

Adam PESZKO*

DYSFUNKCJE GLOBALNEGO RYNKU FINANSOWEGO I MOŻLIWOŚCI ICH PRZEZWYCIĘŻENIA

(Streszczenie)

W artykule przedstawiono analizę możliwości wprowadzenia nowych instytucji warunkujących przezwyciężenie obecnych dysfunkcji globalnego rynku finansowego. Na początku omówiono instytucje monitorujące i regulujące zaproponowane przez amerykańskich laureatów Nagrody Nobla. W drugiej kolejności przedstawiono nową koncepcję globalnego progresywnego podatku od kapitału Thomasa Piketty. Koncepcja, zaproponowana przez francuskiego ekonomistę, jest najbardziej radykalna i z nią powinny być związane największe nadzieje. Jednak wdrożenie jej na skalę globalną wydaje się wyjątkowo trudne ze względu na brak jednolitej woli politycznej wprowadzenia w skali globalnej bezwarunkowej, automatycznej wymiany informacji międzybankowej.

Słowa kluczowe: rynki finansowe; hipoteza rynku efektywnego; efektywność informacyjna rynku finansowego; globalny progresywny podatek od kapitału

Klasyfikacja JEL: F61, G18, G30

1. Wstęp

Cztery lata temu w Studiach Prawno-Ekonomicznych opublikowano artykuł zawierający analizę sprawności współczesnych rynków finansowych jako narzędzia dyscyplinującego menedżerów w zewnętrznym (*outsiderskim*) modelu nadzoru korporacyjnego¹. W podsumowaniu przyznano, że zaistniałe w ostatnich dekadach XX w. negatywne zmiany w strukturze rynków finansowych uniemożliwia-

* Prof. zw. dr hab., Górnośląska Wyższa Szkoła Handlowa im. W. Korfańskiego w Katowicach; e-mail: adampezsko@wp.pl

¹ A. Peszko, *Rynki finansowe w mechanizmie nadzoru korporacyjnego*, Studia Prawno-Ekonomiczne 2014/ XCI/2, s. 281–292, Łódzkie Towarzystwo Naukowe, Łódź.

ją efektywne wykorzystanie ich w ramach otwartego modelu nadzoru korporacyjnego. W tekście artykułu wykazano bowiem, że nawet najbardziej wytrwały analityk hipotezy efektywności rynków finansowych E.F. Fama już w swych publikacjach z 1976 r. zakwestionował pełną efektywność informacyjną rynków finansowych i wprowadził trzy formy tej efektywności: słabą, pół silną i silną. Natomiast w 1991 r. po długotrwałych, żmudnych badaniach przyznał, że uzyskał rezultaty zarówno potwierdzające, jak i negujące efektywność informacyjną w każdej z wyróżnionych form efektywności². W ostatniej dekadzie wieku XX rynki finansowe przestały więc być skutecznym mechanizmem przydatnym do dyscyplinowania zachowań zarządów korporacji globalnych.

Celem niniejszego opracowania jest próba wykazania, że w światowej literaturze ekonomicznej można już obecnie znaleźć koncepcje budowy instytucji o zasięgu globalnym, które przyczyniłyby się znacząco do przywrócenia rynkom finansowym ich efektywności informacyjnej. Możliwe byłoby więc ponowne wykorzystywanie ich w zewnętrznym modelu nadzoru korporacyjnego jako zasadniczego mechanizmu dyscyplinującego menedżerów.

Dążąc do realizacji tak określonego celu, poddamy analizie wybrane propozycje naprawy funkcjonowania współczesnych rynków finansowych, prezentowane w publikacjach czołowych ekonomistów światowych, oceniających krytycznie sprawność współczesnych rynków finansowych z punktu widzenia ich własności samoregulacyjnych oraz skuteczności w przeciwdziałaniu niebezpiecznie narastającemu wzrostowi nierówności dochodowych i majątkowych w skali globalnej.

Na wstępie przyjmujemy hipotezę roboczą, że najbardziej inspirującą propozycję w tym zakresie prezentuje Thomas Piketty, francuski ekonomista, absolwent m.in. London School of Economics, obecnie profesor Paris School of Economics. Zaproponował on wprowadzenie globalnego, progresywnego podatku od kapitału, a swoją propozycję przedstawił w wydanym w 2013 r. dziele, zatytułowanym *Kapitał w XXI wieku*³, które znalazło się jako pozycja numer jeden na liście bestsellerów „New York Timesa” i zostało uznane przez „Financial Times” jako biznesowa książka roku 2014. Amerykański Noblista Paul Krugman w swym artykule w „New York Times” stwierdził: „Można bez ryzyka powiedzieć, że *Kapitał w XXI wieku* będzie najważniejszą książką ekonomiczną roku, a może i dekady”⁴.

² *Ibidem*, s. 231.

³ Wydanie polskie: **T. Piketty**, *Kapitał w XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015.

⁴ *Ibidem* – końcowa okładka.

W kolejnej części niniejszego opracowania poddane będą analizie publikacje czołowych ekonomistów Stanów Zjednoczonych, głównie laureatów ekonomicznego Nobla: Georga A. Akerloffa, Paula Krugmana, Josepha E. Stiglitz, Nouriel Roubiniego i Roberta J. Shillera, krytycznie oceniających funkcjonowanie współczesnych rynków finansowych. Wykorzystamy też opinie wykazujące negatywne oddziaływanie współczesnego globalnego rynku finansowego na procesy rozwoju gospodarki światowej, które prezentuje Brytyjczyk Guy Standing.

W części trzeciej przejdziemy do powołanego wcześniej Thomasa Piketty'ego i jego propozycji wprowadzenia globalnego, progresywnego podatku od kapitału. Wdrożenie takiego podatku wymaga jednak wcześniejszego zapewnienia krajowym organom finansowym automatycznego dostępu do informacji bankowej o całym majątku obywateli danego kraju w skali globalnej. Oznaczałoby to przełamanie zasady tajemnicy bankowej i realną perspektywę likwidacji tzw. „rajów podatkowych”. Wydaje się, że obecnie w polityce światowej daleko jeszcze do pełnej jedności poglądów i konsensusu w tej sprawie.

