhých uchom uletia. Ak by to tak nebolo, tak svet by bol už mnohokrát ušetrený krachov na kapitálových trhoch, pri ktorých svoje peniaze stratilo*

¹¹ MRVA, A. 2012. Investičné bubliny a ich vplyv na vývoj ekonomík. In *Finančné trhy* [online]. 2012. [cit. 2015-03-04]. Dostupné na internete: <<http://www.derivat.sk>> ISSN 1336-5711.

nesmierne množstvo investorov. “¹²

2.2. Extrapolácia a momentum investovania

Ako sme už v predchádzajúcej časi spomínali, extrapolácia predstavuje na finančnom trhu jav, kedy dochádza k premietaniu historických dát do budúcnosti na rovnakom základe. To napríklad znamená, že ak ceny nejakých akcií v minulosti rástli, predpokladá sa ich rast aj v budúcnosti. Investori tak častokrát očakávajú rovnaké výnosy ako sa dosahovali v minulosti.

S extrapoláciou úzko súvisí aj momentum investovania, čo predstavuje investičnú stratégiu, ktorej cieľom je zarábať na pokračovaní súčasných trendov na trhu. „Momentum investor“ sa domnieva, že obrovský rast cien určitých cenných papierov bude pokračovať ďalším rastom a naopak.

2.3. Teória väčšieho blázna

Zatiaľ empiricky nepotvrdená teória väčšieho blázna sa zakladá na predpoklade, že každá cena, bez ohľadu na to aká je nereálna, sa dá odôvodniť, ak kupujúci verí, že existuje iný kupujúci, ktorý za rovnaké aktívum zaplatí vyššiu cenu. Bublina sa vytvára stádovitým správaním trvalo optimistických účastníkov trhu, resp. bláznov, ktorí nakupujú predražené aktíva s očakávaním ich ďalšieho predaja špekulantom, resp. ešte väčším bláznom, za oveľa vyššiu cenu. Bublina praská v okamihu, keď sú akcie v držbe u najväčších bláznov, ktorí ich už nevedia predat' za vyššiu cenu.

2.4. Správanie davu

Psychológii davu sme sa už dostatočne venovali v predchádzajúcom texte, avšak treba spomenúť aj jej vplyv na vznik a priebeh špekulatívnej bubliny. Tá sa začína tvoriť s uverejnením nejakej informácie, ale určitou udalosťou, na základe ktorej investori predpokladajú rast alebo pokles kurzu. „*Vlna optimizmu resp. pesimizmu sa šíri davom, je*

¹² ŠKRINIAR, P. 2006. Od tulipánov po striebro : Známe i málo známe krachy na burzách do 19. storočia. In: *Investor*. Bratislava: FOND SHOP. 2006, roč. 7, č. 2, s. 20-23 ISSN 1335-8235

stále intenzívnejšia, rovnako ako hysterické správanie investorov, čo prispieva k tomu, že špekulatívne bubliny majú samoosplňujúci charakter.“¹³ Rast bubliny pokračuje do doby, kým investori nezačnú hromadne opúšťať trh, pretože neveria, že bude ďalej rásť a dochádza k prasknutiu bubliny.

2.5. Morálny hazard

K morálnemu hazardu pri investovaní dochádza v situácii, keď sa správanie investora mení v závislosti od množstva podstupovaného rizika. Investor, ktorý je izolovaný od rizika, podstupuje logicky rizikovejšie operácie, ako ten, ktorý je mu plne vystavený. K morálnemu hazardu dochádza mnohokrát v prípade štátnych zásahov, pretože investori si uvedomujú dôležitosť stability finančného systému a spoliehajú sa na podporu zo strany štátu v prípade platobnej neschopnosti.¹⁴

Pokračovanie.

¹³ VESELÁ, J. 2007. *Investování na kapitálových trzích*. Praha : ASPI Wolters Kluwer, 2007. s. 496. ISBN 978-80-7357-297-6.

¹⁴ MRVA, A. 2012. Investičné bubliny a ich vplyv na vývoj ekonomík. In *Finančné trhy* [online]. 2012. [cit. 2015-03-04]. Dostupné na internete: <<http://www.derivat.sk>> ISSN 1336-5711.