Irracjonalna euforia: rynki finansowe jako laboratorium

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi wnikliwą analizę rynków finansowych postrzeganych jako laboratorium ludzkiej psychologii. Autor zestawia klasyczną teorię rynków efektywnych Eugene'a Famy z koncepcją irracjonalnej euforii Roberta Shillera, badając, dlaczego zbiorowe działania inwestorów często odbiegają od chłodnej kalkulacji. Tekst szczegółowo omawia mechanizmy powstawania baniek spekulacyjnych, rolę wskaźnika CAPE oraz wpływ narracji kulturowych i błędów poznawczych na wycenę aktywów. Czytelnik dowie się, jak media masowe i mity społeczne kształtują rynki nieruchomości i akcji, prowadząc do nadmiernej zmienności, której nie tłumaczą fundamenty ekonomiczne. To kluczowe opracowanie dla zrozumienia, jak emocje i inteligentny kapitał współistnieją w procesie kształtowania współczesnego kapitalizmu.

This article provides a thorough analysis of financial markets, viewed as a laboratory of human psychology. The author juxtaposes Eugene Fama's classic efficient markets theory with Robert Shiller's concept of irrational euphoria, examining why investors' collective actions often deviate from cold calculation. The text provides a detailed discussion of the mechanisms behind speculative bubbles, the role of the CAPE ratio, and the impact of cultural narratives and cognitive biases on asset pricing. Readers will learn how mass media and social myths shape real estate and stock markets, leading to excessive volatility that economic fundamentals cannot explain. This is a key study for understanding how emotions and intelligent capital coexist in shaping contemporary capitalism.

Artykuł podważa fundamentalne założenia teorii rynków efektywnych, ukazując rynki finansowe nie jako racjonalne mechanizmy, lecz jako laboratoria ludzkiej psychiki, podatne na irracjonalną euforię. Analizując historyczne dane, Robert Shiller dowodzi, że ceny aktywów często odrywają się od fundamentalnych wartości, napędzane przez

narracje o "nowej erze" i błędy poznawcze inwestorów. Krytykuje on dogmat o nieograniczonej mocy "inteligentnego kapitału" i wskazuje na rolę mediów w podsycaniu spekulacji. W artykule przedstawione są przykłady Francji i Izraela, gdzie kulturowe i instytucjonalne uwarunkowania wpływają na postrzeganie ryzyka i kształtują unikalne modele kapitalizmu. Shiller proponuje stworzenie "makrorynków", które zabezpieczałyby społeczeństwo przed negatywnymi skutkami baniek spekulacyjnych, a także wprowadzenie etyki ostrożności dla funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Artykuł stawia pytania o odpowiedzialność polityków i konieczność prawnego uregulowania spekulacji, aby zapobiec erozji zaufania do porządku rynkowego.

SŁOWA KLUCZOWE

irracjonalna euforia | teoria rynków efektywnych | Robert Shiller | wskaźnik CAPE | bańka spekulacyjna | nadmierna zmienność | fundamentalna wartość | arbitraż | narracje kulturowe | rynek nieruchomości | stopa dyskontowa | efektywność rynkowa | błędy poznawcze | Eugene Fama | inteligentny kapitał

Irracjonalna euforia: psychologiczny napęd hossy

Spójrzmy na rynki finansowe nie jak na bezduszny mechanizm do przesuwania kapitału, lecz jak na swoiste laboratorium, w którym nowoczesna świadomość testuje własne wyobrażenia o racjonalności, ryzyku i przyszłości. Wówczas spór między teorią rynków efektywnych a koncepcją irracjonalnej euforii przestaje być jałową akademicką kłótnią. Staje się próbą odpowiedzi na fundamentalne pytanie: czy w zbiorowym działaniu, gdzie chłodna kalkulacja miesza się z kulturowymi mitami i błędami poznawczymi, można jeszcze mówić o klasycznej racjonalności? Czy może należy raczej przenieść ciężar analizy na struktury świata przeżywanego, w którym inwestorzy błądzą po omacku między wykresami, nagłówkami gazet i opowieściami o nadejściu nowej ery?

W ten spór wkracza Robert Shiller, wykonując ruch radykalny, a jednocześnie metodologicznie trzeźwy. Zamiast przyjmować na wiarę eleganckie twierdzenia teorii rynków efektywnych, poddaje je próbie, którą Karl Popper bez wahania nazwałby testem falsyfikacji. Hipoteza rynków efektywnych, czyli przekonanie, że ceny akcji są najlepszą możliwą prognozą przyszłych zysków, zostaje przez niego brutalnie skonfrontowana z twardymi danymi historycznymi. Gdy Shiller zestawia realne dywidendy i ceny akcji od końca XIX wieku, obraz jest porażający. Dywidendy,

stanowiące fundament wartości, poruszają się po gładkiej, niemal leniwej ścieżce wzrostu. Ceny akcji natomiast zachowują się konwulsyjnie – okresy euforycznych wzlotów przeplatają się z gwałtownymi załamaniami. Ta nadmierna zmienność staje się głównym dowodem w akcie oskarżenia przeciwko ortodoksyjnej teorii.

Słynne zdanie Alana Greenspana o irracjonalnej euforii, początkowo będące raczej moralno-politycznym ostrzeżeniem, Shiller przekuwa w precyzyjną hipotezę empiryczną. Euforia przestaje być poetycką metaforą, a staje się nazwą dla powtarzalnego, mierzalnego wzorca w danych. Opisuje okres, w którym ceny aktywów systematycznie odrywają się od swojej fundamentalnej wartości, wyznaczonej przez przyszłe zyski. Co istotne, tego oddalenia nie da się racjonalnie wytłumaczyć nowymi informacjami o przyszłych dywidendach, zyskach z najmu czy zmianach stóp procentowych. Jest to czysty nadmiar, ruch cen pozbawiony uzasadnienia w rzeczywistości gospodarczej.

Shiller obala mit o pełnej efektywności rynków

Hipoteza rynków efektywnych, w klasycznym ujęciu Eugene'a Famy, opiera się na eleganckim założeniu: ceny papierów wartościowych zawsze odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje, o ile tylko arbitraż, czyli mechanizm natychmiastowego wykorzystywania różnic cenowych, działa bez zakłóceń, a inwestorzy kierują się racjonalnymi oczekiwaniami. W swojej najsilniejszej wersji teoria ta staje się niemal wyrokiem głoszącym, że żadna powtarzalna strategia nie pozwoli systematycznie pobić rynku po uwzględnieniu ryzyka. W słabszej formie jest to twierdzenie o statystycznej nieprzewidywalności cen, ponieważ każdy dający się przewidzieć wzorzec zostałby natychmiast zneutralizowany przez chciwość arbitrażystów.