2. Konceptcje usprawniania rynków finansowych proponowane przez ekonomistów anglosaskich

Zagadnienia usprawniania funkcjonowania rynków finansowych wracają zwykle do czołówki światowej literatury ekonomicznej w czasie okresowych załamań koniunktury gospodarczej. Tak też było z wydaną w 1999 i wznowioną w 2000 r., przez W.W. Norton & Company w New York – London, książką Paula Krugmana pt. *The Return of Depression Economics*, w której analizuje źródła tzw. „krachu azjatyckiego” z lat 1997–1999⁵. We wstępie autor przypomina fundament teorii kryzysu gospodarczego: „Przed pięciu laty ekonomisci – do których w dużym stopniu należałem również ja – sądzili, że recesję zawsze będzie można zwalczać stosunkowo łatwo: po prostu przez obniżenie stopy procentowej, i na tym koniec. W późnych latach dziewięćdziesiątych nauczyliśmy się, że nie jest to wcale tak łatwe. Japonia objawiła tę prawdę, którą znali nasi dziadkowie, ale o której my już zapomnieliśmy, mianowicie, że nawet obniżenie stóp procentowych do zera może się okazać niewystarczające. Jednocześnie kłopoty azjatyckich «tygrysów» unaocznily nam, że małe gospodarki, wystawione na zawieruchy międzynarodowej spekulacji, mogą być po prostu

⁵ Wydanie polskie: P. Krugman, *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

niezdołne do obciążenia stóp procentowych w celu przewyciężenia zapaści gospodarczej, że mogą być nawet zmuszone do ich podwyższenia i pogorszenia tej zapaści – z obawy załamania się waluty”⁶. Autor uświadamia nam w pełni skalę trudności pokonywania zapaści gospodarczej kraju w nowych warunkach funkcjonowania globalnego rynku finansowego.

W rozdziale zatytułowanym *Władcy świata: fundusze hedgingowe i inne czarne charaktery* zwraca uwagę na zagrożenia, które wynikają ze zmian strukturalnych współczesnych rynków finansowych. „Jednym z najbardziej dziwnych aspektów kryzysu gospodarczego ostatnich kilku lat była wyróżniająca się rola, jaką odgrywały instytucje inwestycyjne zwane funduszami hedgingowymi, czyli «funduszami ochrony przed ryzykiem», które są w stanie przejmować kontrolę nad aktywami dalece przewyższającymi majątek właścicieli. Nie ulega kwestii, że fundusze hedgingowe, zarówno przy swoich sukcesach, jak i niepowodzeniach trzęsły rynkami światowymi, i co najmniej w kilku przypadkach owi wredni spekulanci święcili swój powrót”⁷. Używany zwrot Krugmana „natura bestii”, polega na tym, że: „Fundusze hedgingowe, czyli fundusze ochrony przed ryzykiem, naprawdę nie chronią od ryzyka. W rzeczywistości postępują one w mniejszym lub większym stopniu wręcz przeciwnie”⁸.

Krugman zwraca również uwagę na to, że każdy kryzys wywołuje okresową modę na doskonalenie rynków finansowych, ale moda ta szybko mija po powrocie koniunktury⁹. Z analizy „krachu azjatyckiego” autor wyprowadza wniosek, że na pewno najważniejsze jest zapobieganie kryzysom. Na kluczowe pytanie: „Co można tu zrobić?” – odpowiada: „Obecnie każdy opowiada się za lepszą informacją, większą przejrzystością sprawozdań finansowych banków i spółek, ściślejszą regulacją podejmowania ryzyka finansowego itp. Jak najbardziej należy to wszystko robić”. Czyni jednak zastrzeżenie: „Nie podoba mi się myśl, że państwo będzie musiało się wtrącać w działanie rynków, że będzie musiało ograniczać wolny rynek w celu jego zachowania. Ale trudno jest spokojnie przyglądać się temu, jak niektórzy wciąż nalegają, by nie podejmować żadnych tego rodzaju działań, gdyż rynki finansowe zawsze nagradzać będą za cnotę, a karać tylko za występki”¹⁰. Nie można też pominąć bez refleksji ostatniego zdania analizowanej książki P. Krugmana: „Niedostatek twierdzą, że problemy Japonii, wschodzących krajów Azji czy Brazylii są problemami strukturalnymi,

⁶ *Ibidem*, s. 8.

⁷ *Ibidem*, s. 136.

⁸ *Ibidem*, s. 137.

⁹ *Ibidem*, s. 12.

¹⁰ *Ibidem*, s. 181.

których nie można szybko rozwiązać; ja natomiast sądzę, że jedynymi ważnymi przeszkodami strukturalnymi na drodze do ogólnoświatowej prosperity są przestarzałe doktryny, które kłębią się bezładnie w ludzkich umysłach”¹¹.

Trzy lata po omawianej publikacji Krugmana ukazała się książka noblisty 2001 r. Josepha E. Stiglitz’a zatytułowana *The Roaring Nineties. A New History of the World’s Most Prosperous Decade*¹². Stała się ona sensacją ze względu na przeprowadzoną w niej bezprzykładnie ostrą krytykę funkcjonowania, uważanego za najdoskonalszy, rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych. Analizując zaskakujące upadłości na przełomie wieków takich gigantów gospodarki USA jak World-Com czy Enron, autor dochodzi do wniosku, że podstawową przyczyną tych upadłości było dosyć powszechne stosowanie niedopuszczalnych prawnie zachowań na giełdzie. A w czasie, kiedy jeszcze trwało śledztwo w sprawie tych skandalicznych zachowań i *Wall Street* przestrzegał przed niebezpieczeństwem uczestników giełdy, wybuchły nowe skandale. Jeden z najgorszych dotyczył otwartych funduszy inwestycyjnych.

