

Jakub Bożydar Wiśniewski
University of Wrocław
Faculty of Law, Administration, and Economics
Institute of Economics
Mises Institute of Economic Education
e-mail: jakub@cantab.net

Wpływ teorii makroekonomicznych na etyczną jakość praktyki finansowej

The influence of macroeconomic theory on the ethical quality of financial practice

The aim of the present paper is to investigate the logical relationship between the prevalence of specific macroeconomic theories and the ethical quality of practices that take place in the financial markets. The main thesis presented herein is that viewing the financial markets through an appropriate economic framework is a crucial prerequisite of maintaining their ethical foundations and harnessing their ethical potential. Three competing macroeconomic visions – the “animal spirits” theory, the efficient market hypothesis, and the causal-realist market process approach – are assessed with respect to their logically deducible effects on the ethical thinking of financial operators. The main conclusion of the paper is that the causal-realist approach provides the most satisfactory account of the inherent conceptual nature of financial markets, thereby furnishing the best guidance for the development of appropriate professional virtues by their key members.

Keywords: animal spirits, causal realism, efficient market hypothesis, financial ethics, institutional entrepreneurship

JEL Classification: A13, D53, E03, O16

1. Wzajemna zależność ekonomii i etyki

Ekonomia jest nauką wolną od wartościowania, podczas gdy etyka jest nauką *par excellence* normatywną¹. Mimo to istnieje między nimi wzajemna zależność o zasadniczym analitycznym znaczeniu. Jeśli ekonomię traktować jako dyscyplinę wiedzy umożliwiającą zrozumienie uniwersalnej, logicznie koniecznej struktury ludzkiego działania (Mises, 2006), wówczas może ona pełnić kluczową rolę w zakresie dyscyplinowania utopijnych postulatów etycznych oraz powstałych na ich bazie projektów politycznych. Sztandarowym przykładem jest w tym kontekście twierdzenie o niemożliwości istnienia racjonalnie alokującej zasoby gospodarki socjalistycznej (Mises, 1990), które – zgodnie z deontologiczną zasadą głoszącą, że powinność implikuje możliwość – obnaża postulaty socjalistyczne jako ekonomicznie nierealizowalne, a tym samym etycznie niepożądane, gdyż nie sposób uznać za etycznie pożądane dążeń immanentnie bezowocnych.

Natomiast z drugiej strony patrząc, trzeba zwrócić uwagę na fakt, że warunkiem niezbędnym pojawienia się wielu istotnych zjawisk opisywanych przez teorię ekonomii jest wcześniejsze zaistnienie kultury charakteryzującej się obecnością stosownych wartości i przymiotów etycznych. Na przykład powstanie rozwiniętych rynków finansowych wymaga uprzedniego wykształcenia się dojrzałego etosu przedsiębiorcy oraz jego pozytywnej społecznej oceny, to zaś wymaga uprzedniego powstania kultury przesyconej takimi wartościami, jak roztropność, gospodarność, głęboki szacunek dla własności prywatnej oraz akceptacja dynamizmu społecznego związanego z wprowadzaniem na rynek rozmaitych innowacji. Niewykluczone, że to właśnie szerokie społeczne uznanie dla „burżuazyjnej godności” (McCloskey, 2010) było finalnym czynnikiem, który doprowadził do wybuchu rewolucji przemysłowej oraz oddolnego zbudowania szeregu złożonych instytucji finansowych, takich jak giełdy akcyjne i towarowe (Stringham, 2015), dzięki którym nastąpił wówczas bezprecedensowy rozkwit przedsiębiorczej innowacyjności i związanego z nią społecznego dobrobytu.

Innymi słowy, choć ekonomia jest nauką pozytywną, a nie normatywną, produkcyjny potencjał społeczeństwa opisywany przez jej prawa może zostać wy-

¹ Niektórzy badacze są skłonni do kontestowania statusu ekonomii jako nauki wolnej od wartościowania, wskazując, że tworzenie objaśnień funkcjonowania poszczególnych aspektów gospodarki wymaga zawsze mniej czy bardziej świadomego operowania w ramach właściwej sobie wizji życia społecznego, która niekoniecznie musi być obiektywnie prawdziwa. Tego rodzaju wątpliwość można jednakże odnieść również do nauk przyrodniczych i do nauk czysto dedukcyjnych jako do wymagających przyjęcia określonych postulatów metafizycznych, tym samym kwestionując sensowność samego pojęcia, jakim jest wolność od wartościowania czy obiektywizm spojrzenia. Choć nie jest to wątpliwość, którą można zbagatelizować, jej bliższe zgłębienie wymagałoby przeniesienia rozważań zawartych w niniejszym artykule z poziomu etyki i ekonomii na poziom teorii poznania bądź filozofii nauki. Stąd na potrzeby poruszanych tu zagadnień opieram się na mniej kontrowersyjnym założeniu, że teoria ekonomii, niezależnie od ewentualnych normatywnych aspektów przyjętej metodologii, sama w sobie nie wyraża żadnych moralnych osądów ani nie wyznacza żadnych moralnych celów, co w zasadniczy sposób odróżnia ją od praktyki ekonomii czy od polityki gospodarczej. Innymi słowy, nawet jeśli traktowanie teorii ekonomii jako analizy logicznej struktury ludzkiego działania może zostać uznane za normatywnie obciążone, nie zmienia to faktu, że tak rozumiana teoria ekonomii nie zaleca żadnych konkretnych działań jako moralnie słusznych czy kategorięcznie pożądanych.

