

*Paweł Marszałek\**

**Zbyszek Grocholski,**  
***Banki i rynki finansowe. Od zaufania publicznego do kasyna?***  
**Poltext, Warszawa 2016, ss. 407**

Jeszcze na początku XXI wieku ekonomiści uznawali, że udało się wypracować konsensus co do spójnych podstaw teoretycznych (a także metodologicznych) funkcjonowania współczesnej gospodarki, związanych z tzw. nową syntezą neoklasyczną. Podzielano przy tym – przynajmniej w tzw. głównym nurcie ekonomii – poglądy odnośnie do tego, w jaki sposób powinno się realizować politykę gospodarczą. Powszechna była również wiara w efektywność rynków, w tym zwłaszcza rynków finansowych. Uważano, że obserwowany dynamiczny rozwój sfery finansowej jest korzystny, powalając na lepszą alokację zasobów i większą efektywność zarówno w skali makro, jak i mikroekonomicznej.

Charakterystyczne jest przy tym, że co najmniej od lat 90. ubiegłego wieku rynki finansowe oraz systemy finansowe poszczególnych krajów zaczęły odgrywać dominującą rolę w gospodarce. Wskutek takich zjawisk, jak m.in. globalizacja, internacjonalizacja, deregulacja i liberalizacja działalności gospodarczej, pojawianie się nowych instrumentów finansowych czy postęp technologiczny, instytucje finansowe odgrywały coraz ważniejszą rolę w gospodarce, dominując z czasem dziedziny aktywności gospodarczej, utożsamiane z tzw. sferą realną. Zjawisko to, będące częścią szerszego procesu tzw. finansyzacji (*financialisation*), przyniosło również wzrost znaczenia banków centralnych i wzrost skali inwestycji w aktywa finansowe.

---

\* Paweł Marszałek jest doktorem habilitowanym, profesorem w Katedrze Pieniądza i Bankowości Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

Wybuch Globalnego Kryzysu Finansowego, zapoczątkowanego kryzysem *subprime* na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych, zmienił jednak diametralnie tę sytuację. Przyniósł on głębokie przeobrażenia systemów finansowych i sfery realnej w wielu państwach, spadek zaufania do banków i innych instytucji finansowych, a także rzucił nowe światło na warunki konieczne do zapewnienia stabilności funkcjonowania gospodarki. Kryzys znacząco podważył też wiarę w skuteczność mechanizmów rynkowych, a także istniejących rozwiązań praktycznych w prowadzenia polityki gospodarczej i regulowania działalności finansowej. W jeszcze szerszym ujęciu, pojawiły się wątpliwości co do stabilności nie tyle systemu pieniężnego czy finansowego, ale i współczesnego modelu gospodarki kapitalistycznej.

W tej sytuacji pojawiła się potrzeba szukania nowych rozwiązań i koncepcji. Pierwszym krokiem była tu próba precyzyjnej identyfikacji problemów oraz wad tkwiących w konstrukcji oraz funkcjonowaniu współczesnych rynków i instytucji finansowych. W tych bowiem czynnikach (jak również w słabości ekonomii jako nauki) upatrywano przede wszystkim źródeł kryzysu i przyczyn tak dramatycznych jego następstw.

W tym właśnie nurcie rozważań mieści się nagrodzona w konkursie „Economicus 2016” w kategorii „najlepsza książka szerząca wiedzę ekonomiczną” (III miejsce) praca Z. Grocholskiego. Jak deklaruje sam Autor, jego książka poświęcona jest „zagadnieniom funkcjonowania banków oraz innych uczestników rynków finansowych w kontekście ich pozytywnego i zbyt często destrukcyjnego wpływu na realną gospodarkę oraz w konsekwencji na losy poszczególnych społeczeństw i całych narodów”.

Jako punkt wyjścia rozważań Autor przytacza pogląd L. Summersa, według którego bańka spekulacyjna leżąca u podstaw wybuchu kryzysu *subprime* (a także na giełdzie) była nieuchronnym skutkiem przyjętego modelu wzrostu gospodarczego. Patrząc na problem szerzej, nieodłączną cechą współczesnej gospodarki rynkowej (i modelu kapitalizmu) jest jej niestabilność, wymagająca skoordynowanej interwencji rządów i banków centralnych. W praktyce jednak współpraca decydentów szwankuje – rządy tradycyjnie unikają niepopularnych decyzji. Interwencja samych banków centralnych wywołuje zaś tylko kumulację negatywnych następstw i, prędzej czy później, wybuch kolejnej bańki. Niestabilność jest zatem zjawiskiem nieuchronnym, podobnie jak rosnące prawdopodobieństwo wystąpienia stagnacji sekularnej.