Większość Amerykanów nie trzyma swoich akcji na samodzielnych rachunkach, lecz korzysta z pośrednictwa funduszy inwestycyjnych. Otwarte fundusze inwestycyjne pozwalają bowiem na niezbędną dywersyfikację portfela akcji swych klientów przy rozsądnych kosztach – pod warunkiem, że działają uczciwie i nie ukrywają pobieranych opłat. Stiglitz stwierdza natomiast, że już w latach dziewięćdziesiątych nauczyły się one oszukiwać inwestorów przez prosty przekręt nazywany „wykorzystanie różnicy czasu rynkowego”¹³. Łatwo zarobić pieniądze, kupując o czwartej po południu akcje, których cena od godziny trzeciej wzrosła, jeżeli można je kupić po cenie z godziny trzeciej. Określenie „wykorzystanie różnicy czasu rynkowego” brzmi tak, jakby kupowało się akcje we właściwym momencie, tymczasem w rzeczywistości chodziło tylko o stworzenie możliwości oszustwa.

Wskutek takiego oszustwa funduszy inwestycyjnych zyski osiągnane przez jednych szły w koszty innych właścicieli funduszy inwestycyjnych. Ponieważ w szczytowym momencie otwarte fundusze inwestycyjne kontrolowały miliardy aktywów, nie powinno dziwić, że mogły istnieć obawy o złe zachowania menedżerów funduszy – przecież po prostu: tyle pieniędzy walało się wokół. Dlatego tak bardzo uzasadniona jest uwaga autora o świecie finansów: „Środowisko finansowe od dawna czuło wstręt do regulacji wprowadzanych przez

¹¹ *Ibidem*, s. 184.

¹² Wydanie polskie: **J.E. Stiglitz**, *Szalone lata dziewięćdziesiąte. Nowa historia najświetniejszej dekady w dziejach świata*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.

¹³ *Ibidem*, s. 8.

państwo. Zaufajcie nam mówili. Pozwólcie nam regulować się samym. Nie oszukamy inwestorów. Damy im wymagane informacje. Niestety, samoregulacja okazała się w takim samym stopniu błagą, jak inne elementy rzekomej uczciwości *Wall Street*¹⁴.

Powołane dwie publikacje laureatów nagrody im. Alfreda Nobla to pierwsze sygnały niepokojów o skutki przekrętów na rynkach finansowych w warunkach globalizacji. Wkrótce, bo pod koniec pierwszej dekady XXI w., wybuchł bowiem światowy kryzys finansowy lat 2008–2009. Znikło złudzenie samoregulacyjnych właściwości rynków finansowych, a pojawiła się lawina publikacji z zaleceniami szybkiego wprowadzenia nowych instytucji i narzędzi monitorowania, i regulacji globalnego rynku finansowego. Omówimy tylko dwie bardzo znamienne i chyba najgłośniejsze pozycje. Dzieło dwu laureatów ekonomicznego Nobla: George’a A. Akerloffa (nagroda Nobla w 2001 r.) i Roberta Shillera (noblista w 2013 r.) ze znamennym tytułem: *Animal Spirits – Zwierzęce instynkty*¹⁵. Drugą pozycję pt. *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, którą opracowali N. Roubini i S. Mihm, wydano w roku 2010¹⁶. O jej wiarygodności decyduje osoba pierwszego z autorów Nourie-la Roubiniego, profesora Uniwersytetu Nowojorskiego, który już 7 września 2006 r. w siedzibie Międzynarodowego Funduszu Walutowego w Waszyngtonie przedstawił wykład prezentujący przerażający scenariusz późniejszego kryzysu finansowego lat 2008–2009. Przewidział w nim problemy właścicieli domów ze spłatą zobowiązań przy spłacie kredytów hipotecznych, co powinno wywołać potężny wstrząs całego systemu finansowego i w końcu jego załamanie, ponieważ rozpadnie się rynek wycenianego na biliony dolarów papierów wartościowych zabezpieczonych tymi hipotekami. Słuchacze przyjęli to ostrzeżenie z dużym sceptycyzmem, a dwa lata później scenariusz sprawdził się dokładnie.

Ograniczona objętość tej publikacji nie pozwala na szerszą prezentację obu powołanych wyżej pozycji. Odsyłając więc zainteresowanych do polskiego oryginału *Zwierzęcych instynktów* lub innych wcześniejszych publikacji¹⁷, ograniczy-

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ Wydanie polskie: **G.A. Akerloff, R.J. Shiller**, *Zwierzęce instynkty. Czy ludzka psychika napędza globalną gospodarkę i jaki to ma wpływ na przemiany światowego kapitalizmu*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2010.

¹⁶ Wydanie polskie: **N. Roubini, S. Mihm**, *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2011.

¹⁷ **A. Peszko**, *Zaufanie jako czynnik decyzyjny w procesie zarządzania przedsiębiorstwem w zglobalizowanej gospodarce*, w: **J. Rokita** (red.), praca zbiorowa, *Nowe obszary badań w naukach o zarządzaniu*, Górnośląska Wyższa Szkoła Handlowa im. W. Korfańtego, Katowice 2015.