zwolony wyłącznie w odpowiednim normatywnym otoczeniu. Dotyczy to również tego działu owej dyscypliny, jakim jest makroekonomia, zwłaszcza w tym zakresie, w jakim opisuje ona funkcjonowanie rynków finansowych. Ściślej rzecz ujmując, w takim stopniu, w jakim formułowane w jej ramach opisy są logicznie niespójne i oparte na fałszywych przesłankach, odnośne zjawiska są przedstawione w sposób zwodniczy nie tylko na poziomie ekonomicznym, ale również na poziomie etycznym – błędne przedstawienie gospodarczej natury danego zjawiska prowadzi do błędnych wniosków na temat etycznych warunków wstępnych jego sprawnego funkcjonowania. Podobne wnioski mogą natomiast prowadzić do erozji etycznych fundamentów danej gospodarki, wraz z którą dokonuje się nieuchronnie erozja instytucji służących jej konsekwentnemu rozwojowi.

Analogicznie, poprawne przedstawienie gospodarczej natury danego zjawiska prowadzi do słusznych wniosków na temat etycznych warunków wstępnych jego sprawnego funkcjonowania, a tym samym umożliwia nie tylko długofalowe cieszenie się jego dobrodziejstwami, ale też coraz pełniejsze wykorzystywanie jego jakościowego potencjału.

W kolejnych sekcjach niniejszej pracy postaram się zilustrować powyższą tezę, analizując w tym celu kilka najpopularniejszych makroekonomicznych wizji działania rynków finansowych. Zasugeruję w ten sposób, że na etyczną świadomość finansistów wpływa w zasadniczym stopniu ekonomiczna świadomość roli, kształtu i możliwości instytucji, w ramach których odbywa się ich praca. Gdy świadomość ta przyjmuje dojrzałą i pogłębioną formę, rynki finansowe są w stanie służyć nie tylko jako źródło gospodarczego dobrobytu, ale także jako szkoła istotnych przymiotów moralnych. Gdy natomiast świadomość ta opiera się na niewiedzy, półprawdach czy przeinaczeniach, rynki finansowe nie tylko nie są w stanie pełnić swych pozytywnych funkcji, ale stają się wręcz narzędziami wielkoskalowej gospodarczej oraz moralnej destrukcji.

2. Dyktat „zwierzęcych instynktów”

Jedna z popularnych makroekonomicznych wizji funkcjonowania rynków finansowych – która, notabene, jest dość bliska potocznym wyobrażeniom na temat ich natury – głosi, że główną siłą napędową odbywających się na nich transakcji są tzw. zwierzęce instynkty (Akerlof & Shiller, 2009), czyli emocje strachu, chciwości, nadziei i rozpacz. Jeśli emocje te udziela się szerokim masom uczestników rynku, wówczas, według owej wizji, mamy do czynienia z powstawaniem spektakularnych baniek spekulacyjnych, a następnie z ich równie spektakularnym pękaniem.

Podążając to, choć nie neguje pozytywnej roli gospodarczej odgrywanej przez giełdy, banki czy fundusze inwestycyjne, jednocześnie przypisuje owym instytucjom immanentną tendencję ku popadaniu w hazardowe ekscesy. Stąd też dopuszcza ono szeroki zakres politycznych ingerencji w działania odbywające się na rynkach finansowych, widząc w tych pierwszych czynnik zdolny do kontrowania emocjonalnie przesadnych reakcji inwestorów i spekulantów.

Uwzględnianie wpływu irracjonalnych impulsów jest z pewnością pożądane w kontekście budowania realistycznego obrazu dowolnego obszaru ludzkiej działalności. Wydaje się jednak, że opisane tu podejście czyni to w sposób wybiórczy, niekonsekwentny i analitycznie chybyony. Po pierwsze, gdyby poddawanie się „zwierzęcym instynktom” było na rynkach finansowych normą, a nie wyjątkiem, prędko przestałyby one istnieć, gdyż kapitał ich uczestników zostałby szybko i nieodwracalnie roztrwoniony. Tak się jednak nie dzieje – z samej logicznej struktury rynku wynika, że jego względnie bardziej umiętni członkowie są premiowani, podczas gdy jego względnie mniej umiętni członkowie są penalizowani, co skutkuje przesunięciami kapitału inwestycyjnego z rąk tych drugich do rąk tych pierwszych. Ekonomiczny rachunek zysków i strat, dokonywany w warunkach wolnej konkurencji i swobodnie kształtującego się systemu cenowego, pozwala na jednoznaczne określenie, do której z powyższych kategorii zalicza się w danym momencie konkretny przedsiębiorca lub inwestor (Hayek, 2002). Tak długo zatem, jak długo przynajmniej niektórzy uczestnicy rynków finansowych nie będą konsekwentnie tracić swojego kapitału, rynki będą w stanie istnieć, zaś ich istnienie będzie świadectwem tego, że są one w wystarczającym stopniu odporne na wpływ rzekomych „zwierzęcych instynktów”.

Można co prawda zasugerować w tym miejscu, że specyfika opisywanych tu rynków polega między innymi na tym, iż o sukcesie lub porażce decyduje nierzadko szczęście inwestorów, a nie ich umiejętności, nie wydaje się jednak, żeby czynnikom przypadkowym można było przypisywać na tym polu rolę długofalowo istotną. Wynika to z faktu, że o inwestycyjnym powodzeniu lub niepowodzeniu nie można mówić w perspektywie pojedynczych decyzji, a jedynie w perspektywie długoterminowego procesu konsekwentnego pomnażania lub marnotrawienia własnego kapitału (Kirzner, 1992). Zakładanie natomiast, że nawet najdłuższa seria zyskowych decyzji inwestycyjnych może być zinterpretowana jako statystycznie rzadki ciąg szczęśliwych zbiegów okoliczności, jest analitycznie niewiarygodne. Na podobnej zasadzie można by było bowiem założyć, że arcymistrz szachowy – lub dowolna inna osoba regularnie podejmująca decyzje zdające się świadczyć o wybitnym opanowaniu niuansów danej aktywności – swoją pozycję zawdzięcza w przeważającej mierze przypadkowi, choć wszystkie fakty przemawiają przeciwko podobnej interpretacji.