Na tym tle Autor, w dziewięciu rozdziałach, opisuje poszczególne aspekty funkcjonowania współczesnych rynków i systemów finansowych.

W rozdziale pierwszym zarysowano makroekonomiczne ramy funkcjonowania współczesnych systemów finansowych. Szczególną uwagę Autor poświęcił wzajemnym relacjom między „polityką gospodarczą, pieniężną i finansową”, wypuklając potrzebę ich koordynacji. Dyskusji poddał także dylematy rozwoju rynków finansowych, w tym zwłaszcza kwestie regulacji.

Rozdział drugi dotyczy natomiast pieniądza i banków centralnych. Autor rozważa w nim koncepcję PKB, cele polityki gospodarczej (w tym problem tzw. niemożliwego trójkąta), problemy z właściwym określeniem podaży pieniądza, a także zadania oraz instrumentarium banków centralnych. W rozdziale tym poddano też pod dyskusję problem tzw. luzowania ilościowego (*quantitative easing*). Oceniając wysoko treść obu rozdziałów, można by zastanowić się, czy dla większej przejrzystości nie byłoby celowe przeniesienie rozważań dotyczących złota z rozdziału pierwszego do rozdziału drugiego. Zamiast bowiem traktować je jako makroekonomiczny aspekt funkcjonowania rynków finansowych, lepiej byłoby ująć problematykę złota jako część dyskusji nad pieniądzem. Z kolei w odwrotną stronę można by przenieść rozważania dotyczące PKB, otwierające rozdział drugi.

W rozdziale trzecim Autor przedstawił rolę i mechanizmy funkcjonowania współczesnych banków w gospodarce, rozpoczynając od prezentacji historycznych fundamentów systemów bankowych. Szczególną uwagę, co jest uzasadnione ze względu na tematykę książki, zwrócono na kwestie bezpieczeństwa banków komercyjnych oraz bankowości inwestycyjnej. W kontekście Globalnego Kryzysu Finansowego trochę dziwi, że tak mało miejsca Autor poświęcił zagadnieniu tzw. bankowości równoległej (*shadow banking*). Zmienia ona bowiem znacząco sposób działania tradycyjnych instytucji bankowych i sytuację na rynku finansowym.

Treścią rozdziału czwartego są mechanizmy cyklicznego funkcjonowania rynków finansowych. Autor przedstawia w nim podstawowe wskaźniki rynków finansowych, charakteryzuje syntetycznie teorie i modele kryzysów finansowych, a także omawia – w praktycznym ujęciu – kwestie stóp procentowych, inflacji i deflacji oraz polityki kursu walutowego. Dość skrótowo potraktował, niestety, kwestie bilansu płatniczego, handlowego oraz budżetowego. Dziwi też fakt, że przy omawianiu mechanizmu bańki spekulacyjnej Autor nie przywołał prac H. Minsky'ego, odwołując się tylko do ekonomistów współczesnych. Osobną część rozdziału stanowią rozważania dotyczące motywów działania menedżerów, spekulacji pokusy nadużycia, psychologii tłumu, działalności agencji ratingowych, wielkości firmy oraz mechanizmów demokracji. Te nadzwyczaj ciekawe rozważania mogłyby, ze względu na swoją wagę i nieco inny charakter niż omawiane wcześniej kwestie, stanowić nawet treść osobnego rozdziału.

Rozdział piąty zawiera opis najważniejszych, według Autora, kryzysów „spekulacyjnych”, jakie wystąpiły przed 1929 rokiem, począwszy od „gorączki tulipanowej”, a skończywszy na Wielkim Kryzysie, podczas gdy rozdział szósty – opis kryzysów tego typu, które wystąpiły po 1929 roku. Wysoko oceniając treść obu rozdziałów, należy zaznaczyć, że wątpliwości budzi potraktowanie jako kryzysu spekulacyjnego kryzysów naftowych z lat 70. ubiegłego wieku, a także ujęcie akurat w tej części książki rozważań dotyczących organizacji i funkcjonowania systemu z Bretton Woods (tym bardziej, że ujęte zostały dość skrótowo).

