

Krzysztof Marczewski*

RECENZJA KSIĄŻKI *NOWA GLOBALNA ARCHITEKTURA FINANSOWA. W STRONĘ BEZPIECZNIEJSZEGO SEKTORA BANKOWEGO*

(Artykuł nadesłany: 27.04.2018; Zaakceptowany: 17.05.2018)

***Nowa globalna architektura finansowa. W stronę bezpieczniejszego sektora bankowego*, Barbara Liberska (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2016, 238 stron.**

Tytuł książki, której autorami jest zespół pracowników Katedry Globalizacji w Instytucie Ekonomii, Finansów i Zarządzania Uniwersytetu Jagiellońskiego, sygnalizuje już główne jej przesłanie. Można je sformułować w postaci dwóch stwierdzeń:

1. Świat finansów przed kryzysem opierał się na fałszywej ideologii i błędnych założeniach. Tą fałszywą ideologią było powszechne dążenie do deregulacji finansowej; błędne założenia polegały na uznaniu, że rynki finansowe są efektywne, a ich uczestnicy podejmują racjonalne decyzje.
2. Jest konieczne przeprowadzenie zasadniczych zmian w dotychczasowym sposobie funkcjonowania banków i rynków finansowych. Ze względu na to, że kryzys miał charakter systemowy i strukturalny, niezbędne są zmiany regulacyjne zarówno na szczeblu krajowym, regionalnym, jak i globalnym. Zatem przeprowadzenie tych zmian wymaga konsensu państw, które są świadome zagrożenia wynikającego z zaniechania reform.

Przedmiotem książki jest przedstawienie zmian (oraz dyskusji wokół nich), przeprowadzonych w okresie pokryzysowym do 2015 r. zarówno w ramach uzgod-

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów, Katedra Ekonomii Stosowanej oraz Instytut Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktur w Warszawie; e-mail: krzysztof.marczewski@ibrkk.pl

nień międzynarodowych, jak i w legislacji w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej.

Czy jednak można bezwarunkowo uznać, że dążenie do deregulacji finansowej jest fałszywą ideologią? Teoria dostarcza na tym polu różnych odpowiedzi.

Dwie główne klasyczne teorie regulacji ekonomicznej to teoria interesu publicznego oraz teoria przechwytywania. Według pierwszej z nich wolne od ingerencji rynki bardzo często przestają działać efektywnie ze względu na występowanie zjawisk monopolistycznych lub negatywnych efektów zewnętrznych (Pigou, 1938). Natomiast rządy mają chęć i potrafią korygować te niesprawności rynków za pomocą swoich działań regulacyjnych. Zgodnie z drugą teorią, niesprawności rynków nie występują zbyt często i na dużą skalę, a gdy się zdarzają, prywatne procedowanie wsparte przez niezależny system sądowniczy pozwala je usuwać bez ingerencji państwa (Coase, 1960; Stigler, 1971; Peltzman, 1976). Gdy zaś do tej ingerencji jednak dochodzi, państwo okazuje się nieodporne na działania lobbujące (proces regulacji jest przechwytywany przez wpływowe podmioty z branży poddanej regulacji) i/lub niekompetentne. Regulacja pojawia się zatem wtedy, gdy producenci chcą ograniczyć konkurencję i przejąć korzyści redystrybucyjne z tego tytułu albo konsumenci chcą ograniczyć siłę monopoli i przejąć korzyści redystrybucyjne z tego powodu. Na tym tle S. Peltzman sformułował hipotezę, że logiczną konsekwencją ingerencji regulacyjnej w rynek jest jego deregulacja w następstwie stopniowego zaniku znaczących korzyści redystrybucyjnych (Peltzman, 1989).

W opozycji do tych dwu teorii lokuje się teoria egzekwowania (Djankov et al., 2003; Shleifer, 2005). W jej ramach rozpatruje się cztery strategie kształtowania struktury instytucjonalnej rynku z punktu widzenia realizacji celów społecznych: samokontroli rynkowej (*market discipline*), prywatnego dochodzenia praw (*private litigation*), publicznego egzekwowania praw przez interwencję regulacyjną (*public enforcement through regulation*) oraz upaństwowienia (*state ownership*). Podstawową konkluzją teorii egzekwowania (*enforcement*) jest stwierdzenie, że każda z tych strategii jest niedoskonała, a zadaniem władzy publicznej jest wybór pomiędzy nimi minimalizujący ogólną stratę społeczną.

Patrząc zatem oczami teorii interesu publicznego, przyczyną deregulacji finansowej, postępującej na całym niemal świecie w ostatnich kilkudziesięciu przedkryzysowych latach, byłaby konstatacja, że istniejące regulacje hamowały sprawne pełnienie przez rynki finansowe funkcji przekształcania oszczędności prywatnych w inwestycje, zaś wedle teorii przechwytywania taką przyczyną byłaby doświadczana erozja korzyści z regulacji ostrożnościowych wśród przeważającej części podmiotów działających na rynkach finansowych. Z kolei zgodnie z teorią egzekwowania władza publiczna wybierałaby deregulację, uznając, że samokontrola rynkowa w tym ważnym segmencie gospodarki minimalizuje ogólną stratę społeczną, choć grozi malwersacjami prywatnymi.