Trzeba w tym kontekście zauważyć, że transakcje kapitałowe dokonywane są z reguły przez przedstawicieli wyspecjalizowanej grupy społecznej, których definiującą cechą jest umiejętność dostrzegania różnic między bieżącą wartością rynkową a subiektywnie wycenianą wartością wewnętrzną rozmaitych aktywów podlegających publicznemu obrotowi. Osoby te, skonfrontowane ze zjawiskiem rozwijającej się manii spekulacyjnej, zbywają przewartościowane aktywa lub nawet zajmują na nich krótkie pozycje, nabywając jednocześnie aktywa niedowartościowane, zignorowane przez ogarnięty owczym pędem tłum. Tym samym inicjują one proces równowagowy, w ramach którego dokonuje się psychologiczny arbitraż cenowy, oczyszczający wartość poszczególnych aktywów z emocjonalnych naleciałości (Kirzner, 1997).

Warto wreszcie pamiętać, że jak długo logiczna struktura danej instytucji zapewnia istnienie stosownej procedury selekcyjnej, z której wynikają określone efektywnościowe konsekwencje, tak długo teoretyk ekonomii nie musi zajmować się psychologicznymi motywacjami konkretnych podmiotów działających w obrębie owej struktury (Alchian, 1950). Innymi słowy, wolna konkurencja w warunkach swobodnie kształtującego się systemu cenowego będzie promowała podmioty najbardziej produktywne, a więc zachowujące się tak, jakby dążyły do racjonalnej maksymalizacji zysku, nawet jeśli w rzeczywistości dążą one do zaspokojenia swoich „zwierzęcych instynktów”.

Można by wysunąć w tym miejscu sugestię, że w świetle ostatniego kryzysu gospodarczego, wybuchłego w 2007 roku, stwierdzenie dotyczące szczególnych umiejętności uczestników rynków finansowych w zakresie wyceny aktywów giełdowych jest w najlepszym razie przesadzone, a w najgorszym razie całkowicie chybione. Sugestia ta byłaby jednak mylna w takim stopniu, w jakim ignorowała by ona zasadniczą rolę niewłaściwego otoczenia prawno-regulacyjnego jako czynnika sprzyjającego powstawaniu cykli koniunkturalnych. Tymczasem duża część narracji starających się wyjaśnić wspomniany kryzys jego źródeł upatruje właśnie w działaniach odbywających się na poziomie owego otoczenia: w długotrwałym systemowym manipulowaniu kluczowymi sygnałami cenowymi, zwłaszcza stopami procentowymi (Salerno, 2012), lub też w koncentracji ryzyka wywołanej przez ówczesnie obowiązujący system regulacji kapitałowych (Friedman & Kraus, 2011). Innymi słowy, narracje te nie podważają kompetencji podmiotów specjalizujących się w wycenie aktywów giełdowych, ale podkreślają, że w odpowiednio niesprzyjających instytucjonalnych warunkach owe kompetencje są z konieczności błędnie ukierunkowane, prowadząc do finansowej „tragedii wspólnego pastwiska”.

Powyższe obserwacje pozwalają zrozumieć, dlaczego przedstawiona w niniejszej sekcji makroekonomiczna wizja jest w dużej mierze fałszywa, znacznie wyolbrzymiając nieracjonalne aspekty działań uczestników rynków finansowych oraz ignorując ich kluczowe aspekty stabilizacyjne i samoregulacyjne. Nie zmienia to jednak faktu, że jej akceptacja przez rzeczonych uczestników jest w stanie zadziałać jak samospełniająca się przepowiednia – jeśli przekonają oni samych siebie, że w kontekście podejmowania decyzji finansowych człowiek nie potrafi powściągać emocjonalnych popędów, wówczas uzyskują doskonały pretekst do angażowania się w nieprzemysłane bądź nadmiernie ryzykowne czynności, odpowiedzialnością za które można już na starcie obarczyć nie siebie, ale swoje rzekome niemodyfikowalne psychologiczne uposażenie.

Można by pomyśleć, że z uwagi na przedstawione powyżej immanentne proefektywnościowe cechy systemu swobodnej konkurencji niemożliwe jest długofalowe pozostawanie na rynku osób folgujących tego rodzaju nieodpowiedzialnym poglądom. Jeśli jednak wystarczająco wiele wpływowych podmiotów działających w obrębie owego systemu przyjmie powyższe zapatrywania, wówczas mogą one podjąć zbiorowy wysiłek, mający na celu osłabienie bądź zablokowanie stosownych proefektywnościowych procedur selekcyjnych. Mogą one np. skutecznie lobbować za powstaniem instytucji zwanej pożyczkodawcą ostatniej in-

stancji, która – jako monopolistyczny emitent określonego prawnego środka płatniczego – jest w stanie dokonywać teoretycznie nieograniczonej inflacyjnej redystrybucji siły nabywczej danej waluty od ogółu jej posiadaczy do uprzywilejowanych podmiotów traktowanych jako „zbyt duże, by upaść”. W ten sposób w gospodarce pojawia się zjawisko zinstytucjonalizowanej pokusy nadużycia (Huelsmann, 2006), w ramach którego niegospodarni uczestnicy rynków finansowych mogą siłowo i permanentnie obciążać kosztami swoich błędów i niefrasobliwości bardziej gospodarnych kolegów po fachu, jak również ogół użytkowników danego środka płatniczego.