Robert Shiller, co należy podkreślić, nie dokonuje tu prostej, polemicznej wolty. W jednym z esejów przyznaje, że teoria rynków efektywnych była jednym z najważniejszych osiągnięć ekonomii finansowej, ponieważ narzuciła dyscyplinę ilościową i zmusiła badaczy do poważnego traktowania danych empirycznych. Jego krytyka nie celuje w model jako taki, lecz w moment, w którym z narzędzia analitycznego staje się on filozofią dziejów rynków kapitałowych – a co gorsza, normatywnym usprawiedliwieniem dla bierności w obliczu narastających baniek spekulacyjnych.

Spór koncentruje się wokół dwóch fundamentalnych kwestii. Pierwszą jest interpretacja nadmiernej zmienności cen. Shiller zauważył, że ceny akcji wahają się znacznie gwałtowniej niż strumienie dywidend, które można uznać za przybliżony wskaźnik fundamentalnej wartości spółek. To podważa efektywność rynku w jej silnym sensie. Obrońcy paradygmatu, jak John Cochrane, kontrują, że zmienność nie dotyczy oczekiwanych dywidend, lecz stopy dyskontowej, a więc premii,

jakiej inwestorzy żądają za ponoszone ryzyko. Rynki nie są więc irracjonalnie zmienne, lecz po prostu reagują na fluktuacje w zbiorowej awersji do ryzyka. Shiller odpowiada na to, że taka obrona, choć formalnie spójna, ma strukturę wyjaśnienia tautologicznego. Jeżeli każdą anomalię cenową można post factum zdefiniować jako skutek zmiany stopy dyskontowej, teoria staje się niefalsyfikowalna, a tym samym traci swój naukowy status. Aby jej bronić, należałoby niezależnie zmierzyć zmienność preferencji względem ryzyka i udowodnić, że jest ona wystarczająca do wyjaśnienia wahań na giełdzie. Jak dotąd nikt tego wiarygodnie nie uczynił.

Drugi problem to mit o nieograniczonej mocy tak zwanego inteligentnego kapitału. Zwolennicy teorii rynków efektywnych zakładają, że gdy tylko pojawi się błąd w wycenie, dobrze poinformowani gracze natychmiast go wykorzystają, przywracając rynkową równowagę. Shiller wykazuje, że w realnym świecie ten mechanizm zawodzi z co najmniej trzech powodów. Po pierwsze, ograniczenia krótkiej sprzedaży, czyli gry na spadki, sprawiają, że obstawianie przeciwko bańce jest kosztowne, a często technicznie niemożliwe. Po drugie, fundamentalna niepewność co do momentu pęknięcia bańki oznacza, że nawet racjonalny inwestor może zbankrutować, zanim jego słuszna diagnoza się potwierdzi. Po trzecie wreszcie, sam „inteligentny kapitał" nie jest odporny na te same narracje kulturowe i instytucjonalne, które napędzają euforię mas, o czym świadczą spektakularne porażki największych funduszy w szczytowych momentach baniek.

W tym kontekście znamiennie brzmią słowa samego Eugene'a Famy, który w jednym z wywiadów stwierdził, że bańki rozpoznajemy wyłącznie po fakcie. Ujawnia to głębokie napięcie między paradygmatem pozytywnym, opisującym świat, a normatywnym, mówiącym, jak działać. Jeżeli bowiem nie da się zidentyfikować bańki ex ante, to nie można racjonalnie wymagać od decydentów, by reagowali na zjawisko, którego istnienia nie sposób dowieść. Jeśli jednak, jak sugeruje Shiller, istnieją wskaźniki długookresowej przewidywalności, takie jak CAPE, wówczas odmowa ich stosowania staje się nie tylko błędem naukowym, ale i zaniechaniem moralnym. I tu właśnie na scenę wkracza kwestia odpowiedzialności liderów opinii oraz banków centralnych.

Wskaźnik CAPE diagnozuje historyczne bańki

W tej analitycznej rekonstrukcji rynek akcji staje się swoistym laboratorium, w którym testowana jest siła predykcyjna wskaźnika CAPE, będącego miarą relacji między realną ceną akcji a uśrednionymi realnymi zyskami przedsiębiorstw z minionej dekady. Shiller dowodzi, iż momenty, w których wskaźnik ten osiąga wartości ekstremalne, są w dziejach rynków nieliczne, lecz przez to tym bardziej znaczące. Rok 1901, naznaczony optymizmem przełomu stuleci; rok 1929, symboliczny wierzchołek bańki poprzedzającej Wielki Kryzys; wreszcie rok 2000, kulminacja

gorączki internetowej – oto trzy punkty w historii, w których wskaźnik CAPE wspinał się na poziomy, dla których trudno było znaleźć uzasadnienie w całej dotychczasowej logice kapitalizmu. W każdym z tych okresów, co bezlitośnie potwierdzają dane o późniejszych stopach zwrotu, rynki wchodziły w długą fazę, w której przyszłe zyski inwestorów okazywały się nadzwyczaj skromne lub wręcz ujemne.

Statystyczny argument, który sam Shiller lubi przywoływać, ma niemalże postać eksperymentu myślowego. Gdy w roku 2000 amerykański rynek osiągnął wskaźnik CAPE bliski pięćdziesięciu, oznaczało to w praktyce, że inwestorzy gotowi byli płacić niemal pięćdziesięciokrotność uśrednionych realnych zysków z poprzedniej dekady. Aby tak ekstremalne wyceny mogły zostać ex post uznane za racjonalne, należałoby założyć, że amerykańska gospodarka wkroczy w erę trwałego wzrostu zysków na skalę dotąd niewyobrażalną. Rzeczywistość brutalnie zweryfikowała te oczekiwania. Zyski bynajmniej nie wystrzeliły w kosmos; to raczej ceny akcji, po krótkim okresie podtrzymywania euforii, powróciły do grawitacji, potwierdzając intuicję, że rynek nie przewidział przyszłości trafniej niż chłodna statystyka. W tym punkcie Shiller nie tyle obala hipotezę rynku efektywnego, ile raczej pokazuje, że traktowana jako opis rzeczywistości, a nie jedynie abstrakcyjny model, teoria ta popada w fundamentalne napięcie z własnymi założeniami o racjonalności.

Nieruchomości: rynek najbardziej podatny na anomalie

Jednak to rynek nieruchomości stanowi najbardziej spektakularny przykład napięcia między fundamentami a wyceną. Robert Shiller, rekonstruując indeks realnych cen domów w Stanach Zjednoczonych od 1890 roku, przedstawia obraz głęboko niepokojący dla każdego, kto wychował się na potocznej mądrości, iż „ziemia i domy zawsze drożeją". Okazuje się bowiem, że przez całe stulecie, z krótką przerwą na okres powojennej urbanizacji, realne ceny domów oscylują wokół względnie płaskiego poziomu. Dopiero od schyłku lat dziewięćdziesiątych obserwujemy trajektorię przypominającą start rakiety, z kulminacją w 2006 roku. Zjawisko, które w dyskursie medialnym interpretowano jako ostateczne potwierdzenie „naturalnego prawa" nieruchomości do ochrony kapitału, w świetle twardych danych okazuje się historyczną anomalią. Gdy ceny realne przez sto lat są stabilne, a następnie w ciągu dekady podwajają swoją wartość, teza o racjonalnej reakcji na zmiany kosztów czy demografii staje się niemożliwa do obrony.

