

## Dziura w bańce Eugene'a Famy

**Autor:** Robert P. Murphy

**Źródło:** [mises.org](http://mises.org)

**Tłumaczenie:** Jacek Kubisz

W [niedawnym wywiadzie](#) w „New Yorkerze” Eugene Fama, ekonomista ze szkoły chicagowskiej i ojciec hipotezy rynków efektywnych (HRE), bronił swej teorii w świetle załamania rynku nieruchomości. Poglądy Famy na zjawiska baniek spekulacyjnych i cykli koniunkturalnych są wyraźnie sprzeczne ze stanowiskiem austriackim. Chociaż chicagowscy i austriaccy ekonomiści stoją po jednej stronie w wielu kwestiach dotyczących polityki gospodarczej — w szczególności jako przeciwnicy rozwiązań Keynesowskich — wywiad z Famą ukazuje znaczące różnice między aparatem teoretycznym obu szkół.

### Czym jest bańka?

Hipoteza rynków efektywnych jest różnie ujmowana, w zależności od sformalizowania prezentacji. W celach popularyzatorskich obrońcy HRE często mówią, że ceny rynkowe szybko reagują na nowe informacje, w związku z czym w każdym momencie ceny odzwierciedlają ogół powszechnie dostępnych informacji.

Inną popularną implikacją HRE jest teza, że inwestor nie jest w stanie systematycznie „wygrać z rynkiem”, a przynajmniej nie może, jeśli używa teorii lub danych, do których inni inwestorzy mają dostęp. Chociaż HRE jest przede wszystkim teorią ekonomiczną, jest ona zwykle kojarzona z ekonomistami popierającymi rozwiązania leseferystyczne.

U progu wielkiego boomu i krachu w sektorach nieruchomości i finansów wielu zwolenników interwencjonizmu wytykało HRE i jej propagatorom absurdalność. Poniższa wymiana zdań ukazuje zarzuty wobec HRE przeprowadzającego wywiad [Johna Cassidy'ego](#) oraz Famę usiłującego jej bronić:

*JOHN CASSIDY: Wielu ludzi stwierdziłoby, że w tym przypadku nieefektywność zaistniała pierwotnie na rynku kredytów a nie na giełdzie – że zaistniała bańka kredytowa, która rosła, aż w końcu pękła.*

*EUGENE FAMA: Nie wiem nawet, co to znaczy. Ludzie, którzy biorą kredyt, muszą go skądś dostać. Czy „bańka kredytowa” oznacza, że ludzie zbyt dużo oszczędzają podczas tego okresu? Nie wiem, co to znaczy „bańka kredytowa”. Nie wiem nawet, co to znaczy „bańka”. Te słowa stały się popularne. Nie sądzę, żeby miały jakiegokolwiek znaczenie.*

*CASSIDY: Myślę, że większość ludzi zdefiniowałoby „bańkę” jako wydłużony okres, podczas którego ceny aktywów pozostają znacząco oderwane od ekonomicznych fundamentów.*

*FAMA: Ja też bym tak pomyślał, ale to znaczy, że ktoś musiał zarobić na tym dużo pieniędzy, skoro można to rozpoznać. Łatwo powiedzieć po fakcie – ceny spadły, więc musiała być bańka. Myślę, że większość baniek to taka „mądrość po szkodzie”. Po fakcie zawsze znajdują się ludzie, którzy przed krachem mówili, że ceny są zbyt wysokie. Ludzie zawsze mówią, że ceny są za wysokie. Kiedy okazuje się, że mieli rację, kadzimy im. Kiedy okazuje się, że się mylili, ignorujemy ich. Zwykle myślą się i mają rację w proporcji pół na pół.*

*CASSIDY: Czy mówi pan, że bańki nie mogą istnieć?*

*FAMA: Muszą być zjawiskiem przewidywalnym. Nie sądzę, żeby którakolwiek z nich była szczególnie przewidywalna...*

*Cóż, łatwo powiedzieć po wszystkim, że coś poszło źle. Ale wcześniej ci, którzy je kupowali (MBSy), nie uważali, że są w błędzie. To nie jest tak, że byli naiwnymi inwestorami czy coś w tym guście.*

Zgadzam się z Johnem Cassidym co do definicji bańki. Zauważmy, że wszystkie ceny są ustalane przez podaż i popyt. Jednak gdy mówimy, że istnieje bańka na pewnych aktywach, oznacza to, że zgłaszający popyt (np. nowi nabywcy) nie kupują z pewnych „fundamentalnych” względów, lecz ze względów spekulacyjnych. Innymi słowy, kupują jedynie dlatego, iż myślą, że ceny wzrosną.