Nietrudno się domyślić, że w tego rodzaju warunkach gospodarka ulega trwałemu makroekonomicznemu rozchwianiu (Selgin, Lastrapes & White, 2012). Co gorsza, rozchwianie to – w momencie, gdy nie zidentyfikuje się poprawnie jego fundamentalnych przyczyn, powiązanych z etycznie zgubnym wpływem błędnych teorii makroekonomicznych – przyjmuje formę samonapędzającej się spirali. Ścisłej rzecz ujmując, w im większym stopniu uprzywilejowani gospodarzy decydenci folgują swoim „zwierzęcym instynktom”, w tym większym stopniu rozrastają się tzw. agencje kontrolne sprzyjające instytucjonalizacji pokusy nadużycia, co z kolei prowadzi do jeszcze bardziej ochoczego folgowania emocjonalnym popędom przez rzeczonych decydentów. Tym samym mamy w tym kontekście do czynienia z tzw. efektem zapadki (Higgs, 1987), w ramach którego przejawy finansowej nieodpowiedzialności umacniają instytucjonalne warunki promujące ją. W dłuższej natomiast perspektywie ów efekt rozprzestrzenia się poza obszar rynków finansowych, prowadząc stopniowo do powstania kultury rozrzutności, krótkowzroczności i natychmiastowej gratyfikacji (Huelsmann, 2016), w obrębie której powszechne jest przekonanie o możliwości permanentnego życia kosztem wszystkich innych (Bastiat, 1998).

W rezultacie rynki finansowe albo przestają być produktywnym narzędziem rozwoju gospodarczego, stając się narzędziem czysto redystrybucyjnym, albo – w najgorszym wypadku – całkowicie znikają, cofając daną gospodarkę do poziomu niemal barterowego. Tym samym wiara w dyktat „zwierzęcych instynktów” prowadzi rzeczywiście do „zezwierzęcenia” relacji ekonomicznych występujących w danym społeczeństwie, nie jest to jednakże dowód prawdziwości owej wiary, a jedynie tego, że stabilizacyjne i samoregulacyjne właściwości każdej instytucji mogą zostać zniszczone, jeśli panujące na danym obszarze kultura i mentalność sprzyjają odpowiednio niszczycielskim impulsom. Jest to również wymowne potwierdzenie faktu, że możliwość wykorzystania potencjału rozwojowego zawartego w konkretnych instytucjach wymaga stosownego etycznego przygotowania, kluczowym elementem, którego jest świadomość owego potencjału oraz tego, w jakim stopniu jego konsekwentna realizacja służy budowaniu stosownych moralnych przymiotów i przemaganiu odpowiadających im moralnych słabości.

3. Hipoteza rynków efektywnych

Inna popularna makroekonomiczna wizja funkcjonowania świata transakcji finansowych opiera się na tzw. hipotezie rynków efektywnych. Zgodnie z ową hipotezą – stanowiącą *de facto* biegunowe przeciwieństwo stanowiska omawianego w poprzedniej sekcji – instytucjonalnie dojrzałe rynki finansowe, niezależnie od tego, w jakim stopniu rządzone są gwałtownymi emocjami, wykazują cechy informacyjne umożliwiające im trwanie w stanie ekonomicznej równowagi. Ścisłej rzecz ujmując, kształtujące się w ich obrębie ceny, zwłaszcza ceny aktywów podlegających publicznemu obrotowi, mają rzekomo zawierać w każdym momencie wszystkie istotne informacje dotyczące wewnętrznej wartości owych aktywów (Fama, 1970). Nie należy przez to rozumieć, że na rynku efektywnym poszczególne instrumenty finansowe są na każdą chwilę wycenione poprawnie z „boskiego punktu widzenia”, ale że są one wycenione poprawnie w świetle wszystkich stosownych informacji dostępnych ogółowi jego uczestników (Malkiel, 2003). Tym samym w odpowiednio dojrzałym instytucjonalnym otoczeniu niemożliwe ma być czerpanie korzyści z arbitrażu cenowego bądź też długotrwałe wypracowywanie ponadnormalnych zysków inwestycyjnych w jakikolwiek inny sposób.

Powyższa hipoteza do dziś nie doczekała się satysfakcjonującego empirycznego potwierdzenia – i zdaje się, że istnieją liczne zdroworozsądkowe powody, dla których fakt ten nie powinien budzić zaskoczenia. Po pierwsze, historia gospodarcza, w tym zwłaszcza najnowsza, zna przynajmniej kilka przykładów inwestorów i spekulantów, którzy przez kilkadziesiąt lat potrafili konsekwentnie osiągać stopy zwrotu znacząco wyższe od tych uzyskiwanych przez główne indeksy giełdowe. Zwolennicy hipotezy rynków efektywnych mogą, rzecz jasna, stwierdzić w odpowiedzi, że istnienie tego rodzaju osób stanowi zupełnie niezaskakującą statystyczną anomalię, odpowiedź taka jest jednakże wyraźnym przyznaniem, iż rzeczona hipoteza jest нефalsyfikowalna, okazując się nie tyle postulatem badawczym, co formą uteoretyzowanego światopoglądu.