my się tylko do powołania kluczowego fragmentu wniosków Akerloffa i Shillera dotyczących regulacji rynków finansowych: „Świat, w którym rządzą *zwierzęce instynkty*, stwarza przestrzeń, która aż się prosi o interwencję ze strony państwa. To jego rolą jest ustalenie warunków, w których nasz *zwierzęcy instynkt* zostanie zaprzęgnięty do twórczej pracy ku wyższemu pożytkowi. Państwo musi ustalić reguły gry i pilnować ich przestrzegania. Istnieje, zatem, podstawowa przyczyna wyjaśniająca, dlaczego różnimy się tak bardzo od zwolenników absolutnie wolnego rynku, którzy uważają, że im mniej państwa w państwie, tym lepiej, oraz że wpływ państwa na zasady rządzące toczącą się grą winien być minimalny. Różnimy się, ponieważ nasza wizja gospodarki jest diametralnie inna. Gdybyśmy uważali gospodarkę za wynik wyłącznie racjonalnych działań ludzi, którzy na dodatek podejmują te działania, kierując się wyłącznie czysto ekonomicznymi względami, również my wtedy musielibyśmy optować za minimalną ingerencją państwa w życie gospodarcze i regulację rynków finansowych, a być może nawet w określanie poziomu zbiorczego globalnego popytu. Jednak w rzeczywistości dzieje się inaczej. *Zwierzęce instynkty* pociągają gospodarkę raz w jedną stronę, raz w drugą. Bez interwencji państwa gospodarka stale będzie doświadczać skoków i gwałtownych wahań poziomu bezrobocia, zaś rynki finansowe od czasu do czasu będą się pogrążać w chaosie”¹⁸.

Znaczenie dorobku ekonomistów behawioralnych dla praktyki gospodarczej niezwykle wysoko oceniają Roubini i Mihm w swej *Ekonomii kryzysu*. Podkreślają oni, że najsurowszym krytykiem hipotezy efektywnego rynku jest ekonomista z Yale University Robert Shiller. „Na początku lat 80. przeprowadził on badanie, w którym dowodził, że ceny akcji wykazują znacznie większą zmienność, niż wynikało by to z hipotezy efektywnego rynku. Pod koniec tego dziesięciolecia (chodzi o pierwsze dziesięciolecie XXI w., przypomnienie A.P.) Shiller wraz z grupą innych ekonomistów zebrali wiele danych świadczących o tym, że ceny aktywów rzadko znajdują się w stanie równowagi, a najczęściej gwałtownie się zmieniają. W pewnym momencie inwestorzy mogą zbyt optymistycznie szacować wartość aktywów i wywindować ich ceny do zawrotnego poziomu. Innego dnia z kolei zaczną w panice pozbywać się aktywów po okazyjnej cenie. Te zachowania nie są racjonalne; są to irracjonalne impulsy kierujące zachowaniem tłumu”¹⁹. Badania z dziedziny ekonomii i finansów behawioralnych ujawniły wiele scenariuszy powstawania i niemal samoczynnego powiększania się bańki spekulacyjnej, a następnie jej pęknięcia skutkującego

¹⁸ G.A. Akerlof, R.J. Shiller, *op. cit.*, s. 225.

¹⁹ N. Roubini, S. Mihm, *op. cit.*, s. 63.

realnymi zniszczeniami w różnych sektorach gospodarki²⁰. Opracowana na podstawie tych badań teoria sprzężenia zwrotnego (*Feedback Theory*) wyjaśnia, że inwestorzy obserwujący wzrost cen będą wykorzystywać tę koniunkturę, co dodatkowo podniesie ceny i przyciągnie jeszcze większą liczbę inwestorów do włączenia się do tego procesu wzrostu gorączki spekulacyjnej. Cytując za autorami: „Działanie sprzężenia zwrotnego doprowadza w końcu do tego, że ceny tracą wszelkie realne uzasadnienie, idą w górę, aż osiągną punkt szczytowy i staną w miejscu. Wtedy następuje gwałtowny spadek, czyli powstaje tak zwana negatywna bańka polegająca na ostrym pikowaniu cen. Takie spadki również bywają nieracjonalne i tak jak ceny w okresie koniunktury wznoszą się ponad racjonalny poziom, tak też później mogą spaść zdecydowanie poniżej uzasadnionego poziomu”²¹.

Nic więc dziwnego, że we wnioskach końcowych autorzy *Ekonomii kryzysu* akcentują, że kwestią wagi zasadniczej jest przyjmowanie przez rządy polityki, która ograniczy częstotliwość i wielkość baniek spekulacyjnych oraz gwałtowność załamań koniunktury. Większa obecność państwa w procesach monitorowania i regulacji rynków finansowych jest nieodzowna. Rządy muszą używać do tego polityki pieniężnej i zwiększać szczelność regulacji, aby nie dopuszczać do powstawania boomów i baniek spekulacyjnych. Rządy powinny też tworzyć lepsze zabezpieczenia socjalne, dzięki którym pracownicy będą bardziej wydajni i elastyczni na rynku pracy²². Pod koniec części wnioskowej umieszczono stwierdzenie, które warto zacytować dosłownie: „Wreszcie konieczne będzie większe zaangażowanie rządów we wzajemną współpracę nad swoimi politykami gospodarczymi, tak aby nie tworzyć stanu nierównowagi, która jest jednym z głównych powodów powstania kryzysów. Kryzysy nie znikną, ale rządy mogą ograniczyć ich częstotliwość i dotkliwość”²³.

Autorzy analizowanych publikacji zgodnie krytykują funkcjonowanie liberalnych rynków finansowych i trafnie diagnozują przyczyny ich dysfunkcji. Już ostatnia dekada XX w. ujawniała słabe zdolności samoregulacyjne globalizującego się rynku finansowego i jego niską efektywność informacyjną dla uczestników rynku. Kryzys lat 2008–2009 potwierdził z całą mocą, jak naiwne było oczekiwanie wysokiej zdolności samoregulacyjnej rynków kapitałowych. Tylko szybka reakcja rządów i dofinansowanie banków zapobiegło całkowi-

²⁰ **R.J. Shiller**, *Consumption, Asset Markets and Makroeconomic Fluctuations*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1982/17, s. 203–238.

²¹ **N. Roubini, S. Mihm**, *op. cit.*, s. 63–64.

²² *Ibidem*, s. 335–336.