Z tej perspektywy mniej kategorycznie niż autorzy omawianej pracy oceniałbym procesy deregulacji finansowej w okresie przedkryzysowym. Deregulacja sprawdzała się przez wiele lat. Intensywne międzynarodowe przepływy kapitałowe

umożliwiły przyspieszenie wzrostu gospodarczego w skali światowej. Kryzysowa zapaść na rynkach finansowych została dość szybko i sprawnie opanowana. Przyjęte w następstwie wybuchu kryzysu rygorystyczne początkowo pakiety regulacyjne już są na niektórych polach stopniowo osłabiane. Nakładanie regulacji pociąga bowiem za sobą wzrost kosztów działalności regulowanych podmiotów, mogący ograniczać rozmiary ich aktywności. Autorzy, przy okazji przeglądu literatury dotyczącej omawianych nowo wprowadzanych regulacji, wskazują na to niebezpieczeństwo, podnoszone zwłaszcza przez środowiska biznesowe, ale z reguły w podsumowaniu niemal każdego z rozdziałów biorą stronę zwolenników szerokich regulacji. Korekta regulacyjna była z pewnością potrzebna. Skoordynowana i skuteczna w najbardziej gorącym okresie lat 2008–2010 reakcja na kryzys społeczności międzynarodowej, m.in. w ramach działań Grupy G-20, jest godna podkreślenia. Dokumentuje ten proces pierwszy rozdział książki. Należy też wskazać – i autorzy to czynią – że przed kryzysem zbyt pochopnie rezygnowano z wielu procedur ostrożnościowych i nie nadążano z niezbędnymi regulacjami w odniesieniu do nowych tendencji na rynkach finansowych, wiążących się głównie z procesem globalizacji i objawiających się narastaniem ryzyka systemowego. Ale kontynuując sposób rozumowania Pelzmana, warto też mieć na uwadze, że „wzmocnienia regulacyjne” z czasem wyczerpują swą społeczną atrakcyjność.

W kolejnych dziesięciu rozdziałach książki autorzy analizują podejmowane pokryzysowe reformy i regulacje w następującym układzie: identyfikacja problemów, opis istoty tych reform oraz ocena ich skuteczności. Jest to treściwy i dobrze skoordynowany przegląd, co szczególnie jest ważne przy pracy zespołowej.

Dominują kwestie regulacji mikroostrożnościowych. Tylko dość skrótowy rozdział drugi jest w całości poświęcony polityce banków centralnych w okresie kryzysu. Poruszany jest tam m.in. interesujący problem redefinicji miernika realizacji celu inflacyjnego polityki pieniężnej w kierunku uwzględnienia w nim – obok cen dóbr i usług konsumpcyjnych – cen aktywów finansowych i rzeczowych. Autor opowiada się za tym poszerzeniem (s. 51), ale bez szerszego uzasadnienia, mimo że wcześniej (s. 44–45) przedstawia występujące w literaturze liczne argumenty przeciwne takiemu posunięciu. Najważniejszym z nich jest stwierdzenie, że bank centralny nie może lepiej wycenić aktywów niż efektywny rynek finansowy i dlatego powinien reagować dopiero na pęknięcie bańki spekulacyjnej. Ponadto monitorowanie cen aktywów finansowych przez bank centralny może pobudzać inwestorów do zbyt ryzykownych działań (Benassy-Quere i in., 2010).

Zwrócił moją uwagę ciekawy opis procesu koncentracji w amerykańskim systemie bankowym w latach 1980–2009 oraz dyskusja dotycząca ustawy Dodd-Franka, a w tym słynnej reguły Volckera. Pojemnie informacyjnie są rozdziały poświęcone regulacjom Bazylea III oraz pokryzysowym mechanizmom restrukturyzacji i upadłości banków. Autorzy wskazują przy tym na różnice stanowisk w ocenie skutków tych regulacji między sektorem bankowym a środowiskiem naukowym. W rozdziale, w którym omówiono nową strukturę nadzoru bankowego, zwraca uwagę analiza odrębności w podejściach między regulatorami w Stanach Zjednoczonych, kontynentalnej części Unii Europejskiej oraz

w Wielkiej Brytanii. Zabrakło mi tu jednak, żywo dyskutowanej także w Polsce, kwestii następstw ograniczenia autonomii nadzorów krajowych w ramach konstruowanej w UE unii bankowej.