Po drugie, założenie o informacyjnej efektywności sygnałów cenowych wydaje się sugerować, że wszyscy ich użytkownicy są w stanie doskonale przewidywać na ich podstawie własne przyszłe zachowania. To czyniłoby ich jednak nie podmiotami działania, ale automatami, a więc bytami, w odniesieniu do których nie można mówić o decyzjach konsumenckich czy produkcyjnych ani o jakichkolwiek innych zjawiskach natury ekonomicznej (Gertchev, 2007).

Po trzecie wreszcie, w nawiązaniu do punktu poprzedniego, nawet jeśli przyjąć, że ceny aktywów giełdowych zawierają w każdym momencie wszystkie istotne informacje o swojej wewnętrznej wartości, to mogą to być wyłącznie informacje dotyczące wydarzeń przeszłych i teraźniejszych, natomiast z definicji nie mogą one z konieczności odnosić się do niezaistniałych jeszcze wydarzeń przyszłych. Innymi słowy, nawet przy założeniu, że wszyscy uczestnicy rynków finansowych znają te same obiektywne historyczne i bieżące fakty, wciąż mogą oni różnić się zasadniczo pod względem interpretacji owych faktów i wynikających z nich oczekiwań na temat przyszłych konfiguracji danych gospodarczych (Campos

Dias de Sousa & Howden, 2015). W takim zaś stopniu, w jakim różnią się oni pod względem zdolności interpretacyjno-prognostycznych, w takim też stopniu będą się różnić pod względem wypracowywanych przez siebie stóp zwrotu z inwestycji.

Wymieniwszy powyższe słabości hipotezy rynków efektywnych, należy zwrócić szczególną uwagę na fakt, że nie przemawiają one przeciwko prorozwojowym i proefektywnościowym cechom rynków finansowych, a jedynie przeciwko wyidealizowanym, nierealistycznym i wewnętrznie sprzecznym koncepcjom efektywności, jakie zdają się przyjmować zwolennicy owej hipotezy. Tym samym nie podważają one etycznego potencjału drzemiącego w rynkach finansowych, ale uczulają ich uczestników na fakt, że ów potencjał nie ulega automatycznej realizacji i wieczystemu utrwaleniu w momencie zaistnienia po raz pierwszy stosownego instytucjonalnego otoczenia.

Jest to kwestia o tyle kluczowa, o ile jej niezrozumienie może sprzyjać wysoce niebezpiecznemu przekonaniu, jakoby efektywne podejmowanie decyzji finansowych było gwarantowane samym istnieniem odpowiednich instytucji gospodarczych, nie zaś stanowiło pochodną konkretnych przysiótów etycznych i związanych z nimi zawodowych kompetencji.

Jednym z rezultatów podobnego przekonania może być np. organizacyjny marazm każący wierzyć swoim ofiarom, że bieżące ceny faktycznie odzwierciedlają w sposób doskonały obecne i dające się przewidzieć warunki podaży i popytu, w związku z czym nie ma sensu angażować się w arbitraż cenowy bądź inne działania uruchamiające równowagowy proces rynkowy. Tego rodzaju podejście szkodzi więc realistycznie rozumianej efektywności rynkowej, traktującej ceny nie jako automatyczne sygnały koordynacyjne, ale jako podstawowe narzędzia przedsiębiorczej spekulacji i realizacji subiektywnych planów biznesowych (Salerno, 2008; Foss & Klein, 2012). To zaś prowadzi z kolei do szkód na płaszczyźnie etycznej, zwłaszcza w takim stopniu, w jakim szeroki zakres wielkoskalowej współpracy społecznej oraz wynikający z niej materialny i psychiczny dobrobyt należy uznać za istotne wartości moralne (Machan, 2007).

Jeszcze szkodliwszym rezultatem bezrefleksyjnej akceptacji hipotezy rynków efektywnych przez finansistów i podmioty pokrewne może być specyficzny rodzaj intelektualnej schizofrenii. Otóż mogą oni z jednej strony uznać, że z uwagi na informacyjną zawartość cen aktywów giełdowych niemożliwe jest systemowe nagromadzenie błędów inwestycyjnych zdolne do wpędzenia gospodarki w stan recesji, a z drugiej strony założyć, iż mimo to podejmowanie odpowiednio ambitnych decyzji finansowych – a więc takich, które obarczone są dużym marginesem niepewności – może doprowadzić do osiągnięcia ponadnormatywnych stóp zwrotu. Niewykluczone, że to między innymi tego rodzaju wewnętrznie niespójna mentalność kluczowych uczestników globalnych rynków finansowych – szczególnie rynków amerykańskich – przyczyniła się do powstania tzw. kapitalizmu kolesiowskiego (*crony capitalism*), w ramach którego iluzja makroekonomicznej stabilności łączy się ze zinstytucjonalizowaną pokusą nadużycia, co stanowi wyjątkowo procykliczną i kryzysogenną mieszankę (Stockman, 2013).

Co gorsza, biegunowe myślenie na tytułowy temat może łatwo sprawić, że gwałtowne porzucenie wiary w hipotezę rynków efektywnych w obliczu niespodziewanego kryzysu wiązać się będzie z równie gwałtownym wzrostem popularności opisywanego w poprzedniej sekcji przekonania o immanentnej nieefektywności rzeczonych rynków. To zaś, co starałem się wcześniej wykazać, nie tylko nie rozwiąże przedstawionych w niniejszej sekcji problemów, ale jedynie dołoży do nich nowe, jeszcze silniej instytucjonalizujące pokusę nadużycia i wykoślawiające etyczną świadomość członków danej gospodarki.