²³ *Ibidem*, s. 336.

temu załamaniu się światowego systemu finansowego. Ale to spowodowało, że kryzys finansowy przekształcił się w kryzys zadłużenia sektora publicznego, który trwa do dzisiaj. Nawet w periodykach nieekonomicznych, z okazji 10 rocznicy wybuchu globalnego kryzysu finansowego, można spotkać cytat: „10 lat po upadku amerykańskiego banku inwestycyjnego *Lehman Brothers* (15.09.2008 r.) świat jest bardziej zadłużony, niż był w 2009 r., tj. w szczytowym momencie kryzysu finansowego. Światowe zadłużenie osiągnęło w 2016 r. najwyższy poziom 164 bln dol., czyli 225% światowego PKB. W najbogatszych gospodarkach stosunek zadłużenia do PKB ustabilizował się od 2012 r. na poziomie nienotowanym od II wojny światowej (ponad 105% PKB)”²⁴.

Bardzo wnikliwą charakterystykę czynników ograniczających rozwój współczesnej gospodarki przedstawia Guy Standing (brytyjski badacz społeczny i ekonomista specjalizujący się w badaniach nad rozwojem, profesor na Uniwersytecie Londyńskim) w wydanej w 2014 r. bestsellerowej książce pt. *A Precariat Charter: From Denizens to Citizens*²⁵. Odwołajmy się więc do jego opinii na temat najistotniejszych dysfunkcji rynków finansowych, ograniczających obecne tempo rozwoju gospodarki światowej.

Ratowanie banków przed bankructwem w czasie kryzysu traktuje Standing jako „największe rozdawnictwo na rzecz bogatych, jakie kiedykolwiek widział świat. [...] Rządy, banki centralne i międzynarodowe agencje finansowe wrzucały w banki obrzydliwe ilości pieniędzy, wytwarzając coraz więcej rządowego długu”²⁶. Natomiast po kryzysie jego zdaniem „[...] wykrystalizował się rodzaj nowej ortodoksji. Rządy, wspierane przez międzynarodowe agencje finansowe, zdecydowały się narzucić zaciskanie pasa ludności swoich krajów, by móc zapłacić za rozrzutność, którą same promowały”²⁷. Przykładem jest Irlandia, którą w roku 2013 ogłoszono wzorcem sukcesu w wyjściu z kryzysu: „[...] rząd narzucił zaciskanie pasa pracownikom o niskich dochodach, jednocześnie zmniejszając podatek od osób prawnych do 12,5%, by przyciągnąć inwestycje zagraniczne. W 2012 r. dług gospodarstwa domowego przekroczył 200% dochodu rozporządzalnego. Standardy życia obniżyły się, podczas gdy zagraniczny kapitał wypracowywał coraz większe zyski”²⁸. W niektórych krajach wystąpiło zagrożenie deflacją w wyniku zastosowania tzw. rozluźnienia polityki pieniąż-

²⁴ R. Kurkiewicz, *Lewomyślniej*, Tygodnik „Przegląd”, nr 38, Warszawa, 23 wrzesień 2018 r.

²⁵ Wydanie polskie: G. Standing, *Karta prekariatu*, Wydawnictwo Naukowe PWN SA, Warszawa 2015.

²⁶ *Ibidem*, s. 45.

²⁷ *Ibidem*, s. 47.

²⁸ *Ibidem*, s. 49.

nej, służącej dokapitalizowaniu sektora finansowego dla rozszerzenia zakresu pożyczek inwestycyjnych, Nie przynosiło to zwykle zwiększenia kredytów, a rezultatem „było więcej okazałych premii dla bankierów”²⁹. Standing stwierdza wprost: „jeśli więcej dochodu trafia do małej elity, to światowa gospodarka staje się zakładnikiem «strajku pieniądza» – elita finansowa może wstrzymać swoje pieniądze, tak jak pracownicy mogą wstrzymać pracę w czasie strajku pracowniczego, by zmusić rządy do obłaskawienia jej większą liczbą ulg podatkowych i subwencji. Brzemień cięć dźwigają wówczas wszyscy pozostali, szczególnie ci najbardziej polegający na wydatkach socjalnych i świadczeniach”³⁰. Rosnące tempo rozwarstwienia dochodowego jest najbardziej znamioną cechą gospodarki neoliberalnej „z każdego dolara rzeczywistego dochodu wygenerowanego między 1976 a 2007 rokiem 58 centów trafiało do górnego procenta gospodarstw domowych”³¹. W Stanach Zjednoczonych po kryzysie lat 2008–2009 rozpoczął się znowu niezwykle szybki wzrost zysków od kapitału. „W 2013 roku miały one najwyższy udział w dochodzie narodowym od lat pięćdziesiątych, podczas gdy udział pracowników był najniższy od 1966 roku. Przyspieszyło w ten sposób przenoszenie dochodów z pracy na kapitał. Najbardziej znaczące banki ogłosiły, że mamy do czynienia ze złotym wiekiem dla zysków. Był to zarazem ołowiany wiek dla dochodów osobistych, które spadały od 1980 r. W największych korporacjach (S&P 500) przeciętna wypłata dla dyrektorów wykonawczych była 204 razy większa niż średnia płaca pracownicza, w porównaniu do wielokrotności 170 w 2009 r. i 42 w 1980 r. W pięć lat po krachu finansowym górny procent zarabiających zgarnął 93% amerykańskich zysków, podczas gdy ich udział w dochodzie narodowym w 2012 r. wynosił 19% i był najwyższy od 1982 roku”³². Finansiści amerykańscy bogacili się szybko nie tylko kosztem amerykańskich pracowników, bardzo charakterystyczny jest powołany przez Standinga przykład, że dziewiętnaście amerykańskich korporacji międzynarodowych płaciło rzeczywistą stawkę podatkową w wysokości 3% od osiągniętych w Wielkiej Brytanii zysków w porównaniu do 26% stawki podatku dochodowego od osób prawnych.

W opinii Standinga rynki kapitałowe nie odzwierciedlają już obecnie rzeczywistości gospodarczej. Świadczy o tym dobitnie następujący cytat: „Podczas gdy większość krajów OECD znalazła się w stagnacji, giełdy nie przestały kwitnąć. Zyskiwali ci, którzy czerpali dochód z kapitału. W 2012 r. przeciętna war-

²⁹ *Ibidem*.