W tym miejscu Shiller formułuje swoją zasadniczą tezę. Rynki przestają być neutralnym mechanizmem, który jedynie przekształca informację w cenę. Stają się raczej strukturą sprzęgającą fundamenty ekonomiczne z kulturą, psychologią i aparatem instytucjonalnym. Dopiero w tej

złożonej optyce zapośredniczenia można pojąć, dlaczego te same dane wejściowe potrafią generować tak radykalnie odmienne trajektorie wycen.

Modele ryzyka: podejście francuskie vs. izraelskie

Porównanie francuskiego i izraelskiego sposobu oswajania ryzyka odsłania dwa wyraziste warianty nowoczesności. Obie gospodarki w odmienny sposób internalizują bowiem fundamentalne napięcie między rynkową efektywnością a pokusą irracjonalnej euforii, tworząc unikatowe modele kapitalizmu.

Francja reprezentuje tradycję, w której państwo pozostaje nie tylko regulatorem, lecz także współwłaścicielem i architektem ładu gospodarczego. Transformacja korporacyjna, która dokonała się tam od lat dziewięćdziesiątych, nie była prostą kapitulacją przed modelem anglosaskim. Przeciwnie, ustawy takie jak PACTE wpisują w genotyp spółek pojęcia interesów interesariuszy, odpowiedzialności społecznej, a nawet celu istnienia wykraczającego poza zysk. Francuski kapitalizm zachowuje w ten sposób echo republikańskiej idei dobra wspólnego. Jednakże ten sam mechanizm, chwalony w dyskursie europejskim jako krok ku odpowiedzialności, może stać się źródłem nowej formy spekulacyjnej gorączki. Gdy przedsiębiorstwa zaczynają budować narracje o własnej misji cywilizacyjnej, łącząc obietnice zrównoważonego rozwoju z wysokimi stopami zwrotu, rynek staje się miejscem kapitalizacji nie tylko przyszłych przepływów pieniężnych, lecz także symbolicznych oczekiwań. Bańki ESG i green finance są tu podręcznikowymi przykładami.

Izrael z kolei rozwija się w logice państwa oblężonego, które przekształciło konieczność militarnej czujności w trwałą przewagę konkurencyjną w dziedzinie technologii. Elitarne jednostki wojskowe zajmujące się kryptologią, cyberbezpieczeństwem i analizą sygnałów stały się prawdziwą kuźnią przedsiębiorców. W rezultacie izraelska scena gospodarcza jest przesycona firmami, które powstają, rosną i są sprzedawane globalnym gigantom w tempie, które dla tradycyjnych gospodarek wydaje się niemal szokujące. Miliardowe rundy finansowania tamtejszych spółek z sektora cyberbezpieczeństwa, pozyskiwane w warunkach permanentnej niestabilności geopolitycznej, pokazują siłę globalnego popytu na narrację o Izraelu jako węzłowym punkcie walki z nowymi zagrożeniami.

Ta specyficzna mieszanka ryzyka egzystencjalnego i technologicznej biegłości wytwarza kulturę, którą można określić mianem zinstytucjonalizowanej odwagi. Globalni inwestorzy traktują izraelskie spółki jako zakłady na przyszłość, w której cyberwojna i sztuczna inteligencja staną się głównymi polami ryzyka. Irracjonalna euforia jest w tym sensie formą świeckiego millenaryzmu, wiarą w nieograniczoną rentowność technologii bezpieczeństwa. To, co w klasycznym ujęciu

wygląda na racjonalną reakcję na nowe zagrożenia, z perspektywy teorii Shillera ma wszystkie cechy narracji o „nowej erze", w której pewne sektory są z definicji skazane na sukces.

Odrębności tych modeli stają się szczególnie wyraziste, gdy obserwujemy działanie francuskich i izraelskich firm na innych kontynentach. Francuskie koncerny, operujące w Afryce czy Ameryce Łacińskiej, często przenoszą kulturę hierarchiczną i silnie zbiurokratyzowaną, gdzie decyzje strategiczne zapadają daleko od rynku lokalnego. Odwołania do odpowiedzialności społecznej służą im do budowy wizerunku stabilnego partnera. Z kolei izraelskie firmy technologiczne, zakładające filie w Dolinie Krzemowej czy Singapurze, wnoszą kulturę radykalnie płaskiej hierarchii, nieformalnej komunikacji i błyskawicznego podejmowania ryzyka. W obu przypadkach efektywność rynkowa jest filtrowana przez głęboko zakorzenione wzorce kulturowe. W jednym dominuje dążenie do ciągłości i siła instytucjonalnej struktury, w drugim zaś prymat innowacyjnej

Media i narracje o nowej erze pompują bańki

Jeżeli w rekonstrukcji Shillera historia cen aktywów jest laboratorium, w którym testuje się hipotezę o zbiorowej racjonalności, to media masowe i marketing finansowy odgrywają w nim rolę katalizatorów. Nie ma bowiem irracjonalnej euforii bez potężnej machiny do produkowania uwagi oraz bez przemysłu narracyjnego, który przekształca suche dane w porywające opowieści o sukcesie, zagrożeniu i szansie, jakiej nie wolno przegapić. To one dostarczają paliwa dla rynkowych emocji, nadając im kierunek i siłę.

Media ekonomiczne, od tradycyjnych stacji telewizyjnych po współczesne portale i media społecznościowe, funkcjonują w logice rynku, gdzie najrzadszymi dobrami są czas i uwaga odbiorcy. Z tej prostej zależności wynika ich strukturalna skłonność do tego, co Shiller określa mianem „przeciążenia rekordami". Informacja, że indeks giełdowy osiągnął kolejny historyczny szczyt, powraca niczym refren, nawet jeśli jest to szczyt nominalny, nieuwzględniający inflacji, a przez to w praktyce mało znaczący. Odbiorca, bombardowany takimi komunikatami, stopniowo traci zdolność rozróżnienia, czy jest świadkiem wyjątkowego zdarzenia, czy zaledwie kolejnej fali w morzu codziennych fluktuacji.

Ta inflacja rekordów nie jest jednak niewinnym efektem ubocznym; staje się kluczowym elementem marketingu spekulacji. Każdy kolejny szczyt jest bowiem zaproszeniem do gry, podsycającym lęk przed spóźnieniem i straconą okazją. W reklamach funduszy inwestycyjnych i domów maklerskich dominują obrazy wykresów pnących się stromo w górę, co ma wywołać poczucie, że pociąg właśnie odjeżdża. W tym sensie praktyki marketingowe świata finansów

działają na podobnej zasadzie co plakaty loterii z gigantycznymi kwotami wygranych. Przekaz ten, celujący w emocje, nie tylko nie hamuje irracjonalnej euforii, lecz staje się jej głównym napędem.