Nie jest to czysto psychologiczna zgadywanka. Istnieją empiryczne implikacje podwyższenia ceny aktywa bądź towaru raczej przez spekulację niż

wzrost w „fundamentalnym” popycie. Na przykład, jeśli cena ropy rośnie, gdyż spekulanci oczekują wojny z Iranem, moglibyśmy spodziewać się wzrostu zapasów ropy, jako że rosnąca cena powoduje wzrost produkcji powyżej ilości, którą konsumenci i producenci innych dóbr chcieliby spożytkować.

Tak więc, w krótkim okresie, spekulacyjny wzrost cen ropy spowodowałby większe dzienne wydobycie ropy niż dzienna konsumpcja, prowadząc do wzrostu zapasów baryłek ropy. Zauważmy, że jest to dokładnie to, [co chcemy, żeby gospodarka rynkowa robiła](#) — gdy ludzie przewidują nadchodzącą wojnę z Iranem, chcemy zaoszczędzić ropę teraz i zgromadzić zapasy na przyszłość.

W przypadku nieruchomości istniały inne wskazówki sygnalizujące, że ceny rosły raczej wskutek popytu spekulacyjnego niż fundamentalnej zmiany w popycie na domy. Z jednej bowiem strony, ceny domów w porównaniu do cen wynajmu wzrosły bardziej, niż byłoby to uzasadnione nawet przy uwzględnieniu takich kwestii jak oprocentowanie kredytów hipotecznych oraz pochodzącą z epoki Clintona zmianę traktowania dochodów ze sprzedaży domów jako zysków kapitałowych.

Inny przykład — proporcja domów zamieszkałych przez właściciela spadała w miarę intensyfikacji boomu, co jest spójne z teorią, że ludzie kupowali domy z myślą o odsprzedaniu ich za rok lub dwa z zyskiem ze wzrostu ceny.

Fama oczywiście zdaje sobie sprawę z tych prostych obserwacji. Mówi, że inteligentni inwestorzy — wielu z nich to milionerzy — również byli ich świadomi. Jednakże, podczas lat boomu działały się również *inne* rzeczy, które pozwoliły „ekspertom” odrzucać argumenty o oczywistych wskaźnikach sugerujących, że ceny nieruchomości rosły wskutek popytu spekulacyjnego.

Fama wydaje się myśleć, że już odparł krytykę HRE, jednak ja nie widzę jak. Wszystkim, co Fama ukazał, jest to, że ludzie, którzy kupowali przewartościowane aktywa nie zdawali sobie sprawy, że są one przewartościowane, lub przynajmniej myśleli, że zdążą je upłynnić przed załamaniem. Cóż, temu nikt nie przeczy. Nie potrzeba też żadnego empirycznego dowodu, aby sprawdzić taką tezę. Jedyne czego potrzeba, to założenie, że inwestorzy nie lubią tracić pieniędzy. Można więc dowieść, że nikt nie kupuje aktywa, gdy przewiduje, że jego cena spadnie wkrótce po zakupieniu.

To jest kluczowa kwestia, więc pozwolę sobie ją wyrazić inaczej. Krytycy HRE argumentują, że rynki są zdolne do generowania okresów masowego

złudzenia jak w obecnym przypadku, w których ceny aktywów rosną powyżej jakiegokolwiek „racjonalnego” poziomu popartego silnymi fundamentami. Część krytyków wini za to rzekomą deregulację Busha, podczas gdy inni (np. Austriacy) [winia FED](#) za zalanie rynku kredytowego absurdalnie tanim pieniądzem.

W tym kontekście niezbyt pomaga Fama stwierdzenie, że inwestorzy w czasie kupowania nie zdawali sobie sprawy ze swych złudzeń. Moglibyśmy bowiem równie łatwo „udowodnić”, że kultury religijne lub inne organizacje fanatyków nie istnieją.

### **Problem Przewidywalności**

To prawda, że część doradców inwestycyjnych i uczonych mogła rozpoznać bańkę na rynku nieruchomości tylko dzięki szczęściu, lub ze względu na swą wieczną „niedźwiedziowość” lub dlatego, że użyli nieuprawnionej techniki, która akurat wtedy wygenerowała właściwą analizę.