³⁰ *Ibidem*, s. 50.

³¹ *Ibidem*.

³² *Ibidem*, s. 64–65.

tość akcji wzrosła o 25%. Ponownie zwiększyły się pensje i dodatki wypłacane finansistom, nawet jeśli powrót do rentowności wielu firm był możliwy tylko dzięki rządowym pakietom ratunkowym³³.

Całość przytoczonych wyżej poglądów uświadamia nam, że w okresie po przełamaniu kryzysu 2008–2009 dysfunkcje rynków finansowych ciągle się pogłębiają. Konieczne jest więc dalsze poszukiwanie nowych rozwiązań instytucjonalnych skuteczniej oddziałujących na przywrócenie rynkom finansowym efektywności informacyjnej z lat 60. XX w. Przejdźmy więc do koncepcji Thomasa Piketty’ego.

3. Progresywny podatek od kapitału i związane z nim nadzieje ograniczenia głównych dysfunkcji globalnego rynku finansowego

Thomas Piketty zdobył popularność w światowej ekonomii wydaną po raz pierwszy w roku 1997 w Paryżu *Ekonomią nierówności*, wznawianą przez to samo wydawnictwo Editions La Decouverte jeszcze w latach 2008 i 2014. Wydanie polskie tej książki ukazało się dopiero w 2015 r.³⁴ Pozycję jego ugruntowało wydanie *Kapitału XXI wieku*, w którym w oparciu o niezwykle szerokie i staranie dobrane źródła statystyczne obala wiele mitów i czysto teoretycznych spekulacji, a w konkluzji proponuje progresywny, globalny podatek od kapitału jako podstawowe narzędzie uregulowania kapitału w XXI w.

W większości krajów istnieją już szczątkowe formy podatku od kapitału, zwłaszcza w Ameryce Północnej i Europie. Narzędzia kontroli kapitałów w Chinach i innych krajach wschodzących także niosą wiele pożytecznych lekcji dla ekonomistów. Istnieje jednak zasadnicza różnica między działającymi już rozwiązaniami a podatkiem od kapitału w koncepcji Piketty’ego. Jego propozycja jest niezwykle radykalna i w ujęciu idealnym progresywnego podatku od kapitału nie da się oddzielić od kwestii przejrzystości finansowej i pełnej otwartości automatycznej wymiany informacji międzybankowej w skali globalnej.

Obecnie diskutowane projekty automatycznej wymiany informacji bankowych są dalece niekompletne, zwłaszcza w zakresie objętych nimi aktywów i przewidywanych sankcji. Te ostatnie są wyraźnie niewystarczające. Wymagań Piketty’ego nie spełnia nawet wprowadzane w życie nowe prawo (*Foreign Account Tax Compliance Act – FATCA*) w Stanach Zjednoczonych, które jest

³³ *Ibidem*, s. 66.

³⁴ T. Piketty, *Ekonomia nierówności*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015.

zdecydowanie ambitniejsze od niezwykle skromnych regulacji w tym zakresie Unii Europejskiej.

Piketty uważa, że za konsekwentnym dążeniem do wprowadzenia progresywnego podatku od kapitału przemawia zarówno logika fiskalna, jak i motywacyjna.

Logika fiskalna wynika z dotychczasowych doświadczeń, potwierdzających, że dochód rzadko bywa dobrze określonym pojęciem w przypadku osób dysponujących bardzo dużymi majątkami i tylko bezpośrednio opodatkowanie kapitału pozwala na właściwe rozpoznanie zdolności podatkowych właścicieli dużych fortun. Kapitał jawi się lepszym wskaźnikiem realnej zdolności podatkowej najbogatszych osób, których dochód deklarowany jest wyraźnie nieadekwatny w zestawieniu z ich majątkiem.

W wielu debatach publicznych równie mocno podkreślana jest też logika motywacyjna polegająca na założeniu, że podatek od kapitału może motywować posiadaczy majątku do uzyskiwania jak najwyższego możliwego zwrotu od kapitału. Przeciwdziałałoby to bardzo dokuczliwemu współcześnie „strajkowi kapitału”, polegającemu na bezczynnym trzymaniu pieniędzy w rajach podatkowych, zamiast lokowania ich w realne procesy gospodarcze. Mechanizm motywacyjny opiera się na tym, że podatek równy 1 czy 2% wartości fortuny jest stosunkowo niewielki dla właścicieli bardzo zyskownego przedsięwzięcia, które gwarantuje np. zwrot rządu 10% rocznie. Na odwrót, taki podatek byłby bardzo uciążliwy dla kogoś, kto osiągałby zwrot zaledwie 2 lub 3% rocznie, lub trzymając kapitał w rajach podatkowych, nie uzyskując żadnego zwrotu. Zmuszałoby to kogoś, kto źle korzysta ze swego majątku, do stopniowego pozbywania się go dla opłacenia podatków i odstępowania w ten sposób swoich aktywów bardziej dynamicznym właścicielom.

Celem ostatecznym Piketty’ego jest wprowadzenie dorocznego, progresywnego podatku pobieranego od kapitału na poziomie indywidualnym, czyli od wartości aktywów netto, które dana jednostka kontroluje. W opisie obliczania proponowanego podatku stwierdza on: „Dla każdego, majątek podlegający opodatkowaniu byłby określany na podstawie rynkowej wartości wszystkich aktywów finansowych (zwłaszcza depozytów i rachunków bankowych, akcji, obligacji i udziałów wszelkiej natury w spółkach notowanych i nienotowanych na giełdzie) i niefinansowych (w szczególności nieruchomości), po odjęciu długów będących w posiadaniu określonej osoby. Jeśli chodzi o skalę podatkową, to Piketty proponuje różne warianty. Można jego zdaniem przyjąć stawkę równą 0% dla majątku poniżej 1 miliona euro, 1% dla majątku między 1 i 5 milionów euro oraz 2% dla majątków powyżej 5 milionów euro. Ale można zdecydować

się na podatek od kapitału dużo bardziej progresywny w odniesieniu do największych fortun (na przykład ze stawką 5% lub 10% powyżej 1 miliarda euro). Można również dostrzec korzyści z przyjęcia jakiejś minimalnej stawki od majątków skromnych i średnich (na przykład 0,1% poniżej 200 000 euro, 0,5% między 200 000 a 1 milionem euro)³⁵.

