

Przedmowa

Widmo wielkiego krachu na giełdzie nowojorskiej podobnego do tego, jaki nastąpił w czwartek 24 października 1929 roku, krążyło wprawdzie w niektórych kołach teoretyków i inwestorów rynków kapitałowych na świecie, a nawet słycać było głosy przestrogi w latach euforii finansowej na przełomie wieków, ale jednak tak dalekosiężne skutki kryzysu *subprime* w Stanach Zjednoczonych w 2007 roku, i wywołany przez nie globalny kryzys finansowy i ekonomiczny, nie były dostatecznie antycypowane. Wydawało się bowiem (i opinię publiczną w tej wierze utwierdzano), że w systemie liberalnym, aczkolwiek kryzysy finansowe mogą występować i występują, to jednak rynek finansowy wykazuje własności samoregulacji, a ponadto rygorystyczna polityka pieniężna niezależnych banków centralnych stoi na straży funkcjonowania systemu finansowego, zapobiegając jednocześnie wzrostowi inflacji.

Bardzo znaczny wzrost obrotów na rynkach kapitałowych zapoczątkowany został w roku 1980 w Stanach Zjednoczonych przełomowym *Deregulation and monetary control Act*, progresywnie znoszącym restrykcje administracyjne dotyczące otaksowań i stóp procentowych. Nastąpił okres liberalnej polityki rządu Ronalda Reagana w Stanach Zjednoczonych oraz – równolegle – doszło do liberalizacji sfery finansowej w Wielkiej Brytanii w wyniku równie liberalnej polityki rządu Margaret Thatcher. W konsekwencji nastąpiły podobne zmiany „deregulacyjne” na innych giełdach światowych, początkowo w tzw. krajach wysoko rozwiniętych, a następnie stopniowo w pozostałych. W latach 1982–1987 zaobserwowano blisko dwukrotny wzrost obrotów na Wall Street, a zainwestowany w 1982 roku w portfel akcji kapitał k przyniósł w roku 1987 trzykrotny zysk, wobec 12,5-procentowego zysku, uzyskanego od tego samego kapitału zainwestowanego w złoto lub 30-procentowego zysku z inwestycji w budownictwie

mieszkańcowym. Blisko trzykrotnie wzrosły w tamtych latach obroty na rynkach kapitałowych w Paryżu i w Tokio, a dwukrotnie w Londynie. Równoległe z boorem na giełdach uległy one również znacznej transformacji, a wobec zróżnicowanych organizacji oraz przepisów administracyjno-fiskalnych wzrosła konkurencyjność między nimi, co z kolei sprzyjało wzrostowi ich sprawności. W dalszej kolejności nastąpiła konsolidacja giełd i globalizacja rynków finansowych, co także uznawano za czynnik wzrostu sprawności rynków kapitałowych.

Oczywiście, zwiększająca się sprawność rynków kapitałowych nie zapobiegała wybuchającym od czasu do czasu kryzysom finansowym, które z kolei – wobec połączenia rynków – rozprzestrzeniały się gwałtownie, ale i zażegnane były (i są) z determinacją przez banki centralne, wspólnie z innymi największymi bankami. Przyczyny kryzysów są różne, natomiast występujący brak płynności finansowej (*liquidity*) jakiegoś znaczącego banku lub znaczącej instytucji finansowej rozszerza się błyskawicznie na inne banki i instytucje finansowe. Przyczyn powstającej kaskady trudności upatruje się we wzrastającej złożoności papierów wartościowych oraz w braku możliwości kontrolowania banków i funduszy, zarejestrowanych w „rajach finansowych” i niepodlegających reglamentacji, a także – i przede wszystkim – w niedostatecznej ocenie ryzyka. W przeciwnym wypadku bowiem, brak płynności jednej czy drugiej instytucji finansowej nie destabilizowałby innych banków i nie wywoływałby dalszego łańcucha negatywnych skutków w postaci zachwiania ich płynności finansowej. Wnosi się również oskarżenia w stosunku do powołanych odpowiednich instytucji o nie dość wiarygodną i zbyt liberalną ocenę wartości rynkowych instrumentów finansowych.