Podsumowując, szeroka akceptacja ekonomicznie nierealistycznej koncepcji efektywności może sprzyjać szerokiemu rozpowszechnianiu się etycznej nieefektywności, przyjmującej formę bądź to samozadowolonego osiadania na laurach, bądź też podejmowania działań nieodpowiedzialnie ryzykownych, choć traktowanych jako zachodzące w świecie rzekomo wolnym od ryzyka. Tym samym możemy mieć w tym kontekście do czynienia zarówno ze znacznym obniżeniem się etycznej jakości aktualnej praktyki finansowej, jak i z zasadniczym zawężeniem perspektyw jej dalszego etycznego rozwoju – zwłaszcza w tym wymiarze, w jakim polega on na innowacyjnym łączeniu różnych porządków normatywnych (Wiśniewski, 2018). Widać tu zatem ponownie, w jakim stopniu moralny kształt danego społeczeństwa, szczególnie w makroskali, może zależeć od makroekonomicznej wiedzy lub ignorancji jego członków, szczególnie tych o znacznej mocy decyzyjnej.

4. Przyczynowo-realistyczny proces rynkowy

Ostatnia makroekonomiczna wizja funkcjonowania rynków finansowych, którą pragnę omówić w niniejszej pracy, opiera się na świadomości procesowego i adaptacyjnego charakteru odbywających się w ich obrębie działań. Wizja ta aspiruje do odrzucenia wszelkich nierealistycznych bądź wyidealizowanych założeń badawczych, zarówno ekonomicznych, jak i psychologicznych, skupiając się na analizie rzeczywistego przebiegu procesów rynkowych, zwłaszcza w wymiarze ich struktury przyczynowej (Salerno, 2010).

Odrzuca ona zatem zarówno założenie o pełnej informacyjnej efektywności sygnałów cenowych, jak i o dominującej roli irracjonalnych impulsów w podejmowaniu decyzji finansowych. To pierwsze sugeruje bowiem, że system cenowy kształtuje się automatycznie w oderwaniu od jakiegokolwiek społecznego procesu adaptacyjnego, to drugie zaś, iż każdy tego rodzaju proces już na starcie skazany jest na niepowodzenie. Tymczasem rynek – zwłaszcza rynek papierów wartościowych – nie jest ani pasywnym układem równowagowym, ani areną permanentnego emocjonalnego chaosu, ale instytucjonalnym narzędziem umożliwiającym sukcesywne dostrajanie cen poszczególnych instrumentów giełdowych do ich wewnętrznej wartości, odbywające się na zasadzie prób i błędów (Bragues, 2012). Jest on więc efektywny, ale w sensie dynamicznym (Huerta de Soto, 2008),

uwzględniającym rolę uczenia się przez podmioty zdradzające wystarczający talent inwestycyjny oraz rolę wykluczania podmiotów przejawiających wyraźny brak podobnego talentu.

Innymi słowy, należyte spełnianie swojej funkcji przez rynki finansowe jest w ramach niniejszej wizji pochodną ustawicznego wykształcania się w ich uczestnikach stosownych nawyków efektywnościowych. Te zaś mogą powstawać wyłącznie w atmosferze szacunku dla swobody zawierania dowolnych pokojowych transakcji biznesowych, jak i w poczuciu świadomości, że za ich konsekwencje – z których wiele będzie się znacznie różniło od tych zamierzonych – trzeba będzie ponosić pełną odpowiedzialność.

Okazuje się zatem, że istnieje istotna paralela między rozwojem gospodarczym a rozwojem etycznym. Ten pierwszy wymaga ustawicznego odkrywania bieżących koordynacyjnych niedoskonałości i rywalizacyjnego konfrontowania z sobą rozmaitych planów, mających na celu ich usunięcie. Ten drugi polega natomiast na hartowaniu charakteru poprzez gromadzenie doświadczeń, mających na celu eliminację osobistych przywar i zastępowanie ich odnośnymi przymiotami. Konkretniej rzecz ujmując, kluczowym wspólnym mianownikiem obu tych rodzajów rozwoju okazuje się ich procesowo-korekcyjna natura, w ramach której skuteczność oznacza nie niezdolność do popełniania błędów, ale zdolność do uczenia się na błędach, a optymalność oznacza nie statyczny stan ostatecznej równowagi, ale stan dynamicznej dążności do coraz bardziej jakościowo zaawansowanych form równowagowych.

Dojrzałe rynki finansowe występują wyłącznie w odpowiednio złożonych systemach wielkoskalowej współpracy społecznej. Decyzje dokonywane przez profesjonalnych finansistów są więc na ogół próbami sprostania skomplikowanym wyzwaniom związanym z potrzebą nieustannego harmonizowania podaży i popytu, wyrażanych przez szerokie rzesze działających podmiotów. Głęboka świadomość tego, że w stawianiu czoła podobnym wyzwaniom gospodarczy decydenci ani nie muszą ulegać „zwierzęcym instynktom”, ani nie mogą liczyć na „informacyjną efektywność” bieżących cen, może posłużyć jako znakomity bodziec do ciągłego etycznego samodoskonalenia, niezbędnego do coraz lepszego wywiązywania się z zawodowych obowiązków (Bruni & Sugden, 2013).

Owo samodoskonalenie może się okazać szczególnie konieczne w świecie charakteryzującym się dużą zmiennością gustów konsumenckich, dużą organizacyjną złożonością przedsiębiorstw i gwałtownie wzrastającą rolą tzw. kapitału ludzkiego. W takim bowiem świecie nawet najbardziej szeregowi pracownicy muszą wykazywać w coraz większym stopniu cechy charakterystyczne dla pełno-krwistych przedsiębiorców, a tym samym muszą podejmować szereg dodatkowych, normatywnie wymagających obowiązków (Foss, Foss & Klein, 2007).