Podatek od kapitału nie zastąpi oczywiście wszystkich wpływów fiskalnych i pod względem przychodów może stanowić kilkupunktowy dodatek do dochodu narodowego nowoczesnego państwa socjalnego. Zasadnicza jego rola sprowadza się do „uregulowania kapitalizmu”³⁶, czyli z jednej strony uniknięcia niekończącej się spirali nierówności i dalszego pogłębiania się rozwarstwienia majątkowego, a z drugiej skutecznego regulowania kryzysów finansowych.

Z racji ważności tej roli, zanim osiągnięty zostanie cel końcowy, pilne jest zrealizowanie celu pośredniego polegającego na doprowadzeniu do demokratycznej i finansowej przejrzystości posiadanych majątków i aktywów w skali międzynarodowej. Pozwoliłoby to gromadzić informację o majątkach i fortunach w skali globalnej, czyli tak jak w rzeczywistości funkcjonuje współczesna gospodarka. Administracje narodowe i międzynarodowe, amerykańskie, europejskie i globalne instytuty statystyczne byłyby w stanie wreszcie dostarczać wiarygodnych informacji o dystrybucji majątków i ich ewolucji. Nieodzowna jest spokojna debata nad głównymi problemami dzisiejszego świata, a w każdym przypadku demokratyczna debata nie może odbyć się bez wiarygodnej bazy statystycznej. Obecny stan tej bazy Piketty charakteryzuje następująco: „Organizacje międzynarodowe, które ponoszą odpowiedzialność za regulowanie i nadzorowanie światowego systemu finansowego, od Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) poczynając, dysponują jedynie przybliżoną wiedzą o światowej dystrybucji aktywów finansowych, a w szczególności aktywów ulokowanych w rajach podatkowych. Ze zgromadzonych statystyk wynika, że globalny bilans aktywów i pasywów finansowych pozostaje nie zrównoważony, a Ziemia wydaje się być zadłużona, tylko nie wiadomo gdzie – chyba na Marsie? „Skuteczne nawigowanie światowym kryzysem finansowym w takiej statystycznej mgłę jest bardzo utrudnione”³⁷, a właściwiej niemożliwe.

Podatek od kapitału wymagałby skonkretyzowania i rozszerzenia zawartości międzynarodowych umów o automatycznej wymianie informacji bankowych. Zasada winna być prosta: każda narodowa administracja fiskalna

³⁵ T. Piketty, *Kapitał w XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015, s. 646.

³⁶ *Ibidem*, s. 648.

³⁷ *Ibidem*, s. 649.

powinna otrzymać wszystkie niezbędne informacje pozwalające na obliczenie majątku netto każdego ze swych obywateli. Pierwszy krok sprowadza się do rozszerzenia automatycznej wymiany informacji na poziom międzynarodowy w taki sposób, by do przygotowanych wcześniej deklaracji można było włączyć aktywa znajdujące się za granicą. Nie stwarza to żadnego problemu technicznego, bo tego rodzaju automatyczne wymiany danych między bankami i administracją fiskalną realizowano już w liczących 300 milionów mieszkańców Stanach Zjednoczonych oraz w 60–80 milionowej Francji i Federacji Niemiec. Dodanie do systemu banków znajdujących się w Szwajcarii albo Kajmanach nie zmienia zasadniczo ilości przetwarzanych informacji.

Najbardziej prawdopodobnym powodem, dla którego raje podatkowe bronią tajemnicy bankowej, jest umożliwienie ich klientom uniknięcia płacenia należnych podatków, im samym zaś zatrzymanie związanego z tym zysku. Nie ma to nic wspólnego z zasadami gospodarki rynkowej, bo: „Nie istnieje żadne prawo do ustalania samemu sobie stawki opodatkowania. Nie można bogacić się dzięki wolnej wymianie i integracji gospodarczej z sąsiadami, a później całkowicie bezkarnie czerpać zyski na ich koszt. Można to nazwać zwyczajną kradzieżą”³⁸.

Piketty nie ma więc wątpliwości, że wprowadzenie skutecznej regulacji globalnego rynku finansowego XXI w. nie zależy od poziomu wiedzy uporządkowanej we współczesnych teoriach ekonomicznych, zależy natomiast wyłącznie od woli osób sprawujących aktualnie władzę polityczną.

4. Zakończenie

Uzyskanie konsensusu w zakresie jednolitej woli politycznej rządów wszystkich krajów świata warunkuje możliwość wprowadzenia powszechnego obowiązku pełnej wymiany informacji międzybankowej w skali globalnej i w ślad za tym instytucji progresywnego podatku od kapitału. Dotychczas najbardziej zaawansowaną próbą wprowadzenia obowiązku międzynarodowej wymiany informacji międzybankowej jest przyjęte w 2010 r. amerykańskie prawo *Foreign Account Tax Compliance Act* (FATCA), przewidziane do stopniowego wprowadzenia na lata 2014–2015. Nakłada ono na wszystkie banki zagraniczne obowiązek przekazywania amerykańskiemu fiskusowi informacji o rachunkach, lokatach i dochodach utrzymywanych i otrzymywanych przez amerykańskich

³⁸ *Ibidem*, s. 653.

podatników wszędzie na świecie. Z bieżących informacji Internetowych wynika, że ustawa ta nie została zablokowana przez nową administrację republikańską Trampa i trwa intensywne szkolenie związane z jej wdrażaniem.