Zagadnień o charakterze ponadnarodowym dotyczy rozdział siódmy, którego treść stanowią kwestie globalizacji, funkcjonowania strefy euro oraz tzw. Konsensusu Waszyngtońskiego. Należy zaznaczyć, że dyskusja nad tymi zagadnieniami stanowi ważny problem z uwagi na bardzo dużą dynamikę i ciężar ideologiczny tych kwestii. Tym samym próby kompleksowego ich przedstawienia oraz sformułowania jednoznacznych wartościujących ocen są dość trudne. I o ile Autor wszechstronnie rozważa zagadnienie globalizacji oraz strefy euro (choć w wielu miejscach raczej wykazuje się nadmiernym optymizmem), to już charakterystyka Konsensusu Waszyngtońskiego wydaje się dość powierzchowna. Ponadto, pamiętając o wielu wartościowych i cennych uwagach i wnioskach Autora, należy chyba uznać, że w niewystarczającym stopniu uwzględnia on w tym rozdziale kwestie natury politycznej.

Bardzo ciekawy jest rozdział ósmy, w którym scharakteryzowano szeroką gamę instrumentów spekulacyjnych, stanowiących przedmiot obrotu na współczesnych rynkach finansowych. Autor wykazuje się tu dogłębną znajomością omawianej problematyki. W wielu przypadkach aż prosiłoby się o jeszcze bardziej szczegółową analizę funkcjonowania poszczególnych instrumentów i mechanizmów. Warto jedynie zasygnalizować, że omawiane w tym rozdziale „wirtualne waluty” (jak np. bitcoin) niekoniecznie muszą zawierać tylko aspekt spekulacji – jako tzw. pieniądz lokalny mogą przynosić również konkretne korzyści

Ostatni, dziewiąty rozdział zawiera omówienie Globalnego Kryzysu Finansowego. Autor charakteryzuje tu sytuację gospodarczą przed kryzysem, podkreślając nasilenie działań o charakterze spekulacyjnym, a także przebieg samego kryzysu. Opisując te zagadnienia, wykorzystuje elementy i treści wprowadzone w poprzednich rozdziałach, co nadaje spójność całości rozważań. Autor przedstawia również rozwiązania instytucjonalne mające złagodzić ciężar kryzysu oraz zapobiec wybuchowi kolejnych kryzysów.

Rozważania prowadzone w poszczególnych rozdziałach pozwoliły Autorowi na sformułowanie kilku grup wniosków. Pierwsza dotyczy ogólnej oceny funkcjonowania banków, druga ograniczeń, przed jakimi stoją współczesne banki centralne, trzecia natomiast – sposobu funkcjonowania nadzoru finansowego.

W odniesieniu do pierwszego zagadnienia Autor stawia pytanie, czy rynki finansowe (w tym zwłaszcza banki) odgrywają rolę pozytywną, czy może poprzez eskalację ryzyka i nadmierną „chciwość” stanowią raczej zagrożenie dla gospodarki. Według niego, nawet gdy uwzględni się faktyczne i potencjalne problemy, pozytywny wpływ banków jest niepodważalny. Przyznaje jednak, że niewątpliwym minusem działania banków jest ich „spekulacyjny” charakter. Mogą one bowiem niejako wykorzystać chciwość (czy wręcz naiwność) swoich klientów i „sprzedać” im nadmiernie ryzykowne lub po prostu wadliwe produkty. Według Autora istnieją trzy przyczyny tego, że współczesne banki są raczej „kasynem” niż instytucjami zaufania publicznego. Po pierwsze, zatraciły one swój status przedsiębiorstwa innego

niż pozostałe. Systemy bankowe przy tym dość mocno zderegulowano, a jednocześnie pojawiły się czynniki sprzyjające wzrostowi pokusy nadużycia wśród banków. Po drugie, banki coraz częściej stawały się spółkami akcyjnymi. To zaś znacząco skróciło horyzont decyzyjny w tych instytucjach oraz sprawiło, że menedżerowie, rozliczani przede wszystkim z osiągniętej stopy zwrotu, w coraz większym stopniu szukali ryzykownych rozwiązań i projektów. Po trzecie, i kluczowe według Autora, wskutek procesu globalizacji banki (zwłaszcza te uczestniczące w procesie internacjonalizacji) stały się podmiotami niezmiernie trudnymi w zarządzaniu, w dużym stopniu wręcz niesterowalnymi. Splot tych trzech problemów sprawił, że wiarygodność banków i ich status instytucji zaufania publicznego uległy dalece idące erozji. Niewątpliwie trzeba zgodzić się z Autorem, że zmiana takiego stanu rzeczy wydaje się być, póki co, wątpliwa.