Shiller przenikliwie zauważa, że media nadają wagę zdarzeniom nie dlatego, że są one obiektywnie istotne, lecz dlatego, że dobrze sprzedają się jako historia. Przytaczane przez niego przypadki, w których giełdowy krach przypisywano jednemu, marginalnemu wydarzeniu, demaskują ten mechanizm. To nie przyczyna rodzi interpretację, lecz gotowa interpretacja poszukuje wiarygodnej przyczyny, która zmieści się w nagłówku. W takim świecie opinia publiczna otrzymuje uproszczony obraz rynku, w którym wszystko ma natychmiastowe i proste wytłumaczenie. Umyka przy tym świadomość, że ogromna część ruchów cenowych jest efektem samonapędzających się sprzężeń zwrotnych, a nie racjonalną reakcją na nowe informacje.

Gdy do tego obrazu dodamy współczesne media społecznościowe, z ich algorytmicznym promowaniem treści wywołujących skrajne emocje, otrzymujemy ekosystem, w którym euforia może rozprzestrzeniać się z niespotykaną dotąd prędkością. Dzisiejszy odpowiednik opowieści o „nowej erze" nie jest już kształtowany przez kilku redaktorów. Rozbłyskuje w tysiącach wątków, filmów i memów, a algorytmy platform wzmacniają to, co najsilniej przykuwa uwagę. W tej perspektywie instrumenty finansowe stają się rekwizytami w grze narracyjnej, w której granica między rzetelną analizą a reklamą ulega całkowitemu zatarciu.

Narracje o „nowej erze" nie są zjawiskiem marginalnym; stanowią raczej stały element krajobrazu kapitalizmu. Shiller pokazuje, że każdy wielki boom opowiadano jako rewolucyjny przełom. Elektryfikacja, masowa produkcja, internet, a dziś sztuczna

Sprzeczność logiczna w teorii rynków efektywnych

Aby odsłonić wewnętrzną strukturę sporu o irracjonalną euforię, możemy posłużyć się prostą w formie, lecz metalogicznie złożoną łamigłówką z rachunku zdań. Pozwala ona zweryfikować, czy sedno całej argumentacji zostało właściwie zinternalizowane. Rozważmy zatem cztery zdania elementarne, które stanowią filary tej debaty. Niech P oznacza, że długoterminowe ceny akcji są najlepszą możliwą prognozą zdyskontowanych przyszłych dywidend. Z kolei Q niechaj symbolizuje tezę, iż w długim horyzoncie zmienność cen akcji nie przewyższa zmienności strumienia dywidend. Trzecie zdanie, R, stwierdza istnienie publicznie dostępnych wskaźników, takich jak CAPE, które posiadają istotną moc przewidywania przyszłych stóp zwrotu. Ostatnie, S, to kamień węgielny teorii, głoszący, że wszelkie publiczne informacje są już w cenach zdyskontowane, przez co żadna strategia oparta na tych danych nie pozwala systematycznie pobić rynku po uwzględnieniu ryzyka.

Klasyczna, silna wersja hipotezy rynków efektywnych zakłada jednoczesną prawdziwość P oraz S. Zauważmy przy tym, że z P logicznie wynika Q, ponieważ jeśli cena jest optymalną prognozą przyszłych dywidend, jej wariancja nie może systematycznie przekraczać wariancji tego, co prognozuje. Tymczasem istnienie wskaźników prognostycznych, które statystycznie dowodzą, że okresy wysokiego CAPE poprzedzają niskie przyszłe stopy zwrotu, potwierdza prawdziwość R. Prawdziwość R staje się jednak bezpośrednim zaprzeczeniem S, albowiem wskaźnik CAPE jest właśnie taką publicznie dostępną informacją, na podstawie której można budować strategię odchylającą się od rynkowego konsensusu.

Spór redukuje się zatem do fundamentalnego pytania: czy istnieje spójny model świata, w którym wszystkie cztery zdania – P, Q, R oraz S – mogą być jednocześnie prawdziwe? Z perspektywy logiki formalnej jest to problem spełnialności formuły będącej koniunkcją tych czterech twierdzeń, przy czym wiemy, że Q wynika z P, a R wyklucza S. Rozwiązanie jest trywialne: nie istnieje taka interpretacja, w której cała koniunkcja byłaby prawdziwa. Oznacza to, że nie można konsekwentnie bronić silnej wersji hipotezy efektywności rynkowej w obliczu empirycznej siły R, chyba że porzuci się fundamentalne założenia o procesie cenowym i osłabi hipotezę do tego stopnia, iż stanie się ona praktycznie niefalsyfikowalna.

Zagadka ta ma charakter metalogiczny, ponieważ wymaga od nas nie tylko mechanicznego zastosowania reguł, lecz także głębszego zrozumienia, że każde z tych zdań jest symbolicznym skrótem dla złożonego twierdzenia o świecie empirycznym. Prawdziwe wyzwanie polega nie na zapisaniu formuły, lecz na rozpoznaniu, które z tych twierdzeń odpowiadają realnym przekonaniom teorii i praktyki, a które są jedynie konsekwencją zbyt daleko posuniętej idealizacji rynku, stanowiąc laboratorium, w którym nowoczesna świadomość testuje własne wyobrażenia o racjonalności.

Finanse vs. realna gospodarka: granice wzrostu

Model, który w uproszczonej formie zakłada, że stopa zwrotu z aktywów finansowych będzie w długim horyzoncie trwale wyższa niż przeciętna rentowność realnej gospodarki, kryje w sobie fundamentalną sprzeczność. Jeżeli bowiem przyjmiemy, że przez kolejne dekady rynki kapitałowe mogą generować zwroty przewyższające zdolność firm do wypracowywania zysków, to w istocie godzimy się na scenariusz, w którym wartość finansowa lewituje w oderwaniu od realnych strumieni dochodu. Zakładamy, że cień może rosnąć szybciej niż obiekt, który go rzuca.

W skali mikro zjawisko to jest oczywiście obserwowalne – wyceny rynkowe pojedynczych firm potrafią rosnąć znacznie szybciej niż ich zyski, gdyż rynek wycenia obietnicę przyszłego wzrostu. W

skali globalnej jednak system nie może w nieskończoność podtrzymywać stopy zwrotu z kapitału, która przewyższa tempo wzrostu całej gospodarki, bez generowania potężnych napięć strukturalnych. Po pierwsze, nadmierne bogacenie się posiadaczy aktywów przy stagnacji dochodów z pracy nieuchronnie prowadzi do eskalacji nierówności majątkowych. Po drugie, system, w którym ceny aktywów są trwale zawyżone w stosunku do realnych dochodów, wbudowuje w siebie obietnicę gwałtownej korekty – czy to w formie krachu, czy represyjnej polityki fiskalnej próbującej odzyskać część renty finansowej.