Uważa się, że ostatnie dwa dziesięciolecia charakteryzowały się irracjonalną euforią panującą na rynkach kapitałowych. Różne hasła reklamowe miały na celu przyciągnięcie oszczędności gospodarstw domowych do inwestowania w pakiety instrumentów finansowych zapewniających nadzwyczajne zyski. Nastąpiło swego rodzaju „oderwanie” sfery gospodarki realnej od sfery finansowej do tego stopnia, że nawet liczne banki handlowe, zamiast prowadzenia statutowej działalności w sferze kredytowania gospodarki, same inwestowały kapitały będące w ich dyspozycji na giełdach, przy czym ryzyko z tym związane nie było dostatecznie oceniane. Podobnie postępowały inne instytucje finansowe i ubezpieczeniowe, masowo inwestując w proponowane na rynku papiery dłużne, w tym obligacje hipoteczne, niezwiązane z konkretnymi zastawami. Instrumenty te cieszyły się znaczną estymą i zaufaniem ze strony inwestorów, a ponieważ w krótkim okresie mogły przynosić znaczne zyski, nawet administracje lokalne (a także i centralne) lokowały będące w ich dyspozycji

kapitały w oferowane pakiety wyrafinowanych instrumentów finansowych proponowanych przez wyspecjalizowanych pośredników rynków kapitałowych, z nadzieją uzyskania znacznych zysków, ale i bez dostatecznego rozeznania ryzyka z tym związanego.

W omawianym okresie rozlegały się nieliczne głosy „przywołujące do rozsądku” i namawiające do roztoczenia znacznie większej kontroli nad coraz bardziej globalnym rynkiem finansowym, upatrując przyczynę mogącej nastąpić katastrofy w nazbyt liberalnej polityce pieniężnej, jaką prowadził w Stanach Zjednoczonych w latach 1987–2006 gubernator banku centralnego – Fed (*Federal Reserve System*), Alan Greenspan, uważany z kolei przez niektórych polityków i teoretyków za jednego z największych współczesnych ekonomistów. Głosy krytyki odnosiły się także do polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego, stosującego rygorystyczną politykę antyinflacyjną, zgodną z postanowieniami Unii Gospodarczej i Walutowej, ustanowionej w 1992 roku Traktatem z Maastricht. Te same głosy odzywały się zresztą w różnych okresach albo za aktualną polityką pieniężną, albo przeciw niej, w zależności od obserwowanej sytuacji ekonomicznej. Niezmiennie jednak krytykowano (co czynił zwłaszcza rząd Francji, występując o odpowiednią legislację międzynarodową) brak kontroli nad tzw. rajami finansowymi, w których – obok najrozmaitszego rodzaju firm i spółek, zarówno produkcyjnych, jak i handlowych oraz finansowych – rejestrowały swoje filie właściwie wszystkie banki, także największe i najbardziej szacowne (pod pretekstem „bliskości klienta”). Działalność tych filii wymykała się oczywiście spod jurysdykcji odpowiednich rządów i podległych im instytucji kontrolnych oraz fiskalnych.

Sprawna organizacja rynku finansowego jest niezbędnym warunkiem optymalnej wyceny kapitału i jego alokacji, a przez to i optymalnego wzrostu oraz rozwoju gospodarki w dostatecznie długim okresie. Sprawny rynek finansowy zapewnia bowiem inwestowanie kapitału, a w szczególności oszczędności gospodarstw domowych, w przedsiębiorstwa najbardziej efektywne, najbardziej istotne zarówno dla danej branży, jak i dla gospodarki narodowej jako całości.

W teorii ekonomii finansowej formułuje się trzy komplementarne w stosunku do siebie formy sprawności, czyli efektywności rynków finansowych: efektywność alokacji, efektywność operacyjną oraz efektywność informacyjną, składające się na hipotezę rynku efektywnego – EMH (*Efficient Market Hypothesis*).

Badania rynków finansowych dotyczą określenia – na podstawie analizy empirycznej – stopnia efektywności rynku, a szczególnie stopnia efektywności informacyjnej, a także analizy występujących w praktyce na rynkach finansowych różnego rodzaju anomalii, które zresztą zanikają wraz ze zwiększaniem się stopnia efektywności.