Mniej ambitna jest natomiast dyrektywa Unii Europejskiej z 2003 r., bo-wiem określa ona wyłącznie obowiązek ujawniania organom finansowym depozytów bankowych i lokat wynagradzanych w formie odsetek i dotyczy wyłącznie krajów UE. Nie obejmuje więc z definicji aktywów innych niż obligacje, a duże majątki przyjmują głównie formę portfeli zainwestowanych w akcje. W dodatku dyrektywa ta dotychczas nie weszła w pełnym zakresie w życie, bo Luksemburg i Austria cały czas przedłużają okres zwolnienia z jej stosowania. W ten sposób unikają przymusu automatycznej wymiany danych i udzielają stosowne informacje tylko na uzasadnione żądanie. System ten, stosowany także wobec banków w Szwajcarii i innych terytoriach europejskich poza UE (Lichtenstein, Monaco i wyspy anglonormandzkie), oznacza w praktyce wymóg przedstawienia przez dany rząd niemal pewnych dowodów oszustwa obywatela, aby możliwe było otrzymanie dotyczącej go zagranicznej informacji bankowej³⁹. Zaskakuje fakt, że kraje europejskie potrafiły się zjednoczyć w ramach UE i nawet wprowadzić wspólną walutę, a zrobiły tak mało w sprawie systemu podatkowego i w dalszym ciągu brakuje podstaw na oczekiwanie, że w nadchodzących latach nastąpi jakaś zasadnicza zmiana.

W konkluzji opracowania można więc stwierdzić, że przeprowadzona analiza światowej literatury wykazała, że poglądy czołówki ekonomistów światowych są dosyć jednolite. Wszyscy akceptują konieczność wprowadzenia pełnego monitoringu i niezbędnego zakresu regulacji globalnego rynku finansowego, zarówno ze względu na zmniejszenie strat wynikających z nieuniknionych w gospodarce wolnorynkowej bieżących kryzysów gospodarczych, jak i niebezpiecznej w dłuższej perspektywie destabilizacji politycznej wynikającej z nieprzerwanie rosnących nierówności dochodowych i majątkowych w skali globalnej.

Poszczególne badacze różnią się jednak koncepcjami proponowanych rozwiązań instytucjonalnych i zalecanymi narzędziami regulacji. Należy przyznać, że z omawianych w opracowaniu propozycji najmocniej podbudowana długookresową analizą danych statystycznych rozwoju gospodarki światowej jest instytucja progresywnego podatku od kapitału, oparta o zasadę dostępności narodowych organów fiskalnych do niczym nieograniczonej, automatycznej wymiany informacji bankowej w skali globalnej. Z teoretycznego punktu widzenia

³⁹ T. Piketty, *Kapitał...*, s. 653, 654.

wyduje się też, że jest ona propozycją najbardziej radykalną, a równocześnie zapewnia najwyższy współczynnik prawdopodobieństwa skutecznego działania jako narzędzie monitorowania i regulacji współczesnych rynków finansowych. To daje podstawę do pozytywnej weryfikacji, sformułowanej we wstępie hipotezy roboczej, że Thomas Piketty przedstawił najradykalniejszą i najbardziej inspirującą koncepcję instytucji, zapewniającą skuteczne uregulowanie kapitału XXI w. Wprowadzenie jej do praktyki umożliwiłoby najprawdopodobniej ponowne wykorzystywanie rynków finansowych jako skutecznego narzędzia dyscyplinującego menedżerów korporacji globalnych w zewnętrznym modelu nadzoru korporacyjnego.

Bibliografia

- Akerloff George A., Shiller Robert J.**, *Zwierzęce instynkty. Czy ludzka psychika napędza globalną gospodarkę i jaki to ma wpływ na przemiany światowego kapitalizmu*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2010.
- Krugman Paul**, *Wracając problemy kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Peszko Adam**, *Rynki finansowe w mechanizmie nadzoru korporacyjnego*, Studia Prawno-Ekonomiczne 2014/XCI/2, Łódzkie Towarzystwo Naukowe, Łódź, s. 281–292.
- Peszko Adam**, *Zaufanie jako czynnik decyzyjny w procesie zarządzania przedsiębiorstwem w zglobalizowanej gospodarce*, w: Jerzy Rokita (red.), *praca zbiorowa, Nowe obszary badań w naukach o zarządzaniu*, Górnośląska Wyższa Szkoła Handlowa im. W. Korfatego, Katowice 2015, s. 153–177.
- Piketty Thomas**, *Ekonomia nierówności*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015.
- Piketty Thomas**, *Kapitał w XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015.
- Roubini Nouriel, Mihm Stephen**, *Ekonomia kryzysu*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- Shiller Robert J.**, *Consumption, Asset Markets and Macroeconomic Fluctuations*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1982/17, s. 203–238.
- Standing Guy**, *Karta prekariatu*, Wydawnictwo Naukowe PWN SA, Warszawa 2015.
- Stiglitz Joseph E.**, *Cena nierówności. W jaki sposób dzisiejsze podziały społeczne zagrażają naszej przeszłości?*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015.
- Stiglitz Joseph E.**, *Szalone lata dziewięćdziesiąte. Nowa historia najświetniejszej dekady w dziejach świata*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.

Adam PESZKO

DISFUNCTIONS OF GLOBAL FINANCIAL MARKETS AND CAPABILITIES OF THEIR SURMOUNTING

(Summary)

The possibilities of introducing new institutions conditioning the overcoming of the current dysfunctions of the global financial market are analysed in the article. First of all the monitoring and regulation institutions proposed by the American Nobel Prize winners were discussed. In turn, the new concept of a global progressive tax on capital by Thomas Piketty is presented. The concept proposed by the French economist is the most radical one and it should be associated with the greatest hopes. However, it's global scale implementation seems to be extraordinary difficult due to the lack of uniform political will to introduce an automatic, global exchange of information between banks.

Keywords: financial markets; hypothesis of effective market; the informational efficiency of financial market; global progressive tax from capital