Thomas Piketty, diagnozując słynną relację r > g, ostrzegał przed konsekwencjami kumulacji kapitału w rękach nielicznych, traktując jednak wysoką stopę zwrotu (r) jako pewną historyczną stałą. Robert Shiller dodaje do tego obrazu kluczowy element dynamiczny, sugerując, że znaczna część tej wysokiej stopy zwrotu nie wynika z trwałej produktywności kapitału, lecz z euforycznych baniek spekulacyjnych. System opiera się wówczas na niestabilnym amalgamacie realnej rentowności i czysto nominalnego rozdmuchania wartości. Model, w którym fundusze obiecują swoim klientom realne zyski przekraczające wzrost gospodarczy, jest z tej perspektywy dopuszczalny jedynie jako projekt krótkoterminowy lub lokalny, nigdy zaś jako strukturalny opis całej ekonomii na przestrzeni pokoleń.

Jeśli potraktujemy tę diagnozę poważnie, wniosek dla strategii inwestycyjnych staje się jednoznaczny. Fundusze nie mogą opierać swoich obietnic na milczącym założeniu permanentnej przewagi r nad g. Muszą natomiast przyjąć, że realna stopa zwrotu z szerokiego portfela aktywów w długim okresie nie może systematycznie przekraczać tempa wzrostu gospodarki, chyba że celem jest zepchnięcie reszty społeczeństwa w stan permanentnego zadłużenia i względnego ubóstwa. W praktyce oznacza to bolesną konieczność obniżenia oczekiwanych stóp zwrotu w długoterminowych projekcjach, a co za tym idzie – albo zwiększenia bieżących składek, albo realistycznego obniżenia obietnicy przyszłych świadczeń.

Zmienność rynków zagraża systemom emerytalnym

Jeżeli intuicje Shillera są trafne – a dowodzą tego nadmierna zmienność rynków i okresowa przewidywalność zwrotów – to fundusze inwestycyjne i emerytalne nie mogą dłużej chować się za dogmatem rynkowej efektywności. Strategia „kup i trzymaj wszystko, zawsze” przestaje być neutralną techniką, a staje się świadomą decyzją normatywną. Decyzją, która zakłada, że to uczestnik ma wziąć na siebie pełne konsekwencje pękających baniek spekulacyjnych. Dla instytucji zarządzających oszczędnościami na dekady taka postawa jest nie do obrony.

Z tej diagnozy wynikają co najmniej cztery zasady, które należy traktować nie jako chwilową modę, lecz warunek etycznej i ekonomicznej odpowiedzialności. Po pierwsze: profil ryzyka nie jest statyczną fotografią, lecz dynamicznym filmem. Skoro wskaźniki takie jak CAPE, czyli miara długoterminowych wycen rynkowych, niosą informację o przyszłych stopach zwrotu, to fundusz musi na nie reagować. Instytucja, która w okresie ekstremalnego przewartościowania utrzymuje maksymalną ekspozycję na ryzykowne aktywa, działa wbrew najlepszej dostępnej wiedzy, nawet jeśli może powołać się na podręcznikowe wersje teorii rynków efektywnych.

Po drugie: mit bezpiecznej kotwicy. Rola ta, tradycyjnie przypisywana obligacjom rządowym, nie może być traktowana bezkrytycznie. Kryzysy zadłużeniowe, epizody ujemnych realnych stóp procentowych czy procesy inflacyjne, które w kilka lat potrafią pożreć realną wartość długu, dowodzą, że bezpieczeństwo obligacji jest pojęciem względnym. Fundusz z horyzontem czterdziestoletnim musi myśleć w kategoriach realnej siły nabywczej swojego klienta, a nie wyłącznie nominalnej wartości kuponu. To jest jego fundamentalny obowiązek.

Po trzecie: iluzja dywersyfikacji. Prawdziwe rozproszenie ryzyka nie polega na mechanicznym podziale aktywów w ramach jednego, globalnie zintegrowanego modelu cywilizacyjnego. To, że portfel zawiera akcje z różnych kontynentów, nie chroni go przed globalnymi kaskadami uwagi i wspólnymi bańkami narracyjnymi. Zgodnie z duchem myśli Shillera autentyczna dywersyfikacja to próba zabezpieczenia się przed ryzykami dotykającymi kluczowe aktywa życiowe uczestnika: jego rynek pracy, lokalny rynek nieruchomości czy krajową politykę fiskalną. Fundusz, który całą nadwyżkę pracownika budowlanego lokuje w akcje deweloperów, nie dywersyfikuje ryzyka, lecz je potęguje.

I wreszcie po czwarte: intelektualna uczciwość. Instytucje zarządzające długoterminowym kapitałem powinny wprost komunikować, jakie założenia przyjmują co do przyszłych stóp zwrotu. Czy swoje projekcje opierają na wyjątkowo pomyślnych okresach historycznych, czy też uwzględniają dekady, w których rynki przynosiły realne straty? Ukrywanie tych założeń pod płaszczykiem rzekomej neutralności rynków jest formą asymetrii informacyjnej, która w długim okresie nieuchronnie niszczy zaufanie, czyli najcenniejszy kapitał w tej branży.

Etyka zarządzania: obowiązki powiernicze instytucji

Należy zatem doprecyzować, na czym polegać powinna minimalna etyka ostrożności, obowiązująca podmioty zarządzające kapitałem pokoleniowym. Taka deontologia, czyli nauka o powinnościach moralnych, opierałaby się na trzech fundamentalnych filarach.

Pierwszy z nich polegałby na przyjęciu założenia, że długoterminowa realna stopa zwrotu z szerokiego portfela aktywów nie może w sposób systematyczny przewyższać długoterminowego tempa wzrostu gospodarki. Fundusz, który projektuje swoje produkty na podstawie bardziej optymistycznych prognoz, powinien być zobligowany do publicznego uzasadnienia, dlaczego przyszłość miałaby być radykalnie lepsza od przeszłości i jakie ryzyka wiążą się z takim scenariuszem. W przeciwnym razie mamy do czynienia z obietnicą bez pokrycia, nawet jeśli krótkoterminowe wyniki zdają się ją chwilowo uwiarygodniać.

Drugi filar dotyczyłby architektury kosztów. Etyka ostrożności wymaga bowiem, aby struktury opłat w długoterminowych programach były skonstruowane tak, by instytucja nie czerpała zysków w okresach, gdy realna stopa zwrotu klienta jest ujemna. Można z łatwością wyobrazić sobie modele, w których lwia część wynagrodzenia zależy od długoterminowego przekroczenia określonych progów referencyjnych, a opłaty stałe ograniczają się do pokrycia kosztów czysto technicznych. W ten sposób fundusz z pasożyta żerującego na kapitale klienta przeistacza się w autentycznego partnera, który dzieli z nim ryzyko.