Jednak, jak zapytałem w [mojej poprzedniej krytyce](#) HRE, co ludzie mogliby zrobić aby przekonać kogoś takiego jak Fama, że *rozpoznali* bańkę? Fama twierdzi, że nie widzi, jak którykolwiek z inwestorów mógł przewidzieć nagły spadek cen nieruchomości. A jeśli byliby zaznajomieni z austriacką teorią cyklu koniunkturalnego i czytali [przewidywania Marka Thorntona z 2004 roku](#), że boom na rynku nieruchomości był zbyt piękny, aby był prawdziwy?

Przypuszczalnie Fama odpowiedziałaby, że Thornton miał fart, a jego ogólne makro-przewidywanie (przy użyciu austriackiej teorii) w długim okresie „pobiłoby rynek” jedynie w połowie przypadków.

Jednak ta standardowa obrona HRE stwarza dwa problemy. Po pierwsze, Fama najwyraźniej nie przejrzał dokonań predykcyjnych Marka Thorntona (lub innych inwestorów, którzy zarobili znaczne sumy pieniędzy, gdy „wyszli” na czas przed krachem). Po drugie, austriacka teoria nie jest modelem, który „wypluwa porady giełdowe”. Jeśli więc wyświetla ona co jakiś czas ostrzeżenie „obecna polityka pieniężna doprowadzi do dużego boomu i załamania!” na jakiej podstawie twierdzić, że takie ostrzeżenia muszą zostać zrównoważone [przez błędne] w długim okresie?

Ogólnie rzecz biorąc, uważam, że Fama argumentuje w błędnym kole: w jego ujęciu inwestorów nie można winić za podbijanie cen domów i papierów wartościowych, jako że rynek (tzn. inwestorzy) podbijał ceny domów i papierów

wartościowych. W publikacjach naukowych broniono HRE przy pomocy testów ekonometrycznych, jednak nie to jest przedmiotem mojego artykułu. Chodzi mi o ekonomistów stosujących HRE do zdarzeń ze świata rzeczywistego, tak jak to robił Fama w przytoczonym wywiadzie.

Zanim przejdziemy dalej, chciałbym pogratulować Mattowi Yglesiasowi za wytknięcie innej kłopotliwej części epistemologii Famy. Oto co [pisze Yglesias](#):

*Naprawdę dziwną rzeczą (...) jest metafizyczne stwierdzenie [Famy], że coś nie może być rzeczywiste, jeśli nie jest przewidywalne. Fama twierdzi, iż większość baniek to „mądrość po szkodzie”. Ale nawet taka mądrość to jednak mądrość. Istotne w niej jest to, że widzi się rzeczy wyraźnie, kiedy już się wydarzyły. Ale te rzeczy istotnie miały miejsce. Bez względu na to, czy ktoś wierzy czy nie, że istnieje metodologicznie wiarygodny sposób stwierdzenia w 2006 roku, że jest bańka na rynku nieruchomości, to z całą pewnością istnieje taki sposób dzisiaj — nazywa się „mądrość po szkodzie”.*

*Pomyślmy o trzęsieniach ziemi. Nie możemy przewidzieć, kiedy się wydarzą. Jednak są one bardzo rzeczywiste — niszczą budynki i zabijają ludzi. I mimo tego, że nikt nie potrafi przewidzieć trzęsień ziemi, możemy wciąż powiedzieć o nich coś o pewnej wartości predykcyjnej.*

*Jeśli jakiś gość u władzy nie robiłby nic, utrzymując, że „nie ma niczego takiego jak trzęsienie ziemi”, podczas gdy naprawdę miałby na myśli, że „trzęsienia ziemi są nieprzewidywalne”, to efektem byłyby bardzo złe środki zaradcze.*

Matt Yglesias jest, jak sam się określa, „progresywistą”, który uważa, że „bardzo złą polityką” w kwestii rynków finansowych jest ich deregulacja. Jednak pomimo tego, że Yglesias i ja mamy odmienne opinie co do zapobiegania przyszłym bańkom, obaj zgadzamy się, że gospodarka USA właśnie jednej z nich doświadczyła.

Fama przeciwnie, przyjął podejście do wyceny aktywów, które można nazwać postmodernistycznym, w którym bańki nie istnieją, dopóki nie ma powszechnej zgody w czasie jej trwania co do tego, że owa bańka właśnie trwa.