Próbując natomiast skonkludować swoje rozważania odnośnie do banków centralnych, Autor wskazuje na dwa główne problemy. Pierwszym z nich jest zacieśniająca się różnica między pieniądzem a pozostałymi aktywami finansowymi, czy, ujmując rzecz nieco inaczej, trudność w określeniu, co właściwie współcześnie jest pieniądzem. Drugim ograniczeniem polityki banków centralnych jest pozostawienie tych instytucji w obliczu kryzysu niejako samym sobie. Zasadniczo zgadzając się z tymi wnioskami, należy dodać, że rozwiązania pierwszego problemu upatrywano już w dostosowaniu strategii i instrumentarium polityki pieniężnej do zasad tzw. Nowego Konsensusu. Okazało się to jednak niewystarczające. Jeżeli zaś chodzi o znikome pole manewru polityki fiskalnej jako instrumentu polityki stabilizacyjnej, na które Autor zwraca uwagę w kontekście ostatniego kryzysu zadłużenia państw europejskich, to trzeba przypomnieć, że nie jest to bynajmniej zjawisko nowe. Oprócz problemów z deficytem i długiem publicznym w wielu krajach, na ograniczoną użyteczność polityki fiskalnej wpłynęło również upowszechnienie kursów płynnych po 1973 roku.

W kontekście natomiast warunków, jakie powinien spełniać nadzór finansowy aby skutecznie działać w obecnych uwarunkowaniach instytucjonalnych, Autor stwierdza, że kluczowe jest tu rozumienie wszystkich aspektów działania rynków finansowych (ze szczególnym uwzględnieniem największych instytucji), skuteczne egzekwowanie już istniejących regulacji, a nie wprowadzanie coraz to nowych, jak również koordynacja nadzoru w skali ponadnarodowej, a nawet globalnej. Niewątpliwie, spośród tych trzech postulatów Autora, drugi wydaje się najbardziej realny. Trudno jednak uznać, że nadzorcy – zwykle pozostający co najmniej o krok za instytucjami finansowymi – byliby w stanie ogarnąć *wszystkie* aspekty działania coraz bardziej złożonych rynków finansowych. Skupienie uwagi na największych graczach mogłoby jednak ułatwić stabilizowanie sektora. Można uznać, że takie właśnie cele przyświecają w pewnym stopniu unii bankowej. Jeżeli chodzi natomiast o nadzór globalny, to już problemy w tworzeniu tej unii wskazują, jak bardzo trudnym, by nie powiedzieć utopijnym (co jednak autor sam przyznaje), zadaniem



byłoby stworzenie takiego nadzoru, zważywszy choćby na odmienne systemy podatkowe, specyfikę *corporate governance* w poszczególnych krajach, czynniki kulturowe i historyczne, czy wreszcie, po prostu, konflikty interesów poszczególnych państw.

Książkę kończy interesująca próba nakreślenia przez Autora zjawisk, jakie mogą wystąpić w najbliższych latach we współczesnych systemach finansowych. Jego zdaniem, po pierwsze, zarysuje się przewaga systemu finansowego typu anglosaskiego. Po drugie, pogłębi się integracja państw w ramach Unii Europejskiej, głównie tych z obszaru euro. Po trzecie, należy oczekiwać w najbliższych latach konkretnych wyroków sądowych odnoszących się do cech oferowanych klientom produktów finansowych oraz zasad, na jakich miało to miejsce. Wyroki takie będą następnie stanowić swoistą wykładnię w odniesieniu do kolejnych spraw o podobnym charakterze. Po czwarte, pod presją opinii społecznej, nadzorcy i instytucje odpowiedzialne za ochronę konsumentów egzekwując poszczególne normy będą kierować się w coraz większym stopniu nie literą, ale także duchem prawa. Po piąte, trzeba liczyć się z mocnym lobbieniem ze strony instytucji finansowych, mającym na celu zneutralizowanie potencjalnej reakcji decydentów, nadzorców i sądów.

W konfrontacji z tymi tezami nasuwają się pewne uwagi polemiczne. Przede wszystkim nie jest oczywiste, czy tradycyjna dychotomia systemów finansowych jest nadal adekwatna, czy też – w obliczu zamazywania się różnic między obu typami – należałoby raczej zastosować nowe kryteria ich podziału. Również pogłębienie integracji jest sprawą dyskusyjną, zwłaszcza że po globalnym kryzysie finansowym pojawiły się w UE wyraźne tendencje odśrodkowe. Nawet gdyby uwzględnić tylko kraje strefy euro, co eliminuje kwestię Brexitu (choć konsekwencje tegoż oczywiście będą wpływały na całą Wspólnotę), coraz bardziej uwidaczniają się też różnice między poszczególnymi krajami członkowskimi, a także różnice między administracją (biurokracją) unijną a społeczeństwami państw członkowskich.