Trzeci filar to radykalna przejrzystość polityki informacyjnej. Minimalna etyka wymaga, aby instytucja jasno komunikowała, jaki odsetek końcowej wartości świadczenia w typowym scenariuszu zostanie pochłonięty przez opłaty, podatki i inne koszty. Jeśli uczestnik oszczędzający przez czterdzieści lat ma w tym czasie oddać pośrednikom jedną trzecią lub nawet połowę potencjalnego zysku, powinien dowiedzieć się o tym nie z nieczytelnej tabeli, lecz z centralnego komunikatu, który staje się fundamentem jego świadomej decyzji.

Bez tych zabezpieczeń cały system ponownie upodabnia się do konstrukcji, w której irracjonalna euforia jest nie tylko zjawiskiem rynkowym, lecz także narzędziem systemowego wyzysku. Uczestnik żyje w przekonaniu, że jego oszczędności pracują na jego przyszłość, podczas gdy w rzeczywistości pracują one przede wszystkim dla instytucji pośredniczących w procesie inwestowania.

Makrorynki: tarcza dla budżetów domowych

Shiller nie kończy jednak swojej diagnozy na samej dekonstrukcji rynkowych narracji, lecz przechodzi do propozycji konstruktywnej. Wprowadza pojęcie makrorynków, czyli takich architektur finansowych, które pozwalałyby zabezpieczać się przed ryzykiem na poziomie całych agregatów społecznych. W jego wizji rynki terminowe na ceny nieruchomości, kontrakty powiązane z dynamiką PKB czy obligacje indeksowane do dochodów z pracy stają się instrumentami, które

mogłyby wreszcie oderwać fundamentalne ryzyka życiowe obywateli od kaprysów i hazardu baniek spekulacyjnych.

Rynek nieruchomości stanowi tu centralny, niemal modelowy przykład. Dla przytłaczającej większości gospodarstw domowych własny dom jest największym i często jedynym znaczącym aktywem. Jednocześnie jest on nośnikiem najbardziej podstawowej z potrzeb: potrzeby schronienia. W systemie, w którym brakuje rynków zdolnych zabezpieczyć wartość nieruchomości, każde gospodarstwo domowe jest z konieczności spekulantem. Kupując dom, nie tylko zaspokaja potrzebę mieszkaniową, lecz także mimowolnie zajmuje długą pozycję na lokalnym rynku, stawiając na jego wzrost. Jeżeli ceny rosną, zyskuje; jeżeli spadają, traci, chociaż jego pierwotną motywacją nie było uczestnictwo w grze, lecz zwykła, egzystencjalna potrzeba dachu nad głową.

Shiller proponuje, aby tę patologiczną sytuację odwrócić. Zamiast zmuszać obywatela do bycia mimowolnym hazardzistą, należy stworzyć rynek, na którym może on po prostu wykupić ubezpieczenie od spadku wartości swojego domu. Kontrakty terminowe na indeksy cen nieruchomości w poszczególnych miastach czy regionach mogłyby funkcjonować jako precyzyjne instrumenty hedgingowe, czyli zabezpieczające. Wówczas irracjonalna euforia na rynku nieruchomości, choć wciąż groźna dla deweloperów, funduszy i banków, nie uderzałaby z taką brutalnością w samą podstawę bytu zwykłych gospodarstw domowych.

Podobna logika odnosi się do ryzyka makroekonomicznego. Jeżeli istnieją instrumenty pozwalające inwestorom obstawiać przyszłą dynamikę PKB danego kraju, wówczas można wyobrazić sobie skomplikowane, ale teoretycznie możliwe konstrukcje. W nich państwo sprzedaje inwestorom część swojego przyszłego wzrostu gospodarczego w zamian za finansową ochronę przed głębokimi recesjami. Pojęcie obligacji powiązanych z PKB czy tak zwanych trills, czyli papierów dających prawo do stałego udziału w produkcie krajowym, jest właśnie próbą przełożenia tego typu mechanizmów na język realnych finansów.

Rodzi się jednak fundamentalne pytanie, czy wprowadzenie kolejnych, coraz bardziej abstrakcyjnych warstw instrumentów finansowych nie stwarza ryzyka, że same te instrumenty staną się obiektem nowej irracjonalnej euforii. Historia derywatów kredytowych, które doprowadziły do kryzysu w 2008 roku, jest tu ponurym ostrzeżeniem. Instrument, który w teorii miał zabezpieczać ryzyko kredytowe, stał się podłożem gigantycznej bańki, ponieważ całkowicie oderwał się od swojej pierwotnej funkcji ubezpieczeniowej i zaczął funkcjonować jako autonomiczne narzędzie czystej spekulacji.

To napięcie wydaje się nierozwiązywalne. Z jednej strony innowacje finansowe są niezbędne, aby zmniejszyć ekspozycję obywateli na potężne ryzyka, których nie są w stanie ani zrozumieć, ani

kontrolować. Z drugiej strony każdy nowy instrument poszerza przestrzeń, w której irracjonalna euforia może się rozwinąć i zmutować. Wymaga to niezwykłej instytucjonalnej mądrości, która potrafi precyzyjnie oddzielić innowację służącą realnemu zabezpieczeniu od innowacji będącej jedynie kolejną, bardziej wyrafinowaną formą kasyna.

AI przyspiesza dynamikę cykli spekulacyjnych

Analiza globalnych trendów w wycenie aktywów prowadzi do niepokojącego wniosku: przyszłość raczej zwielokrotni, niż wygasi napięcie między rynkową efektywnością a zbiorową euforią. Dzieje się tak z dwóch powodów. Po pierwsze, rozwój handlu algorytmicznego i sztucznej inteligencji, choć przyspiesza przetwarzanie informacji, tworzy jednocześnie nowe, niebezpieczne sprzężenia zwrotne. Modele uczące się na danych historycznych mogą bowiem utrwalać i potęgować błędy przeszłości, zamykając rynek w cyfrowym echu jego własnych pomyłek. Po drugie, demokratyzacja dostępu do rynków przez aplikacje maklerskie i tokenizację aktywów wpuszcza do gry nowe rzesze inwestorów, często znacznie bardziej podatnych na siłę nośnych narracji niż na chłodną kalkulację.

W tym kontekście Robert Shiller jawi się nie tyle jako pesymistyczny krytyk, ile jako racjonalny prorok. Kiedy nawołuje do demokratyzacji finansów, nie ma na myśli rozdania wszystkim narzędzi do spekulacji, lecz stworzenie instrumentów chroniących zwykłych ludzi przed ryzykiem, na które nie mają wpływu. Rynki kontraktów terminowych na ceny domów, obligacje powiązane ze wzrostem PKB czy hipoteki automatycznie dostosowujące się do koniunktury – wszystkie te propozycje są próbą przekucia destrukcyjnej siły irracjonalnej euforii w racjonalnie zaprojektowaną siatkę społecznych zabezpieczeń.