Odrzucam pogląd Famy i staję po stronie Yglesiasa. Stosując pojęcia fundamentalnego i spekulatywnego popytu możemy obiektywnie zdefiniować, czym zasadniczo jest „bańka”. (Istnieje subtelna różnica w sytuacjach, gdy spekulanci oczekują przyszłego wzrostu fundamentalnych cen, tak jak w naszym eksperymencie myślowym z wojną z Iranem.) Stosując tę definicję Stany Zjednoczone w sposób oczywisty doświadczyły wielkiej bańki na rynkach nieruchomości i finansowym. To, że wielu ludzi nie zauważyło jej wtedy, nie zmienia faktu jej istnienia — przeciwnie, wyjaśnia, jak bańka mogła tak bardzo urosnąć.

Wróćmy do analogii z trzęsieniami ziemi dla podkreślenia: przypuśćmy, że część sejsmologów odczytuje dane ze swej aparatury i mówi burmistrzowi: „Musimy ewakuować miasto! Duże trzęsienie nadchodzi!”. Jednak inni sejsmolodzy lekceważą te ostrzeżenia, wyjaśniając, że „tym razem to co innego”. Po trzęsieniu Fama odnosząc się do strat w ludziach mówi: „Nie było tu żadnego trzęsienia ziemi. Przecież ludzie nie lubią umierać. Nie jestem pewien, co to znaczy ‘trzęsienie ziemi’ — może drżenie budynków czy coś takiego — ale takie drżenie musiałyby być przewidywalne żeby mieć znaczenie operacyjne”.

### **Fama o przyczynowości**

Do wyżej przytoczonego postmodernistycznego stanowiska wobec baniek spekulacyjnych Fama dodaje wyjaśnienie recesji, które odwraca związek przyczynowy, przyjęty przez większość analityków:

*FAMA: Stało się to, że znaleźliśmy się w głębokiej recesji, ludzie nie mogli spłacać kredytów hipotecznych i oczywiście najbardziej niewypłacalni okazali się kredytobiorcy o najwyższym ryzyku...*

*CASSIDY: Ale przecież początek kryzysu kredytowego poprzedził recesję?*

*FAMA: Nie sądzę. Jak mógł ją poprzedzić? Ludzie nie opuszczają swoich domów, chyba że nie mogą uiścić opłat za nie. To wskazuje, że znajdujemy się w recesji.*

*CASSIDY: Więc mówi pan, że recesja poprzedziła sierpień 2007 roku, gdy zamarł rynek sekurytyzowanych kredytów subprime?*

*FAMA: Tak. Musiała dotknąć ludzi, którzy wzięli kredyty hipoteczne.*



Powyższe poglądy Famy — pomimo zapewnień, że jest empirycznym ekonomistą — wynikają z jego własnych teorii a nie z danych. Fama po prostu nie może sobie wyobrazić, jak kryzys finansowy mógł spowodować recesję, a nie na odwrót.

Dziwne jest, że standardowe wyjaśnienie tego co się stało — nie tylko podawane przez Austriaków, ale także przez niemal wszystkich komentujących — ukazuje błąd w rozumowaniu Famy. Kryzys spowodowały kręactwa związane z „kłamliwymi pożyczkami”, kuszącymi elastycznymi stopami kredytów hipotecznych, zerowych lub ujemnych amortyzacji hipotek, itp., w chwili pęknięcia bańki cen nieruchomości.

W czasie galopującego wzrostu cen domów nie miało znaczenia, czy nabywca miał dochód pozwalający mu na kupno „takiego domu”. Strategia polegała na wciśnięciu domu klientowi, aby kredyt odsprzedać na Wall Street, gdzie zostałby podzielony i odsprzedany dalej, w formie MBS (Mortgage Based Security).

Nie miało znaczenia, czy dochód kredytobiorcy wystarczył na spłatę elastycznych rat, gdy staną się niekorzystne, ponieważ mógł on skorzystać z refinansowania i powrotu do konwencjonalnej hipoteki lub gdyby nie mógł tego zrobić, mógł po prostu sprzedać dom. Kto martwi się o zdolność kredytową nabywcy, gdy stopa wzrostu cen w niektórych miastach jest dwucyfrowa?

Ale gdy rynek nieruchomości się zatrzymał, lekkomyślność powyższego podejścia stała się oczywista. Ludzie, którzy kupili za duże domy, nie mogli ich upłynnić i wyjść na zero, nie mówiąc o szybkim zysku. Gdy pękła bańka cen nieruchomości, na rynku było wielu nabywców-spekulantów — którzy zainwestowali w swoje nieruchomości niewiele własnego kapitału. Dlaczego mieliby kontynuować spłatę kredytów za niezamieszkały dom, który jest obecnie o wiele tańszy, jeśli mogą po prostu go porzucić?