W im większym np. stopniu są oni upoważnieni do zarządzania aktywami danej firmy w dyskrecjonalny sposób, tym bardziej muszą wykazywać cnotę roztropności, umożliwiającą przewidywanie niepewnej przyszłości i dostrajanie do niej bieżących planów biznesowych. W im większym stopniu są wynagradzani nie regularnymi pensjami, ale bonusami za wyniki bądź udziałami w spółce, tym bardziej muszą wykazywać cnotę wstrzemięźliwości, powstrzymującą od prób

zwiększania swojego bieżącego dochodu kosztem nadwątlania zawiadywanej przez siebie kapitałowej struktury produkcji. W im większym zaś stopniu mogą swobodnie dysponować określoną częścią budżetu badawczo-rozwojowego danej firmy, tym bardziej muszą wykazywać cnotę odwagi, niezbędną do tworzenia i wdrażania rozmaitych innowacji.

Podsumowując, im bardziej złożony, wielkoskalowy i misternie ustrukturyzowany jest dany system gospodarczy, tym bardziej odpowiedzialne, a więc również etycznie wymagające role muszą w nim spełniać wszyscy jego uczestnicy, począwszy od kluczowych decydentów, a skończywszy na szeregowych pracownikach najniższego szczebla. Tym lepiej są oni w stanie spełniać owe role, im większą dysponują wiedzą na temat znaczenia, funkcji i potencjału instytucjonalnej struktury, w obrębie której się poruszają. Co szczególnie istotne, wiedza ta może im umożliwić nie tylko uczynienie jak najlepszego użytku z owej struktury, ale także usuwanie rozmaitych barier hamujących jej skuteczne funkcjonowanie. W tym sensie rzeczono osoby mogą nie tylko realizować etyczny potencjał rynkowej przedsiębiorczości, ale także angażować się w najistotniejszą formę przedsiębiorczości instytucjonalnej, polegającej na dbałości o należyty kształt otoczenia prawno-regulacyjnego, w którym realizacja owego etycznego potencjału może przebiegać w niezakłócony sposób (Henrekson & Sanandaji, 2011). Należy mieć to na uwadze zwłaszcza z tego względu, że to właśnie poziom wiedzy makroekonomicznej członków danego społeczeństwa – ze szczególnym uwzględnieniem jego głównych finansowych decydentów – determinuje w zasadniczej mierze naturę obecnych w nim instytucji gospodarczych, wraz z ich pro- lub antyefektywnościowymi właściwościami.

Warto na koniec wspomnieć w tym kontekście, że przyczynowo-realistyczna wizja procesu rynkowego zdaje się w sposób naturalny zgodna ze zdroworozsądkowymi, intuicyjnymi wyobrażeniami przeciętnej osoby na temat tego, jak przebiega koordynacja planów i harmonizacja zasobów poszczególnych podmiotów działających w obrębie rozbudowanego systemu współpracy społecznej. Jest ona również w najwyższym stopniu zgodna z empirycznymi faktami dotyczącymi historii rozwoju gospodarczego. W związku z tym można przypuszczać, że jej względna niepopularność w porównaniu ze stanowiskami opisanymi w poprzednich sekcjach wiąże się z wpływem błędnej edukacji ekonomicznej, a zwłaszcza z tym, jak kształtuje ona poglądy osób uznawanych powszechnie za gospodarcze autorytety, w tym przede wszystkim specjalistów od kwestii finansowych i innych biznesowych decydentów (Caplan, 2018; Taleb, 2018).

Okazuje się zatem, że fundamentalnym zadaniem edukacyjnym, stojącym przed społeczeństwem pragnącym uczynić jak najpełniejszy użytek z etycznego potencjału dojrzałych rynków finansowych, jest nie nabywanie szczegółowych kompetencji technicznych czy moralnych, ale uzyskanie głębokiej i powszechnej świadomości zasadniczej logicznej struktury owych rynków oraz odbywających się w ich obrębie działań. Tylko wówczas będą one bowiem w stanie funkcjonować w sposób realistycznie efektywny, nieobciążony ani samozadowolonym hurraoptymizmem, ani samobójczym defetyzmem.

5. Podsumowanie

Z powyższych rozważań wyłania się kilka istotnych wniosków. Po pierwsze, sprawne działanie rynków finansowych nie może być zagwarantowane jakimikolwiek rozwiązaniami natury technicznej – czy to po stronie wykorzystywanych narzędzi, czy to po stronie wdrażanych procedur organizacyjnych. Wręcz przeciwnie, w niesprzyjającym normatywnym otoczeniu sprawność techniczna może w wyjątkowym stopniu usypiać czujność stosownych podmiotów działających, urastając w ich mniemaniu do rangi panaceum na niedoskonałości ludzkiego temperamentu.

Po drugie, satysfakcjonującego normatywnego otoczenia dla rynków finansowych nie da się stworzyć w oparciu o edukację – teoretyczną bądź praktyczną – o charakterze wyłącznie etycznym. Wynika to z faktu, że sfera powinności musi być w zasadniczym sensie ograniczona sferą możliwości, a o kształcie tej drugiej jest nas w stanie w tym kontekście poinformować wyłącznie rzetelna teoria ekonomii. Jeśli odnośna sfera powinności nie będzie dyscyplinowana odpowiednią makroekonomiczną wiedzą, wówczas albo zostanie ona nadmiernie rozdęta pod wpływem jałowego utopizmu, albo nadmiernie skurczona pod wpływem krótkowzrocznego cynizmu.