Idąc tym profetycznym tropem, można postawić tezę jeszcze bardziej radykalną. Jeżeli zignorujemy lekcję Shillera i nadal będziemy traktować hipotezę rynku efektywnego jako wygodne usprawiedliwienie dla bierności, kolejne bańki nie tylko zniszczą majątek, lecz także podważą legitymację samego porządku rynkowego. W pewnym momencie obywatele, którzy po raz kolejny stracą domy, emerytury i pracę, mogą uznać, że system, w którym ceny są produktem narracji i błędów, nie zasługuje na ich zaufanie. Skrajne ruchy polityczne, antyrynkowy populizm i postulaty nacjonalizacji sektora finansowego są logicznym pokłosiem nieokiełznanej euforii.

Można jednak wyobrazić sobie scenariusz odwrotny, w którym świadomość istnienia baniek staje się miarą cywilizacyjnej dojrzałości. Podobnie jak w medycynie zaakceptowaliśmy fakt, że człowiek nie jest nieśmiertelny i na tej wiedzy o nieusuwalnym ryzyku zbudowaliśmy systemy ubezpieczeń, tak w ekonomii moglibyśmy przyjąć, że rynki są z natury podatne na gorączkę spekulacyjną. Nie oznacza to, że należy je likwidować, lecz że trzeba je otoczyć instytucjami amortyzującymi wstrząsy.

W takim świecie banki centralne delikatnie studziłyby nastroje, liderzy opinii wygłaszaliby niewygodne ostrzeżenia, a edukacja ekonomiczna uczyłaby nie tylko, jak inwestować, lecz także jak rozpoznawać zwodnicze narracje o „nowej erze".

Politycy unikają reakcji na narastającą euforię

Pytanie o to, czy politycy są świadomi ryzyka wybuchu społecznego, który grozi po pęknięciu bańki długoterminowych oszczędności, odsłania fundamentalną dychotomię. Z jednej strony mamy scenę oficjalnych deklaracji, na której niemal każdy minister finansów i parlamentarzysta peroruje o stabilności, zaufaniu i odpowiedzialności międzypokoleniowej. Z drugiej zaś – kulisy realnego zrozumienia, czyli wiedzy o tym, jak kruche są te systemy, jak bardzo podatne na rynkową zmienność, bańki spekulacyjne i nazbyt optymistyczne prognozy stóp zwrotu.

W praktyce obserwujemy niepokojącą schizofrenię. Reformy systemów emerytalnych, czy to polegające na prywatyzacji części składek, czy na „tymczasowym" przejmowaniu aktywów funduszy, były najczęściej motywowane logiką łatania bieżącego budżetu, a nie głęboką refleksją nad stabilnością. Polityk, którego horyzont wyznacza czteroletni cykl wyborczy, ma naturalną skłonność do wyceniania przyszłości z perspektywy najbliższych wyborów. Katastrofa systemu za trzy dekady jest dla niego odległą hipotezą; medialna burza i gniew ulicy tu i teraz – to realne zagrożenie.

Tymczasem doświadczenia kryzysów finansowych dowodzą, że zawód związany z oszczędnościami to jeden z najpotężniejszych detonatorów niepokojów społecznych. Gdy obywatele odkrywają, że ich gromadzone przez dekady oszczędności emerytalne wyparowały wskutek krachu, inflacji czy manipulacji opłatami, ich reakcja ma wymiar nie tylko ekonomiczny, lecz także moralny. Złamana zostaje fundamentalna umowa społeczna: obietnica, że wysiłek pracy i powściągliwość w konsumpcji zostaną sprawiedliwie wynagrodzone. Gdy ta obietnica pryska, erozji ulega również legitymizacja demokratycznych instytucji, które firmowały dany model.

Można zatem stwierdzić, że politycy są świadomi ryzyka na poziomie retoryki, lecz nie internalizują wniosków płynących z teorii irracjonalnej euforii. Mówią o odpowiedzialności, jednocześnie utrwalając instytucje, które nagradzają krótkoterminowy sukces rynkowy funduszy, ignorując ich strukturalną podatność na bańki. W ten sposób w samą architekturę systemu wbudowuje się mechanizm generowania przyszłego gniewu.

Gdyby miała z tego płynąć jakaś profetyczna przestroga, brzmiałaby ona następująco: społeczeństwo, w którym całe pokolenia wychowuje się w przekonaniu, że ich bezpieczeństwo na

starość jest nierozerwalnie powiązane z rynkami finansowymi, poniesie konsekwencje każdej większej bańki. Konsekwencje te objawią się nie tylko spadkiem giełdowych wskaźników, lecz także zapaścią zaufania do instytucji politycznych. W takim świecie wybór między odpowiedzialną polityką a krótkoterminową wygodą nie jest już technicznym dylematem. Staje się decyzją o charakterze cywilizacyjnym.

Prawo spółek hamuje rynkową krótkowzroczność

Skoro euforia jest zjawiskiem cyklicznym, prawo nie może dłużej pełnić roli notariusza, który jedynie po fakcie rejestruje skutki kolejnych kryzysów. Musi porzucić tę pasywną funkcję i stać się integralną częścią architektury amortyzującej wstrząsy. To z kolei wymaga fundamentalnej reorientacji sposobu myślenia, opartej na co najmniej trzech filarach.

Po pierwsze, konieczne staje się prawne rozróżnienie między spekulacją akceptowalną a tą, która ze względu na swój potencjał systemowy jest niedopuszczalna. Nie chodzi tu o moralizatorstwo, lecz o chłodną kalkulację i rozumne przypisanie kosztów. Spekulacja w obrębie instrumentów, których załamanie nie pociągnie za sobą całej gospodarki, może pozostać w domenie logiki rynkowej – pod warunkiem, że jej uczestnicy ponoszą pełne konsekwencje swoich działań. Jednak gdy dotyka ona aktywów kluczowych dla bytu obywateli, takich jak systemy emerytalne, depozyty bankowe czy podstawowe zasoby mieszkaniowe, musi zostać otoczona szczelnym kordonem barier kapitałowych, wymogów ostrożnościowych i mechanizmów gwarancyjnych.

Po drugie, prawo spółek musi zerwać z dogmatem traktującym maksymalizację wartości dla akcjonariuszy jako jedyny sensowny cel istnienia przedsiębiorstwa. Wprowadzenie do statutów takich pojęć, jak cel istnienia (francuskie raison d'être), dobro wspólne czy odpowiedzialność społeczna, otwiera nową przestrzeń. W jej ramach zarząd zyskuje legitymację, by odmówić udziału w irracjonalnej euforii rynku, powołując się na nadrzędny obowiązek dbania o długoterminowe bezpieczeństwo pracowników, klientów i dostawców. Nie gwarantuje to, że zarząd nie ulegnie pokusie bańki, ale daje mu prawną tarczę, by mógł się jej oprzeć.