Kolejne trzy rozdziały odnoszą się do bardziej szczegółowych zagadnień: kształtowania wynagrodzeń w bankach, reform funkcjonowania agencji ratingowych oraz pokryzysowych regulacji *shadow banking*. W pierwszym z tych rozdziałów ciekawym uzupełnieniem rozważań na temat systemów motywacyjnych w Europie Zachodniej i Stanach Zjednoczonych jest analiza sytuacji w Polsce. Pesymistycznych wniosków dostarcza omówienie prób reform funkcjonowania agencji ratingowych. Nie zapowiada się, zdaniem autora rozdziału, aby zniknął podstawowy konflikt interesów wynikający z zasady „emitent płaci”. Z kolei z analizy *shadow banking* wyłania się problem międzynarodowego arbitrażu regulacyjnego. Regulatorzy krajowi w krajach rozwiniętych, zaostrzając przepisy, wypychają objęte nimi działalności na rynki krajów rozwijających się, gdzie takich regulacji brakuje.

Problem międzynarodowego arbitrażu regulacyjnego poruszono także w rozdziale poświęconym systemowemu ryzyku. Kwestia metod pomiaru tego ryzyka jednak została w nim przedstawiona pobieżnie i nieprecyzyjnie. Już sama definicja klasycznej miary, jaką jest wartość narażona na ryzyko (*VaR*), jest niejasno sformułowana (s. 85) jako: „...maksymalna strata rynkowej wartości portfela (...) możliwa do poniesienia w konkretnym horyzoncie czasowym i przy założonym poziomie ufności”. Autor nie objaśnia pojęcia poziomu ufności (oznaczanego zwykle w literaturze jako $1-\alpha$), a na kolejnej stronie używa symbolu α , nadal go nie interpretując. Z tego powodu kolejna definicja oczekiwanej straty (*ES*) jest też niejasna (s. 86). Pochodnego pojęcia – krańcowej oczekiwanej straty (*MES*) w *i*-tej instytucji – nie można zrozumieć przy podanej przez autora rozdziału ilości informacji. Wreszcie objaśnienie miary *SRISK*, zależnej od *ES* i eksponowanej w tabeli 4.1 także nie jest wyczerpujące (co to są „realne społeczne koszty luki kapitałowej”?).

Niejasne interpretacje omawianych wskaźników zdarzają się też w niektórych innych rozdziałach. Na przykład, współczynnik dźwigni (*LR*) objaśniany jest jako relacja kapitału podstawowego *Tier 1* do aktywów i zobowiązań pozabilansowych (s. 107). Określenie „zobowiązania pozabilansowe” nie jest tu fortunne. Chodzi tu o pozycję pozabilansową (*off-balance exposure*).

W rozdziale podsumowującym całość rozważań przedstawionych w książce (autorstwa jej redaktora) położono nacisk na potrzebę przywrócenia rynkom finansowym właściwej im funkcji w gospodarce oraz na potrzebę ewolucji współczesnego modelu kapitalizmu w kierunku tzw. kapitalizmu włączającego. Książkę uzupełnia zestaw aneksów, wśród których szczególnie użyteczna jest tabelaryczna synteza jej treści obejmująca siedem głównych problemów, przed jakimi stanął światowy system bankowy, podejmowane działania zaradcze oraz oceny skuteczności tych działań.

Konkludując, recenzowana książka jest dobrym przewodnikiem po kierunkach reform podjętych w sektorze bankowym w Stanach Zjednoczonych i Europie

Zachodniej w następstwie światowego kryzysu gospodarczego. Wyróżnia ją zdyscyplinowany, klarowny na ogół opis analizowanych działań i autorska ocena ich skuteczności.

A co będzie dalej z pracami nad tworzeniem nowej globalnej architektury finansowej? Czy nastąpi pogłębienie i poszerzenie regulacji czy ich osłabienie? Gdy piszę te słowa, Senat amerykański właśnie przyjął legislację ograniczającą zakres regulacji, wprowadzonych ustawą Dodda-Franka w odniesieniu do banków i instytucji finansowych średniej wielkości.

BIBLIOGRAFIA

- Benassy-Quere A., Coeure B., Jacquet P., Pisani-Ferry J. (2010), *Economic Policy. Theory and Practice*, Oxford University Press.
- Coase R. (1960), *The problem of social cost*, "Journal of Law and Economics", 3.
- Djankov S., Glaeser E., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (2003), *The new comparative economics*, "Journal of Comparative Economics", 31.
- Peltzman S. (1976), *Towards a more general theory of regulation*, "NBER Working Paper Series, Working Paper", 133, April.
- Peltzman S. (1989), *The economic theory of regulation after a decade of deregulation*, "Brookings Papers on Economic Activity", Special Issue.
- Pigou A. (1938), *The Economics of Welfare*, Macmillan, London.
- Shleifer A. (2005), *Understanding regulation*, "European Financial Management", 11.
- Stigler G. J. (1971), *The theory of economic regulation*, "Bell Journal of Economics", 2.