Po trzecie wreszcie, jeśli wspomniana wyżej edukacja przyjmie właściwą treść – którą w moim odczuciu jest treść przedstawionego w poprzedniej sekcji stanowiska przyczynowo-realistycznego – wówczas nie tylko umożliwi sprawne funkcjonowanie rynków finansowych, ale również otworzy przed ich uczestnikami nieograniczone, choć ściśle ukierunkowane perspektywy rozwojowe, w wymiarze zarówno wąsko zawodowym, jak i ogólnoetycznym.

Podsumowując, wnioski te zdają się doskonałą ilustracją tego, jak wielkie znaczenie dla jakości normatywnej praktyki może mieć rzetelna pozytywna teoria. Zilustrowawszy zaś ten fakt, sugerują one następnie, w jaki sposób można jak najkonstruktywniej odnieść się do owego znaczenia w kontekście kwestii powiązanych z etyczną jakością praktyki finansowej.

Bibliografia

- Akerlof, G., & Shiller, R. (2009). *Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Alchian, A. (1950). Uncertainty, Evolution, and Economic Theory. *Journal of Political Economy*, 58(3), 211–221.
- Bastiat, F. (1998) [1850]. *The Law*. Foundation for Economic Education: Irvington-on-Hudson, NY.

- Bragues, G. (2012). Neither Efficient nor Animally Spirited, but Eventually Adjusting: The Stock Market According to L.A. Hahn. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 15(1), 89–119.
- Bruni, L., & Sugden, R. (2013). Reclaiming Virtue Ethics for Economics. *Journal of Economic Perspectives*, 27(4), 141–164.
- Campos Dias de Sousa, R.E., & Howden, D. (2015). The Efficient Market Conjecture. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 18(4), 378–408.
- Caplan, B. (2018). *The Case against Education*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Foss, K., Foss, N., & Klein, P. (2007). Original and derived judgment: An entrepreneurial theory of economic organization. *Organization Studies*, 28(12), 1893–1912. <https://doi.org/10.2139/ssrn.982105>
- Foss, N., & Klein, P. (2012). *Organizing Entrepreneurial Judgment: A New Approach to the Firm*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Friedman, J., & Kraus, W. (2011). *Engineering the Financial Crisis: Systemic Risk and the Failure of Regulation*. Philadelphia, PA: University of Pennsylvania Press.
- Gertchev, N. (2007). A Critique of Adaptive and Rational Expectations. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 10(4), 313–329. <https://doi.org/10.1007/s12113-007-9023-1>
- Hayek, F. (2002). Competition as a Discovery Procedure. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 5(3), 9–23.
- Henrekson, M., & Sanandaji, T. (2011). The Interaction of Entrepreneurship and Institutions. *Journal of Institutional Economics*, 7(1), 47–75. <https://doi.org/10.1017/S1744137410000342>
- Higgs, R. (1987). *Crisis and Leviathan: Critical Episodes in the Growth of American Government*. New York: Oxford University Press.
- Huelsmann, J.G. (2006). The political economy of moral hazard. *Politická ekonomie*, 54(1), 35–47. <https://doi.org/10.18267/j.polek.544>
- Huelsmann, J.G. (2016). Cultural Consequences of Monetary Interventions. *Journal des Economistes et des Etudes Humaines*, 22(1), 77–98.
- Huerta de Soto, J. (2008). *The Theory of Dynamic Efficiency*. London: Routledge.
- Kirzner, I. (1992). *The Meaning of Market Process*. London: Routledge.
- Kirzner, I. (1997). Entrepreneurial Discovery and the Competitive Market Process: An Austrian Approach. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 60–85.
- Machan, T.R. (2007). *The Morality of Business. A Profession for Human Wealthcare*. New York: Springer.

- Malkiel, B. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59–82.
- McCloskey, D. (2010). *Bourgeois Dignity: Why Economics Can't Explain the Modern World*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Mises, L. (1990). *Economic Calculation in the Socialist Commonwealth*. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute.
- Mises, L. (2006). *The Ultimate Foundation of Economic Science: An Essay on Method*. Indianapolis, IL: Liberty Fund.
- Salerno, J.T. (2008). The Entrepreneur: Real and Imagined. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 11(3), 188–207.
- Salerno, J.T. (2010). Menger's causal-realist analysis in modern economics. *Review of Austrian Economics*, 23(1), 1–16.
- Salerno, J.T. (2012). A Reformulation of Austrian Business Cycle Theory in Light of the Financial Crisis. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 15(3), 3–44.
- Selgin, G., Lastrapes, W., & White, L. (2012). Has the Fed Been a Failure? *Journal of Macroeconomics*, 34(3), 569–596.
- Stockman, D. (2013). *The Great Deformation: The Corruption of Capitalism in America*. New York: Public Affairs Press.
- Stringham, E. (2015). *Private Governance: Creating Order in Economic and Social Life*. Oxford: Oxford University Press.
- Taleb, N. (2018). *Skin in the Game: Hidden Asymmetries in Daily Life*. New York: Random House.
- Wiśniewski, J.B. (2018). Etyka gospodarcza jako refleksja nad jakościowym potencjałem działalności ekonomicznej. *Annales. Etyka w Życiu Gospodarczym/Annales. Ethics in Economic Life*, 21(1), 47–56. <https://doi.org/10.18778/1899-2226.21.1.04>