Po trzecie wreszcie, prawo konsumenckie i regulacje usług finansowych muszą wprost zmierzyć się z problemem asymetrii informacyjnej, zwłaszcza w obszarze długoterminowych programów oszczędnościowych. Jeżeli indywidualny uczestnik rynku nie jest w stanie samodzielnie ocenić ryzyka, struktury kosztów i założeń dotyczących przyszłych zysków, na instytucjach finansowych spoczywa ciężar przedstawienia tych danych. Musi to być jednak forma rzetelnego komunikatu, a nie marketingowej obietnicy. W praktyce oznacza to konieczność wprowadzenia standardów prezentacji, w których scenariusze pesymistyczne traktowane są z równą powagą, co optymistyczne,

a historia minionych baniek staje się integralną częścią edukacji finansowej, a nie jedynie przypisem zapisanym drobnym drukiem.

Racjonalność proceduralna: fundament nowego ładu

Z perspektywy przywołanej teorii krytycznej, spór o irracjonalną euforię staje się w istocie fundamentalnym sporem o to, gdzie należy lokować racjonalność. Paradygmat rynków efektywnych umieszczał ją w samej strukturze cen, traktując rynek jako bezosobowy, zbiorowy komputer, który nieomylnie przetwarza informacje i generuje optymalny wynik. Robert Shiller, w geście intelektualnym bliższym racjonalności komunikacyjnej, przesuwa ten ciężar na procedury uzasadniania – na nieustanny dyskurs, w którym roszczenia do prawdy i słuszności podlegają publicznej krytyce.

Jeżeli bowiem racjonalność ma być czymś więcej niż techniczną sprawnością, musi zawierać w sobie zdolność do refleksji nad własnymi założeniami. W tym ujęciu irracjonalna euforia jest nie tylko faktem ekonomicznym, lecz przede wszystkim porażką procedur krytycznych. Gdy banki centralne milczą w obliczu ewidentnego przewartościowania, gdy akademicy zasłaniają się teorią rynków efektywnych, byle nie zabierać głosu, a media zamieniają analizę w spektakl, wówczas zawodzi nie sam rynek. Zawodzi całe jego instytucjonalne otoczenie, które powinno dostarczać mechanizmów korygujących.

Normatywna propozycja Shillera, w której pojawia się postulat delikatnego napierania na bańki i otwartego komentowania przewartościowania, jest de facto próbą wprowadzenia do ekonomii elementu racjonalności proceduralnej. Nie chodzi tu o to, aby jedna, wszechwiedząca instancja dyktowała rynkowi ceny. Chodzi raczej o to, by wytworzyć warunki, w których roszczenia do prawdziwości prognoz są poddawane systematycznej krytyce, zanim rzeczywistość uczyni to w znacznie bardziej brutalny sposób.

> Czy jesteśmy skazani na powtarzanie cyklu euforii i załamań, czy też świadomość kruchości rynkowej racjonalności może stać się fundamentem bardziej odpornego systemu? Być może prawdziwa innowacja finansowa nie polega na tworzeniu coraz bardziej złożonych instrumentów, lecz na budowaniu instytucji, które chronią nas przed naszymi własnymi, zbiorowymi iluzjami. W świecie, gdzie niepewność jest jedyną pewną rzeczą, czyż nie nadszedł czas, by zainwestować w mądrość, a nie tylko w zyski?

Inspiracje

[1] **"Irrational exuberance"** Robert J. Shiller

2000 | Princeton University Press

Robert J. Shiller jest emerytowanym profesorem ekonomii Sterlinga na Uniwersytecie Yale. Znany jest ze swojej pracy w dziedzinie ekonomii behawioralnej, rynków finansowych i rynku nieruchomości. Shiller otrzymał Nagrodę Nobla w dziedzinie ekonomii w 2013 roku. Do jego najważniejszych prac należą „Irrational Exuberance" oraz indeks cen domów Case-Shillera.

Robert J. Shiller *is Sterling Professor Emeritus of Economics at Yale University. He is known for his work in behavioral economics, financial markets, and real estate. Shiller won the Nobel Prize in Economics in 2013. Notable works include* ***Irrational Exuberance*** *and the Case-Shiller Home Price Index.*

Yale University

Literatura uzupełniająca

Książki

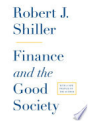
Autorzy przywoływani w artykule:



[1] **"Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism"**

George A. Akerlof, Robert J. Shiller

2010 | Princeton University Press | ISBN: 9781400834723



[2] **"Finance and the Good Society"**

Robert J. Shiller

2013 | Princeton University Press | ISBN: 9780691158099

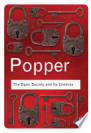


[3] **"Narrative Economics: How Stories Go Viral & Drive Major Economic Events"**

Robert J. Shiller

2020 | Princeton University Press | ISBN: 9780691210261

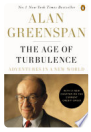
Literatura pokrewna (Google Scholar):



[4] "The Open Society and Its Enemies"

Karl Popper

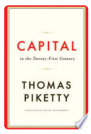
2012 | Routledge | ISBN: 9781136700255



[5] "The Age of Turbulence: Adventures in a New World"

Alan Greenspan

2008 | Penguin | ISBN: 9781440635694



[6] "Capital in the Twenty-First Century"

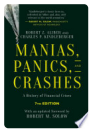
Thomas Piketty

2014 | Harvard University Press | ISBN: 9780674369542

[7] "The Logic of Scientific Discovery"

Karl Popper

1968 | Hutchinson



[8] "Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises"

Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber

2017 | Springer | ISBN: 9781137525741

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] "Efficient Market Hypothesis in Contemporary Applications: A Systematic Review on Theoretical Models, Experimental Validation, And Practical Application"

Multiple Authors

2023 | Highlights in Business Economics and Management

[2] "The Efficient Market Hypothesis, the Financial Analysts Journal, and the Professional Status of Investment Management"

Bruce N. Lehmann

2020 | Financial Analysts Journal

[3] "Zur Kritik der Ungenauigkeitsrelationen [1. Mitteilung]"

Karl Popper

1934

[4] **"Axiome, Definitionen und Postulate der Geometrie"**

Karl Popper

1929

[5] **"Behavioral Finance"**

David Hirshleifer

2015 | Annual Review of Financial Economics

Google Scholar

[6] **"Irrational Exuberance: An Evolutionary Perspective on the Underlying Causes of the Financial Crisis"**

Andy Hira

2013 | Intereconomics

Google Scholar

[7] **"Top Incomes in the Long Run of History"**

Thomas Piketty, Anthony B. Atkinson, Emmanuel Saez

[8] **"Global Income Inequality, 1820-2020: the Persistence and Mutation of Extreme Inequality"**

Thomas Piketty

2021 | Journal of the European Economic Association

Artykuły pokrewne (Google Scholar):

[9] **"Narrative Economics"**

Robert J. Shiller

2017 | American Economic Review

[10] **"Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?"**

Robert J. Shiller

1981 | American Economic Review

[11] **"Popular Economic Narratives Advancing the Longest U.S. Economic Expansion 2009-2019"**

Robert J. Shiller

2020 | NBER Working Papers

Tekst opracowany z udziałem sztucznej inteligencji.
Redakcja i kontrola merytoryczna: Fundacja Dobre Państwo.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: d9cc41f9-fcab-4e0f-ab1c-baa0d9424f65