Przedyskutowałem te kwestie z Dougiem Frenchem, byłym bankierem z Las Vegas, który potwierdził, że tak właśnie się stało. Ale problem z Famą nie tyle polega na prawdziwości powyższego scenariusza ile na tym, że Fama nie dopuszcza nawet jego teoretycznej *możliwości*. Zamiast tego Fama po prostu przyjmuje, że jeśli ludzie zaczynają rezygnować ze spłaty kredytów, to dzieje się tak wskutek spadku ich dochodów ze względu na recesję. Ten brak wyobraźni

prowdzi go do ignorowania oczywistego umiejscowienia w czasie różnych zjawisk w obecnym kryzysie finansowym.

## **O bankach kredytowych i oszczędzaniu**

Nim zakończę, odniosę się do jeszcze jednego, ostatniego błędu, który, jak sądzę, Fama popełnia łatwo odrzucając systematyczność błędu w wycenie aktywów.

*FAMA: Kiedy zaczynasz mi mówić, że jest bank spekulacyjna na wszystkich rynkach, nie wiem nawet co to znaczy. Inwestycje są równe oszczędnościom. Mówisz mi zatem po prostu, że ludzie za dużo oszczędzają a ja nie wiem co z tym zrobić.*

Z jednej strony rozumiem frustrację Famy. Przypuszczalnie robi w tym miejscu aluzję do popularnej teorii obwiniającej za bankę na rynku nieruchomości niskie stopy procentowe spowodowane przez wysoki poziom azjatyckich oszczędności. Podobnie jak Fama odrzucam tą teorię jako głupią, jak [wyjaśniłem tutaj](#).

Jednakże szersze spojrzenie Famy jest błędne. Może oczywiście istnieć bank na wszystkich rynkach (lub większości), nawet jeśli oszczędności z konieczności równają się inwestycjom w rozumieniu zasobów realnych.

Nie tylko Austriacy, ale także ekonomiści głównego nurtu dochodzą do wniosku, że Alan Greenspan utrzymywał stopy procentowe na zbyt niskim poziomie zbyt długo po krachu dot-comów. Fama wydaje się nie myśleć o implikacjach stwarzania nowego pieniądza przez FED i wstrzykiwania go na rynek kredytowy. Czy jest on naprawdę pewny, że nie mogło to zapoczątkować kilku potężnych banków spekulacyjnych?

Przywołanie przez Famę makroekonomicznej tautologii księgowej, że oszczędności = inwestycje wydaje się oznaczać, że jeśli 100 miliardów dolarów wpływa do sektora nieruchomości, to 100 miliardów musi być niedostępne w jakimś innym sektorze, w którym ceny muszą spaść.

Jednakże to podejście myli strumienie z zasobami. Przypuśćmy, że zasób XYZ jest obecnie sprzedawany po 10 dolarów, a „byczy” inwestor kupuje 1000 udziałów po 11 dolarów za jeden. Jeśli cały zasób XYZ wynosi milion udziałów, to



wydatek 11000 dolarów przez inwestora wytworzył wzrost wartości port folio posiadaczy udziałów XYZ o milion. Nie ma potrzeby, aby użycie przez inwestora 11000 dolarów przełożyło się na spadek wartości innego zasobu o milion dolarów.

Fama ma rację, że fizyczne czy realne zasoby gospodarki nie mnożą się dzięki prasie drukarskiej — Bernanke nie może wyczarować więcej ciągników i fabryk przez wypisywanie czeków. Austriacy zwracają jednak uwagę, że odpowiednie *cenę rynkowe* mogą zostać zniekształcone, gdy FED majstruje przy stopach procentowych przez zalewanie rynku kredytowego nowym pieniądzem. Ze względu na te zakłócenia sygnałów cenowych rzeczywiste zasoby — dostępne dzięki prawdziwym oszczędnościom — są inwestowane niewłaściwie. [Austriacka opowieść](#) nie jest o „przeinwestowaniu” tylko o *błędym inwestowaniu*.

## Zakończenie

Eugene Fama to bystry ekonomista, a jego hipoteza rynków efektywnych z pewnością zasługuje na analizę. Jednak, jak pokazuje niedawny wywiad z nim w „New Yorkerze”, Fama nie wydaje się być świadom ograniczeń własnej teorii. Lekką ręką odrzuca samą możliwość tego, co w rzeczywistości wywołało obecny kryzys gospodarczy.