Nie sposób natomiast nie zgodzić się z finalną konkluzją Autora, że w sytuacji narastających problemów i wyzwań, przed jakimi będą stały instytucje nadzorcze i banki centralne (zwłaszcza w kontekście wspomnianych działań lobbujących instytucji finansowych), niezbędna jest edukacja ekonomiczna (głównie finansowa) i „jak najszerze zrozumienie mechanizmów rządzących rynkami finansowymi”. Tylko wtedy indywidualni klienci będą mogli odróżnić ryzykowne instytucje i działania od takich, które nie stanowią zagrożenia dla bezpieczeństwa zarówno indywidualnych podmiotów, jak i całego systemu. Trzeba jednak zaznaczyć, że wzrost wiedzy ekonomicznej nie wyeliminuje skłonności pewnych klientów do nadmiernie ryzykownych zachowań oraz wybierania wątpliwych i ryzykownych ofert.

Całość rozważań tworzy bardzo ciekawą, a przy tym napisaną przystępnym, barwnym językiem i wzbogaconą dużą liczbą szczegółów panoramę współczesnych rynków finansowych i systemów bankowych. Oczywiście nie brak w książce poglądów i stanowisk, z którymi można by polemizować – choćby tego o braku al-

ternatywy dla istniejących rozwiązań w sferze finansowej. Przykładowo, przynajmniej na poziomie koncepcyjnym, taką alternatywę stanowi tzw. wolna bankowość (*free banking*), system bankowy stuprocentowej rezerwy lub powrót do pieniądza opartego na standardzie towarowym. Na coraz szerszą skalę pojawiają się także (i zyskują na popularności) systemy pieniądza prywatnego oraz platformy *social lending*. Można je w pewnym stopniu postrzegać jako alternatywę dla tradycyjnych pośredników finansowych.

Pewnym problemem są czasem zbyt daleko idące uproszczenia poczynione przez Autora. Przykładowo, dość swobodnie potraktowano w książce możliwość funkcjonowania różnych odmian systemów kursowych i ich odmiennego wpływu na badane kategorie. Trudno także zgodzić się z twierdzeniem, że dla posiadania atrybutu pieniądza wystarczy pełnienie funkcji środka płatniczego (s. 60) – konieczne jest bowiem także pełnienie funkcji miernika wartości. Wątpliwe jest również uznanie, że „najważniejszą przesłanką powołania banków centralnych było (i jest nadal) wygładzanie okresowych wahań rynku” oraz, że „zadanie NBP to utrzymanie wartości pieniądza” (s. 63). Dość odważnym skrótem myślowym jest też stwierdzenie, że to kryzys z roku 1929 i drogi wyjścia z niego, przyjęte przez poszczególne kraje, stanowiły przyczynę wybuchu II Wojny Światowej (s. 190), jak również potraktowanie decyzji prezydenta Nixona z 1971 r. o zawieszeniu wymienialności dolara na złoto jako „całkowite odejście od złota” (s. 193). To bowiem nastąpiło dopiero 1 kwietnia 1978 r. wraz z formalną demonetyzacją złota. Podziwu godny jest też optymizm Autora, że „nic tak nie chroni od konfliktów zbrojnych, jak globalizacja” (s. 240).

Zastanawia również, dlaczego Autor, pisząc o pewnych zjawiskach i procesach, a także opisując ich mechanizm i źródła, nie używa wprost ich nazw. Chodzi tu przede wszystkim o finansyzację i demutualizację – odgrywające bardzo znaczącą rolę w przemianach współczesnych systemów finansowych. Z tym wiąże się nieco inny problem, mianowicie pewne wymieszanie elementów teorii i praktyki. Jak się wydaje, precyzyjniejsze rozdzielenie tych obszarów, a także umieszczenie choćby w pewnych przypadkach odwołań do prac przywoływanych autorów, sprawiłoby, że sformułowane przez Autora tezy i wnioski wybrzmiałyby jeszcze mocniej.

Te swoiste mankamenty nie są jednak tak istotne, jeżeli pamięta się, że Autor podkreśla, że książka: „nie pretenduje do roli opracowania naukowego [...] lecz koncentruje się raczej na przedstawieniu podstawowych mechanizmów (w tym wzajemnych uwarunkowań) funkcjonowania rynków finansowych, ze szczególnym położeniem nacisku na sektor bankowy” (s. 12). Tak ujęty cel, jak się wydaje, w pełni zrealizowano. Książka natomiast może być – szczególnie dla czytelników nie znających kulisów i mechanizmów działania współczesnych instytucji i rynków finansowych – bardzo ciekawą podróżą intelektualną.